



---

CHAMBRE DES DÉPUTÉS  
GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG

# Dossier consolidé

Projet de loi 5415

Projet de loi relative aux abus de marché et 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'intérêts,
- 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

Date de dépôt : 09-12-2004

Date de l'avis du Conseil d'État : 15-11-2005

Auteur(s) : Monsieur Luc Frieden, Ministre du Trésor et du Budget

## Liste des documents

<b>Date</b>	<b>Description</b>	<b>Nom du document</b>	<b>Page</b>
20-04-2006	Résumé du dossier	Résumé	<u>3</u>
09-12-2004	Déposé	5415/00	<u>6</u>
21-10-2005	Amendements gouvernementaux (21.10.2005) 1) Dépêche de la Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement au Président de la Chambre des Députés (27.10.2005) 2) Texte des amendements avec co [...]	5415/01	<u>61</u>
15-11-2005	Avis du Conseil d'Etat (15.11.2005)	5415/02	<u>66</u>
30-11-2005	Avis de l'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg (30.11.2005)	5415/03	<u>77</u>
09-12-2005	Avis complémentaire de l'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg (9.12.2005)	5415/05	<u>85</u>
09-12-2005	Amendements adoptés par la/les commission(s) : Commission des Finances et du Budget	5415/04	<u>90</u>
14-12-2005	Avis de la Chambre de Commerce (14.12.2005)	5415/07	<u>95</u>
10-01-2006	Amendements gouvernementaux 1) Dépêche de la Secrétaire d'Etat aux Relations avec la Parlement au Président de la Chambre des Députés (10.1.2006) 2) Texte des amendements 3) Motivation des [...]	5415/06	<u>108</u>
12-01-2006	Amendements adoptés par la/les commission(s) : Commission des Finances et du Budget	5415/08	<u>113</u>
07-03-2006	Avis complémentaire du Conseil d'Etat (7.3.2006)	5415/09	<u>116</u>
14-03-2006	Rapport de commission(s) : Commission des Finances et du Budget Rapporteur(s) : Monsieur Lucien Thiel	5415/10	<u>119</u>
02-05-2006	Dispense du second vote constitutionnel par le Conseil d'Etat (02-05-2006) Evacué par dispense du second vote (02-05-2006)	5415/11	<u>151</u>
31-12-2006	Publié au Mémorial A n°83 en page 1470	5415	<u>154</u>

# Résumé

**Projet de loi relative aux abus de marché et 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'intérêts,**
- **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.**

Le présent projet de loi a pour objet de transposer dans la législation nationale les mesures communautaires en matière de lutte contre les abus de marché. A cet effet, la loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. Afin d'éviter un vide juridique, les dispositions de la loi de 1991 restent toutefois applicables aux faits antérieurs à l'entrée en vigueur du présent projet de loi, sauf que les dispositions du présent projet de loi sont applicables dans la mesure où elles sont moins sévères.

Le champ d'application du projet de loi est large puisqu'il concerne toute personne physique ou morale ayant accès au marché et tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou pour lequel une procédure d'admission est en cours.

L'article 1<sup>er</sup>, point 1), enrichit et précise la définition de l'information privilégiée, notion centrale dans le délit d'initié, par rapport à celle qui était posée dans la directive de 1989.

Les articles 8 et 9 prévoient plusieurs interdictions pour toute personne détentrice d'une information privilégiée, dont la transgression apparaît constitutive du délit d'initié, sans que ce dernier soit expressément défini pour autant.

L'article 11 pose un principe général d'interdiction à toute personne de procéder à des manipulations de marché.

Afin de prévenir l'utilisation délictueuse de toute information privilégiée - dont la simple détention ne constitue pas un motif de sanction -, l'article 14 précise certaines

obligations d'information du marché imposées aux émetteurs d'instruments financiers sur le marché réglementé. Ceux-ci doivent ainsi rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées les concernant et les faire figurer sur leur site Internet pendant une période de trois mois. Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant pour son compte, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de ses fonctions, la publicité de cette information doit advenir simultanément, en cas de communication intentionnelle, ou rapidement en cas de communication non intentionnelle, sauf si la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité (article 16).

Un émetteur dispose toutefois de la possibilité de différer la publication de l'information lorsque deux conditions cumulatives sont réunies: *"afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur ait mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité de ladite information."* (article 15)

Les émetteurs et les personnes agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci sont également astreints à trois grandes obligations d'information de la CSSF.

La section 3 du chapitre III prévoit des dispositions particulières pour les personnes qui produisent ou diffusent au Grand-Duché des recommandations d'investissement. Cette section vise donc la recherche, l'analyse et la presse financière. Conformément au point 5 de l'article 6 de la directive 2003/6/CE, le Luxembourg transpose ainsi l'exigence communautaire de *"disposer d'une réglementation tendant à assurer une réelle transparence sur les conflits d'intérêt potentiels auxquels ces professionnels pourraient être confrontés."*

Les articles 6 et 7 prévoient que le projet de loi ou les interdictions qu'il comporte ne s'appliquent pas à trois catégories d'opérations financières qui bénéficient dès lors d'une présomption de légitimité.

Aux termes du chapitre IV du projet de loi, la prévention et la sanction des abus de marché relève de la CSSF qui est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires. La CSSF a une obligation de coopération, d'échange d'informations et de concours avec les autorités compétentes étrangères, chaque fois que cela est nécessaire à l'accomplissement de sa mission respective. La communication d'informations est toutefois soumise à trois conditions. Des exceptions à ce principe de coopération sont également prévues.

5415/00

## N° 5415

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2004-2005

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

(Dépôt: le 9.12.2004)

## SOMMAIRE:

	<i>page</i>
1) Arrêté Grand-Ducal de dépôt (6.12.2004) .....	2
2) Exposé des motifs.....	3
3) Texte du projet de loi .....	4
4) Commentaire des articles .....	22
5) Tableau de correspondance entre la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché et le projet de loi .....	48
6) Tableau de correspondance entre la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché et le projet de loi .....	50

- 7) Tableau de correspondance entre la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts et le projet de loi..... 51
- 8) Tableau de correspondance entre la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE 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 opérations suspectes et le projet de loi ..... 52

\*

### ARRETE GRAND-DUCAL DE DEPOT

Nous HENRI, Grand-Duc de Luxembourg, Duc de Nassau,

Sur le rapport de Notre Ministre du Trésor et du Budget et après délibération du Gouvernement en Conseil;

Arrêtons:

*Article unique.*– Notre Ministre du Trésor et du Budget est autorisé à déposer en Notre nom à la Chambre des Députés le 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'intérêts,
- 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

Palais de Luxembourg, le 6 décembre 2004

*Le Ministre du Trésor et du Budget,*

Luc FRIEDEN

HENRI

\*

## EXPOSE DES MOTIFS

Le projet de loi a pour objet de transposer en droit luxembourgeois 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). Sont également transposées dans le projet de loi les directives de la Commission portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE, à savoir les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE. Par contre, n'a pas été repris dans le projet de loi le règlement (CE) No 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, étant donné que le règlement est d'application directe dans chaque Etat membre. Dans un souci de garantir la cohérence et la lisibilité de la réglementation financière, le gouvernement a choisi de transposer l'ensemble des directives précitées dans un texte de loi unique. Le présent projet de loi remplacera la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés qu'elle abrogera.

Les dispositions légales visant à lutter contre les opérations d'initiés et celles visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif, à savoir assurer l'intégrité des marchés financiers et renforcer la confiance des investisseurs dans ces marchés. Le législateur communautaire a de ce fait décidé d'adopter un corps de règles commun pour combattre les abus de marché sous forme d'opérations d'initiés ou de manipulations de marché.

La directive 2003/6/CE met en place un cadre juridique communautaire pour la prévention, la détection et l'instruction des abus de marché ainsi que l'imposition de sanctions afin de garantir des conditions de concurrence équitables pour tous les participants au marché et afin d'éviter que des lacunes résultant de divergences dans les législations nationales ne soient exploitées pour des comportements illicites susceptibles d'ébranler la confiance du public et par conséquent susceptibles de porter atteinte au bon fonctionnement des marchés.

Le meilleur moyen pour prévenir les abus de marché est de promouvoir la transparence sur les marchés financiers. Un volet important des directives et partant du projet de loi est dès lors consacré à la définition d'un ensemble de règles détaillées visant à assurer que les émetteurs mettent les informations privilégiées à disposition du public aussi rapidement que possible. La diffusion de l'information doit se faire de manière synchronisée dans tous les pays où l'émetteur a demandé ou accepté l'admission des instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, sans faire de distinction selon la nature des investisseurs, aux fins de garantir l'égalité d'accès à ces informations et de prévenir les opérations d'initiés.

Ensuite, le projet de loi définit un ensemble de règles détaillées applicables aux personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement. Sont assujettis à ces règles entre autres les établissements de crédit et les autres professionnels du secteur financier, les analystes financiers indépendants et les journalistes. Par contre, les agences de notation de crédit ne sont pas visées dans la mesure où elles ne sont pas réputées produire ou diffuser des recommandations d'investissement au sens de la loi.

Est également introduite une obligation de notification des transactions suspectes dans le chef des établissements de crédit et des autres professionnels du secteur financier. Le projet de loi arrête à la fois le contenu de la notification et le mode de notification. Il prévoit un régime de protection des personnes ayant fait de bonne foi des notifications, qui s'inspire étroitement de celui en vigueur en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux.

Par ailleurs, la Commission de surveillance du secteur financier est désignée comme autorité compétente pour veiller à l'application des dispositions de la présente loi. Elle est aussi chargée de la collaboration avec les autorités compétentes étrangères.

Enfin, le projet de loi met en place un régime de sanctions pénales et administratives applicable en cas de non-respect des dispositions de loi.

\*

## TEXTE DU PROJET DE LOI

### Chapitre I: Définitions et champ d'application

**Art. premier.**– Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 1) „information privilégiée“: une information
  - à caractère précis,
  - qui n’a pas été rendue publique,
  - 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 le cours d’instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Pour les instruments dérivés sur produits de base, on entend par „information privilégiée“ une information à caractère précis qui n’a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s’attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés.

Pour les personnes chargées de l’exécution d’ordres concernant des instruments financiers, on entend par „information privilégiée“ également toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client, sous réserve que l’information transmise réponde aux critères du premier alinéa;
- 2) „manipulations de marché“: les comportements suivants:
  - a) le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres:
    - qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l’offre, la demande ou le cours d’instruments financiers, ou
    - qui fixent, par l’action d’une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d’un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel,

à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse que les raisons qui l’ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné;
  - b) le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d’artifice;
  - c) le fait de diffuser des informations, que ce soit par l’intermédiaire des médias ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses. Dans le cas de journalistes agissant dans le cadre de leur profession, cette diffusion d’informations doit être évaluée en tenant compte de la réglementation applicable à leur profession, à moins que ces personnes ne retirent, directement ou indirectement, un avantage ou des profits de la diffusion des informations en question;
- 3) „instruments financiers“:
  - les valeurs mobilières,
  - les parts d’organismes de placement collectif,
  - les instruments du marché monétaire,
  - les contrats financiers à terme (futures), y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces,
  - les contrats à terme sur taux d’intérêt,
  - les contrats d’échange (swaps) sur taux d’intérêt, sur devises et actions,
  - les options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de ces catégories, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont en particulier comprises dans cette catégorie les options sur devises et taux d’intérêt,

- les instruments dérivés sur produits de base,
  - tout autre instrument admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé;
- 4) „valeurs mobilières“: les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exclusion des instruments de paiement), telles que:
- les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions,
  - les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres,
  - toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures;
- 5) „instruments du marché monétaire“: les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie (à l'exclusion des instruments de paiement);
- 6) „marché réglementé“: un marché au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 14) de la directive 2004/39/CE, qui, lorsqu'il est agréé dans un Etat membre, est inscrit sur la liste que la Commission européenne est tenue de publier sur son site Internet conformément à l'article 47 de la directive 2004/39/CE, ou qui, lorsqu'il est agréé dans un pays tiers, répond à des exigences équivalentes à celles définies dans la directive 2004/39/CE;
- 7) „pratiques de marché admises“: les pratiques qui sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées conformément à la présente loi;
- 8) „personne“: toute personne physique ou morale;
- 9) „autorité compétente“: l'autorité administrative désignée par chaque Etat membre ou pays tiers pour veiller à l'application de la réglementation sur les abus de marché. Au Luxembourg, il s'agit de la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après désignée Commission);
- 10) „Etat membre“: un Etat membre de l'Union européenne. Sont assimilés aux Etats membres de l'Union européenne les Etats parties à l'Accord sur l'Espace économique européen autres que les Etats membres de l'Union européenne, dans les limites définies par cet accord et des actes y afférents;
- 11) „pays tiers“: un Etat autre qu'un Etat membre;
- 12) „personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur“: une personne qui est:
- un membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur,
  - un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au tiret précédent, dispose d'un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l'évolution future et la stratégie d'entreprise de cet émetteur;
- 13) „personne ayant un lien étroit avec une personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur d'instruments financiers“:
- le conjoint de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes, ou tout autre partenaire de cette personne considéré comme l'équivalent du conjoint par la loi nationale de la personne concernée,
  - les enfants qui, en vertu de leur loi, sont à charge de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes,
  - tout autre parent de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes qui partage le même domicile depuis au moins un an à la date de l'opération concernée,
  - toute personne morale, patrimoine fiduciaire ou autre trust, ou toute association sans personnalité juridique dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 12) du présent article ou aux trois tirets précédents du présent point, ou qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, ou qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne;
- 14) „entreprise d'investissement“: toute personne au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 1) de la directive 2004/39/CE;

- 15) „établissement de crédit“: toute personne au sens de l'article 1er, paragraphe (1) de la directive 2000/12/CE;
- 16) „recommandation d'investissement“: des travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d'instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public;
- 17) „travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement“:
- a) une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l'activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une recommandation d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers,
  - b) une information produite par d'autres personnes que celles mentionnées sous la lettre a) ci-dessus, qui recommande directement une décision d'investissement déterminée concernant un instrument financier;
- 18) „canaux de distribution“: les canaux par lesquels l'information est rendue publique ou est susceptible de l'être, et par „information susceptible d'être rendue publique“: toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes;
- 19) „réglementation appropriée“: toute réglementation, y compris l'autorégulation, en vigueur dans les Etats membres ou pays tiers, telle que prévue par la directive 2003/6/CE ou considérée comme équivalente par la Commission;
- 20) „opérateur de marché“: une ou plusieurs personnes gérant et/ou exploitant l'activité d'un marché réglementé. L'opérateur de marché peut être le marché réglementé lui-même;
- 21) „MTF“: un système multilatéral de négociation au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 15) de la directive 2004/39/CE;
- 22) „émetteur“: aux fins du chapitre III, l'émetteur d'un instrument financier auquel une recommandation d'investissement se rapporte directement ou indirectement.

**Art. 2.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), 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 les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

2. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), on entend par „information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés“, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

3. Aux fins de l'application du second alinéa de l'article 1er, point 1), les utilisateurs des marchés sur lesquels sont négociés des instruments dérivés sur produits de base sont censés s'attendre à recevoir une information qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés lorsque cette information:

- est régulièrement mise à la disposition des utilisateurs de ces marchés, ou
- est obligatoirement divulguée en vertu de dispositions législatives ou réglementaires ou de règles de marché, de contrats ou de coutumes propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés.

**Art. 3.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 2), lettre a), la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils examinent des opérations ou des ordres, prennent en considération les

signaux suivants, qui ne forment pas une liste exhaustive et ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une manipulation de marché:

- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible du cours de cet instrument;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse marquée sur un instrument financier entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé;
- si les opérations effectuées n'entraînent aucun changement de bénéficiaire économique d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées se traduisent par des renversements de positions sur une courte période et représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, et pourraient être associés à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées sont concentrés sur un bref laps de temps durant la séance de négociation et entraînent une variation de cours qui est ensuite inversée;
- la mesure dans laquelle les ordres émis modifient les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé, ou plus généralement la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché, et sont annulés avant leur exécution;
- la mesure dans laquelle les ordres sont émis ou les opérations effectuées au moment précis où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations, ou aux alentours de ce moment, et entraînent des variations de cours qui ont un effet sur ces cours et ces évaluations.

2. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 2), lettre b), la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils examinent des opérations ou des ordres, prennent en considération les signaux suivants, qui ne forment pas une liste exhaustive et ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une manipulation de marché:

- si les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées;
- si les ordres sont émis, ou les opérations effectuées, par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des travaux de recherche ou des recommandations d'investissement qui sont faux ou biaisés ou manifestement influencés par un intérêt significatif.

**Art. 4.–** La présente loi s'applique à tout instrument financier admis à la négociation sur au moins un marché réglementé, ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non.

Les articles 8, 9 et 10 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé au premier alinéa.

**Art. 5.–** Les interdictions et obligations prévues par la présente loi s'appliquent, sauf dispositions contraires:

- aux actes accomplis au Luxembourg ou à l'étranger concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée;
- aux actes accomplis au Luxembourg concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé étranger ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée.

**Art. 6.**– La présente loi ne s’applique pas aux opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un Etat membre ou un pays tiers, par le Système européen de banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour leur compte. Lorsqu’un Etat membre ou un pays tiers traite de la même façon ses Etats fédérés ou des autorités locales comparables, la présente loi ne s’applique pas aux opérations effectuées par ces Etats fédérés ou ces autorités locales pour des raisons qui relèvent de la gestion de la dette publique.

**Art. 7.**– Les interdictions prévues par la présente loi ne s’appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat, ni aux mesures de stabilisation d’un instrument financier, si ces opérations sont effectuées conformément au règlement (CE) No 2273/2003 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.

## **Chapitre II: *Interdiction des opérations d’initiés et des manipulations de marché***

**Art. 8.**– 1. Il est interdit à toute personne qui

- en raison de sa qualité de membre des organes d’administration, de gestion ou de surveillance de l’émetteur, ou
- en raison de sa participation dans le capital de l’émetteur, ou
- en raison de son accès à l’information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou
- en raison de ses activités criminelles,

détient une information privilégiée d’utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d’acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d’autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

2. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, l’interdiction prévue à ce paragraphe s’applique également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l’opération pour le compte de la personne morale en question.

3. Le présent article ne s’applique pas aux opérations effectuées pour assurer l’exécution d’une obligation d’acquisition ou de cession d’instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d’une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée.

**Art. 9.**– Il est interdit à toute personne soumise à l’interdiction prévue à l’article 8:

- de communiquer une information privilégiée à une autre personne, si ce n’est dans le cadre normal de l’exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions;
- de recommander à une autre personne d’acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d’une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

**Art. 10.**– Les articles 8 et 9 s’appliquent également à toute personne autre que les personnes visées auxdits articles qui détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu’il s’agit d’une information privilégiée.

**Art. 11.**– Il est interdit à toute personne de procéder à des manipulations de marché.

## **Chapitre III: *Obligations incombant aux participants au marché***

### *Section 1: Obligation de notification des opérations suspectes*

**Art. 12.**– 1. Sans préjudice de l’article 27, paragraphe 3, tout établissement de crédit ou autre professionnel du secteur financier établi au Luxembourg est tenu d’avertir sans délai la Commission s’il a des raisons de soupçonner qu’une opération pourrait constituer une opération d’initiés ou une manipulation de marché.

2. Les personnes visées au paragraphe 1 décident, sur la base d'un examen au cas par cas, si une opération peut raisonnablement être soupçonnée de constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché. Pour ce faire, elles tiennent compte des éléments constitutifs de l'opération d'initiés ou de la manipulation de marché mentionnés à l'article 1er, points 1) et 2) ainsi qu'aux articles 2, 3 et 8 à 11.

3. Les personnes soumises à l'obligation de notification transmettent à la Commission les informations suivantes:

- description des opérations, en particulier du type d'ordre et du mode de négociation utilisé,
- les raisons amenant à soupçonner que les opérations pourraient constituer un abus de marché,
- les moyens d'identification des personnes pour le compte desquelles les opérations ont été réalisées et des autres personnes impliquées dans ces opérations,
- la qualité en vertu de laquelle agit la personne soumise à l'obligation de notification, telle que pour compte propre ou pour le compte de tiers,
- toute autre information pertinente concernant les opérations suspectes.

4. Lorsque les informations visées au paragraphe 3 ne sont pas disponibles au moment de la notification, celle-ci doit au moins mentionner les raisons pour lesquelles les personnes l'effectuant soupçonnent les opérations d'être constitutives d'une opération d'initiés ou d'une manipulation de marché. Les informations complémentaires sont communiquées à la Commission dès qu'elles deviennent disponibles.

5. La notification à la Commission peut être effectuée par lettre, courrier électronique, télécopie ou téléphone. Lorsque la notification se fait par téléphone, une confirmation doit être donnée par écrit sur demande de la Commission.

6. Lorsque la notification porte sur des opérations relatives à un instrument financier admis à la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés étrangers ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché, la Commission transmet immédiatement l'information notifiée aux autorités compétentes des marchés réglementés concernés.

7. Sauf disposition légale contraire, il est interdit aux personnes qui procèdent à une notification à la Commission d'en informer les tiers, y compris les personnes pour le compte desquelles les opérations ont été effectuées ou les parties liées à ces personnes. Le respect de cette obligation n'expose la personne ayant effectué la notification à aucune responsabilité d'aucune sorte pour autant que la personne qui notifie agisse de bonne foi.

8. La Commission s'abstient d'informer quiconque de l'identité des personnes qui ont notifié ces opérations si en le faisant, elle nuit ou risque de nuire à ces personnes. Cette disposition est sans préjudice des exigences des régimes de contrôle d'application et de sanctions définies dans la présente loi et la loi du 2 août 2002 relative à la protection de la personne à l'égard du traitement des données à caractère personnel.

9. La notification à la Commission ne constitue pas une violation du secret professionnel, ni une violation d'une quelconque restriction à la divulgation d'informations requise en vertu d'un contrat ou d'une disposition législative, réglementaire ou administrative et n'entraîne, pour la personne l'ayant effectuée, aucune responsabilité d'aucune sorte relative à cette notification.

#### *Section 2: Obligations incombant aux émetteurs d'instruments financiers*

**Art. 13.**– Les articles 14, 15 et 16 s'appliquent aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou dont les instruments financiers font l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché, que ces émetteurs aient leur siège statutaire au Luxembourg ou à l'étranger.

Les articles 14, 15 et 16 ne s'appliquent pas aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg.

**Art. 14.–** 1. Les émetteurs rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement.

Les émetteurs sont réputés avoir agi conformément à l'alinéa précédent si, lorsqu'un ensemble de circonstances s'est créé ou qu'un événement s'est produit, bien que non encore formalisé, ils en ont informé rapidement le public.

2. Les émetteurs rendent les informations privilégiées publiques, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise, en utilisant des canaux de distribution dont on peut raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations privilégiées auprès du public.

Le mode et les modalités de publication peuvent être fixés par voie d'un règlement grand-ducal.

3. Les émetteurs veillent, avec une attention raisonnable, à synchroniser le mieux possible la divulgation d'informations privilégiées entre toutes les catégories d'investisseurs, tant au Luxembourg que dans les autres Etats membres et pays tiers où ils ont demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé.

4. Sans préjudice des dispositions du paragraphe 2, les émetteurs affichent, pendant une période de trois mois, sur leur site Internet, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise, toute information privilégiée qu'ils sont tenus de rendre publique.

5. Les émetteurs ne combinent pas, d'une manière susceptible d'induire en erreur, la fourniture d'informations privilégiées au public et la commercialisation de leurs activités.

6. Tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué au public rapidement après qu'il s'est produit, par le même canal de distribution que celui qui a été utilisé pour rendre publiques les informations initiales.

**Art. 15.–** 1. Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve:

- que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et
- que l'émetteur ait mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité de ladite information.

2. Aux fins de l'application du paragraphe 1, l'émetteur est réputé avoir mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité d'une information privilégiée, lorsqu'il contrôle l'accès à cette information et, en particulier, lorsqu'il:

- a mis en place des dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur;
- a pris les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information reconnaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information;
- a mis en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de ladite information privilégiée dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité, sans préjudice du second alinéa de l'article 16, paragraphe 1.

**Art. 16.–** 1. Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, au sens du premier tiret de l'article 9, il doit rendre cette information intégralement et effectivement publique, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle.

Les dispositions de l'alinéa précédent ne s'appliquent pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle.

2. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, établissent une liste des personnes travaillant pour eux, que ce soit dans le cadre d'un contrat de travail ou non, et ayant accès, de manière régulière ou occasionnelle, à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur.

3. La liste d'initiés doit mentionner:

- l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées,
- le motif pour lequel elle est inscrite sur la liste et
- les dates de création et d'actualisation de la liste.

4. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de celui-là, actualisent rapidement la liste d'initiés:

- en cas de changement du motif pour lequel une personne a été inscrite sur la liste,
- lorsqu'une nouvelle personne doit être ajoutée à la liste,
- en mentionnant si et quand une personne inscrite sur la liste cesse d'avoir accès à des informations privilégiées.

5. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent en leur nom ou pour leur compte, conservent la liste d'initiés pendant au moins cinq ans après sa création ou son actualisation.

6. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, prennent les mesures nécessaires pour que toute personne figurant sur la liste d'initiés ayant accès à des informations privilégiées soit dûment sensibilisée aux obligations légales et réglementaires qui lui incombent et soit informée des sanctions pénales, administratives ou disciplinaires prévues en cas d'utilisation illicite ou de circulation indue de ces informations.

7. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, communiquent la liste d'initiés, sur demande, à la Commission.

**Art. 17.–** 1. Les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur ayant son siège statutaire au Luxembourg et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, déclarent à la Commission et à l'émetteur toutes les opérations effectuées pour leur compte propre et portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation d'un marché réglementé, ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions. La déclaration est à faire dans les cinq jours ouvrables suivant la conclusion de chaque opération individuelle.

2. Les émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers déclarent à la Commission, dès qu'ils en ont pris connaissance, toutes les opérations que les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes en leur sein et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, ont effectuées pour compte propre et portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation d'un marché réglementé, ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions sous réserve que la Commission soit l'autorité auprès de laquelle ces émetteurs sont tenus de déposer les informations annuelles relatives à leurs actions en vertu de l'article 10 de la directive 2003/71/CE.

3. La déclaration doit contenir les informations suivantes:

- le nom de l'émetteur concerné,
- le nom de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein de l'émetteur ou, le cas échéant, le nom de la personne ayant un lien étroit avec celle-ci,
- le motif de l'obligation de notification,
- la description de l'instrument financier,
- la nature de l'opération (acquisition ou cession),

- la date et le lieu de l’opération,
- le prix par titre et le montant total de l’opération.

4. Les émetteurs veillent à ce que l’information visée aux paragraphes 1 et 2 soit accessible au public aisément et dès que possible, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise.

*Section 3: Obligations incombant aux personnes qui produisent  
ou diffusent des recommandations d’investissement*

Sous-section 1: Principe général

**Art. 18.**– Les personnes qui produisent ou diffusent au Luxembourg des recommandations d’investissement dans l’exercice de leur profession ou la conduite de leur activité veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l’information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l’existence de conflits d’intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Les personnes qui produisent ou diffusent au Luxembourg des recommandations d’investissement dans l’exercice de leur profession ou la conduite de leur activité sont désignées par „personnes concernées“ aux fins de l’application de la présente section.

Sous-section 2: Obligations incombant aux personnes qui produisent  
des recommandations d’investissement

**Art. 19.**– 1. Toute recommandation d’investissement doit mentionner clairement et de façon apparente l’identité de la personne responsable de sa production, et en particulier le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation ainsi que le nom de la personne morale responsable de sa production.

2. Lorsque la personne concernée est une entreprise d’investissement ou un établissement de crédit, elle doit indiquer dans la recommandation d’investissement l’identité de son autorité de surveillance prudentielle. Lorsque la personne concernée est une entreprise d’investissement ou un établissement de crédit établi au Luxembourg, elle doit indiquer dans la recommandation d’investissement en outre que le fait qu’elle soit soumise à la surveillance de la Commission ou, dans le cas d’une succursale d’un établissement d’origine communautaire, à la surveillance d’une autorité prudentielle étrangère n’implique en aucune manière que la Commission ou l’autorité prudentielle étrangère exerce un contrôle sur le contenu de la recommandation d’investissement.

Lorsque la personne concernée n’est ni une entreprise d’investissement ni un établissement de crédit, mais qu’elle est soumise à des normes d’autorégulation ou à un code de conduite, elle doit inclure dans la recommandation une référence à ces normes ou à ce code.

3. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d’investissement non écrites, elle est dispensée du respect des obligations définies aux paragraphes 1 et 2 sous réserve qu’elle fasse une référence sur son site Internet à l’endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

4. Les paragraphes 1 et 2 ne s’appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 2.

La Commission consulte l’autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d’une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 20.**– 1. Les personnes concernées veillent, avec une attention raisonnable, à ce que:

- les faits soient clairement distingués d’interprétations, estimations, opinions et autres types d’informations non factuelles;
- toutes leurs sources soient fiables ou, lorsque ce n’est pas le cas, à le signaler clairement;

– l'ensemble des projections, des prévisions et des objectifs de cours soit clairement indiqué comme tel et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées.

2. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, elle est dispensée du respect de l'exigence énoncée au dernier tiret du paragraphe 1 sous réserve qu'elle fasse une référence sur son site Internet à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

3. Les personnes concernées doivent veiller, avec une attention raisonnable, à pouvoir démontrer, sur demande de la Commission, le caractère raisonnable de toute recommandation d'investissement.

4. Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 3.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 21.–** 1. Outre les obligations énoncées à l'article 20, lorsque la personne concernée est un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée, toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, cette personne doit veiller, avec une attention raisonnable, à ce que:

- a) les sources matérielles soient indiquées de manière appropriée, y compris l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation d'investissement a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion;
- b) la base ou la méthode utilisée pour évaluer un instrument financier ou l'émetteur d'un instrument financier, ou pour fixer l'objectif de cours d'un instrument financier, soit résumée d'une manière appropriée;
- c) la signification de la recommandation d'investissement émise, le cas échéant l'horizon temporel de l'investissement auquel se rapporte la recommandation d'investissement, soit expliquée d'une manière adéquate et que tout avertissement approprié sur les risques (y compris une analyse de sensibilité des hypothèses significatives) soit indiqué;
- d) il soit fait référence le cas échéant à la fréquence prévue des mises à jour de la recommandation d'investissement ainsi qu'à toute modification importante de la politique de couverture précédemment annoncée;
- e) la date à laquelle la recommandation d'investissement a été diffusée pour la première fois aux fins de distribution soit indiquée clairement et de façon bien apparente, ainsi que la date et l'heure du cours indiqué pour tout instrument financier;
- f) lorsqu'une recommandation d'investissement diffère d'une recommandation d'investissement concernant le même instrument financier ou le même émetteur émise au cours des douze mois précédents, ce changement et la date de cette recommandation d'investissement antérieure soient indiqués clairement et d'une façon apparente.

2. Lorsque les exigences énoncées aux points a), b) ou c) du paragraphe 1 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les informations requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, à condition que la base ou la méthode d'évaluation utilisée n'ait pas été modifiée.

3. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, elle est dispensée du respect des exigences énoncées aux points b), d) et e) du paragraphe 1 et de la présentation d'une analyse de sensibilité des hypothèses significatives visée au point c) du paragraphe 1 sous réserve qu'elle fasse une référence sur son site Internet à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

**Art. 22.–** 1. Les personnes concernées mentionnent toutes les relations et circonstances dont elles doivent raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation d'investissement, en particulier lorsque les personnes concernées ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation d'investissement ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation d'investissement.

Lorsque la personne concernée est une personne morale, toute personne physique ou morale travaillant pour son compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui a participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement, est soumise vis-à-vis de la personne concernée *mutatis mutandis* à l'obligation de transparence de l'alinéa précédent. La personne concernée doit mentionner également l'information ainsi reçue en vertu de l'alinéa précédent.

2. Lorsque la personne concernée est une personne morale, les informations à fournir, conformément au paragraphe 1, incluent:

- les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont accessibles ou peuvent raisonnablement être considérés comme accessibles aux personnes participant à l'élaboration de la recommandation d'investissement;
- les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont connus de personnes n'ayant pas participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement mais ayant accès ou pouvant raisonnablement être considérées comme ayant accès à la recommandation d'investissement avant sa diffusion aux clients ou au public.

3. La recommandation d'investissement elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 et 2. Lorsque ces exigences risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public.

4. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, il lui suffit de mentionner l'existence d'intérêts ou conflits d'intérêts éventuels à condition de fournir sur son site Internet les informations visées aux paragraphes 1 et 2.

5. Les paragraphes 1 à 3 ne s'appliquent pas aux journalistes qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 à 3.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 23.–** 1. Outre les obligations énoncées à l'article 22, toute recommandation d'investissement produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, mentionne clairement et d'une façon visible les informations suivantes sur leurs intérêts et conflits d'intérêts:

- a) les participations importantes existant entre la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part. Ces participations importantes incluent les cas suivants:
  - lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5% du capital émis de l'émetteur,
  - lorsque l'émetteur détient plus de 5% du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée;
- b) les autres intérêts financiers significatifs de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée en rapport avec l'émetteur;
- c) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur;

- d) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique;
- e) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la divulgation d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période;
- f) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation d'investissement.

2. Les modalités administratives et organisationnelles effectives arrêtées au sein de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit, y compris les barrières à l'information, sont à mentionner, en termes généraux, afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement.

3. Pour les personnes physiques ou morales travaillant pour une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui participent à l'élaboration de la recommandation d'investissement, l'obligation visée à l'article 22, par. 1, deuxième alinéa, inclut en particulier la mention que leur rémunération est liée, le cas échéant, aux opérations de banque d'affaires effectuées par l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit ou toute personne morale qui leur est liée.

En outre, lorsque ces personnes physiques reçoivent ou achètent des actions des émetteurs avant l'offre publique de ces actions, le prix et la date d'acquisition de ces actions doivent être mentionnés.

4. Les entreprises d'investissement et les établissements de crédit mentionnent trimestriellement sur leur site Internet la part que représentent les recommandations d'„acheter“, de „conserver“, de „vendre“ ou de termes équivalents dans l'ensemble de leurs recommandations d'investissement, ainsi que la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories auxquels l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit a fourni des services de banque d'affaires importants au cours des douze derniers mois.

5. La recommandation d'investissement elle-même doit contenir les mentions visées aux paragraphes 1 à 4. Lorsque les obligations énoncées aux paragraphes 1 à 4 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public.

6. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, il lui suffit de mentionner l'existence d'intérêts ou conflits d'intérêts éventuels à condition de fournir sur son site Internet les informations visées au paragraphe 1.

#### Sous-section 3: Obligations incombant aux personnes qui diffusent des recommandations d'investissement produites par des tiers

**Art. 24.**– Lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation d'investissement produite par un tiers, l'identité de la personne qui a produit la recommandation d'investissement est indiquée clairement et d'une façon apparente dans ladite recommandation d'investissement.

**Art. 25.**– 1. Lorsqu'une information diffusée modifie substantiellement une recommandation d'investissement produite par un tiers, cette information indique clairement et dans le détail la modification substantielle opérée. Lorsque la modification substantielle consiste à changer le sens directionnel de la recommandation d'investissement, les obligations énoncées aux articles 19 à 22 concernant le producteur de la recommandation d'investissement doivent être remplies par la personne qui la diffuse, dans la mesure de la modification substantielle effectuée.

2. En outre, les personnes morales concernées qui diffusent, elles-mêmes ou par l'intermédiaire de personnes physiques, une recommandation d'investissement substantiellement modifiée doivent disposer d'une politique écrite formelle, de façon à pouvoir donner aux destinataires de l'information la possibilité d'identifier la personne qui a produit la recommandation d'investissement et de localiser l'endroit où sont publiées la recommandation d'investissement elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts de ladite personne, pour autant que ces éléments sont publics.

3. Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux informations de presse concernant des recommandations d'investissement produites par des tiers lorsque la substance de ces recommandations d'investissement n'est pas modifiée.

4. Dans le cas de la diffusion d'un résumé d'une recommandation d'investissement produite par un tiers, les personnes concernées diffusant ce résumé veillent à ce que ce dernier soit clair, ne soit pas trompeur, mentionne le document source et indique dans le résumé même à quel endroit le public peut accéder directement et aisément aux mentions concernant ce document source, pour autant que celles-ci sont publiques.

**Art. 26.**– Outre les obligations énoncées aux articles 24 et 25, lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement, un établissement de crédit ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non et qu'elle diffuse des recommandations d'investissement produites par un tiers:

- elle doit indiquer clairement et d'une façon apparente le nom de l'autorité compétente en charge de la surveillance prudentielle de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit;
- la personne qui diffuse la recommandation d'investissement doit respecter les obligations imposées aux producteurs à l'article 23 si le producteur de cette recommandation d'investissement ne l'a pas déjà diffusée par un canal de distribution;
- l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit doit respecter les obligations imposées aux producteurs aux articles 19 à 23 s'il a modifié substantiellement la recommandation d'investissement.

*Section 4: Obligations incombant aux marchés réglementés  
ainsi qu'aux établissements de crédit, entreprises d'investissement  
et opérateurs de marché exploitant un MTF*

**Art. 27.**– 1. Les marchés réglementés établis au Luxembourg ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg sont tenus d'adopter des dispositions structurelles visant à empêcher et à déceler les pratiques de manipulations de marché.

2. Les marchés réglementés établis au Luxembourg ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg surveillent les transactions effectuées par leurs membres, leurs participants ou leurs utilisateurs dans le cadre de leurs systèmes en vue de détecter tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché.

3. Les marchés réglementés établis au Luxembourg, ou le cas échéant les opérateurs de ces marchés, ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg signalent à la Commission tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché. Ils transmettent sans délai les informations pertinentes à la Commission pour instruire et poursuivre les abus de marché et prêtent à la Commission toute l'aide nécessaire pour instruire et poursuivre les abus de marché commis sur ou via leurs systèmes.

**Chapitre IV: Autorités compétentes**

**Art. 28.**– La Commission est l'autorité administrative compétente pour veiller à l'application des dispositions de la présente loi, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires.

**Art. 29.**– 1. La Commission est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions.

Les pouvoirs de la Commission incluent notamment le droit:

- d’avoir accès à tout document sous quelque forme que ce soit et d’en recevoir copie;
- de demander des informations à toutes les personnes, y compris celles qui interviennent successivement dans la transmission des ordres ou dans l’exécution des opérations en cause ainsi qu’aux mandants de celles-ci, et, si nécessaire, de convoquer une personne et de l’entendre;
- de procéder à des inspections sur place auprès des personnes soumises à sa surveillance prudentielle;
- d’exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existants;
- d’enjoindre de cesser toute pratique contraire à la présente loi;
- de suspendre la négociation des instruments financiers concernés;
- de requérir le gel et/ou la mise sous séquestre d’actifs auprès du Président du tribunal statuant sur requête;
- de prononcer l’interdiction temporaire d’activité professionnelle à l’encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.

2. En outre, en vue d’assurer le respect des articles 14 à 18 et 27, la Commission peut prendre toute mesure nécessaire en vue d’assurer la bonne information du public.

3. Le présent article s’applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel.

**Art. 30.–** 1. La Commission collabore avec les autorités compétentes étrangères lorsque cela est nécessaire à l’accomplissement de leur mission respective, en faisant usage des pouvoirs qui lui sont conférés par la loi. La Commission prête son concours aux autorités compétentes étrangères notamment en échangeant des informations et en coopérant dans le cadre d’enquêtes.

2. La Commission communique immédiatement, sur demande, toute information requise aux fins visées au paragraphe 1. Lorsque la Commission reçoit une demande d’information, elle prend le cas échéant immédiatement les mesures nécessaires pour recueillir l’information demandée. Si la Commission n’est pas en mesure de fournir immédiatement l’information demandée, elle doit en notifier les raisons à l’autorité compétente qui a présenté la demande.

La communication d’informations par la Commission est soumise aux conditions suivantes:

- les informations communiquées doivent être nécessaires à l’accomplissement de la mission de l’autorité compétente qui les reçoit,
- les informations communiquées tombent sous le secret professionnel de l’autorité compétente qui les reçoit; lorsqu’il s’agit de l’autorité compétente d’un pays tiers, le secret professionnel de cette autorité doit offrir des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise,
- l’autorité compétente qui reçoit des informations de la part de la Commission ne peut les utiliser qu’aux fins pour lesquelles elles lui ont été communiquées et doit être en mesure d’assurer qu’aucun autre usage n’en sera fait.

La Commission peut refuser de donner suite à une demande d’informations lorsque:

- la communication de l’information concernée est susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l’ordre public de l’Etat luxembourgeois,
- une procédure judiciaire est déjà engagée pour les mêmes faits et à l’encontre des mêmes personnes devant les tribunaux luxembourgeois,
- ces personnes ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits au Luxembourg, ou
- lorsque la demande émane de l’autorité compétente d’un pays tiers et que cette autorité n’accorde pas le même droit d’information à la Commission.

Dans les cas visés aux deuxième et troisième tirets de l’alinéa précédent, la Commission le notifie à l’autorité compétente qui a présenté la demande en lui fournissant des informations aussi circonstanciées que possible sur la procédure ou le jugement en question.

3. Sans préjudice des obligations lui incombant dans le cadre de procédures judiciaires à caractère pénal, la Commission peut uniquement utiliser les informations reçues au titre du paragraphe 1 pour

l'exercice de ses fonctions telles que définies dans la présente loi et dans le cadre de procédures administratives ou judiciaires spécifiquement liées à cet exercice. Toutefois, si l'autorité compétente communiquant l'information y consent, la Commission peut utiliser l'information reçue à d'autres fins ou la transmettre à une autorité compétente étrangère.

4. Lorsque la Commission a la conviction que des actes enfreignant les dispositions de la présente loi sont ou ont été accomplis à l'étranger, ou que des actes accomplis au Luxembourg portent atteinte à des instruments financiers négociés sur un marché réglementé étranger, elle en informe l'autorité compétente concernée d'une manière aussi détaillée que possible.

5. Lorsque la Commission est informée par une autorité compétente étrangère que des actes enfreignant les lois étrangères en matière d'abus de marché sont ou ont été accomplis au Luxembourg, ou que des actes accomplis à l'étranger portent atteinte à des instruments financiers négociés sur un marché réglementé agréé au Luxembourg, la Commission prend les mesures appropriées. Elle communique à l'autorité compétente qui l'a informée les résultats de son intervention et, dans la mesure du possible, l'informe des principaux développements provisoires de son action.

La Commission se consulte avec les autorités compétentes étrangères sur le suivi qu'il est proposé de donner à son action.

6. La Commission peut demander à une autorité compétente étrangère de mener une enquête sur son territoire. Elle peut demander à l'autorité étrangère concernée de pouvoir participer directement par l'intermédiaire de ses agents à l'enquête.

7. Lorsque la Commission reçoit une demande de la part d'une autorité compétente étrangère de mener une enquête au Luxembourg, elle donne une suite favorable à cette demande sous réserve des dispositions de l'alinéa suivant. Elle peut autoriser, sur demande, certains agents de l'autorité requérante à l'accompagner lors de l'enquête. Cependant, l'enquête est intégralement placée sous le contrôle de la Commission.

La Commission peut refuser de procéder à une enquête au titre d'une demande présentée conformément au premier alinéa ou peut ne pas autoriser les agents de l'autorité compétente requérante à l'accompagner, lorsque:

- cette enquête est susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'Etat luxembourgeois,
- une procédure judiciaire est déjà engagée au Luxembourg pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes,
- ces personnes ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits au Luxembourg, ou
- lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que cette autorité n'accorde pas le même droit à la Commission.

Dans les cas visés aux deuxième et troisième tirets, la Commission le notifie à l'autorité compétente qui a présenté la demande en lui fournissant des informations aussi circonstanciées que possible sur la procédure ou le jugement concernés.

8. Lorsqu'une demande d'informations que la Commission a adressée à l'autorité compétente d'un autre Etat membre ne reçoit pas de suite dans des délais raisonnables ou est rejetée, la Commission peut porter cette carence à l'attention du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières en vue de parvenir à une solution rapide et efficace. La Commission peut également faire usage de cette possibilité, lorsqu'une demande qu'elle a adressée à l'autorité compétente d'un autre Etat membre et dont l'objet est d'ouvrir une enquête sur le territoire de cet autre Etat membre ou de permettre aux agents de la Commission d'accompagner ceux de l'autorité compétente de cet autre Etat membre ne reçoit pas de suite dans des délais raisonnables ou est rejetée.

**Art. 31.**– 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), second alinéa et de l'article 1er, point 2), lettre a), la Commission, sans préjudice de sa collaboration avec d'autres autorités compétentes, prend en compte les critères suivants dans son évaluation de l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière:

- le degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché;

- le besoin de sauvegarder le libre jeu des forces du marché et l'interaction adéquate entre offre et demande;
- l'intensité de l'impact de la pratique de marché concernée sur la liquidité et l'efficacité du marché;
- la mesure dans laquelle la pratique concernée prend en compte les mécanismes de négociation du marché en question et permet aux participants à ce marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée;
- le risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés qui s'y rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocie le même instrument financier, qu'ils soient ou non réglementés;
- les conclusions de toute enquête sur la pratique de marché concernée réalisée par la Commission ou toute autre autorité compétente, en particulier lorsque la pratique concernée a enfreint des règles ou dispositions destinées à prévenir les abus de marché ou des codes de conduite, que ce soit sur le marché en question ou sur des marchés directement ou indirectement liés;
- les caractéristiques structurelles du marché en question, en particulier son caractère réglementé ou non, les types d'instruments financiers négociés et les types de participants à ce marché, notamment l'importance relative de la participation des investisseurs de détail.

Lorsque la Commission apprécie le besoin de sauvegarde visé au second tiret, elle s'efforce en particulier d'analyser l'impact de la pratique de marché concernée sur la base des principaux paramètres du marché, notamment les conditions de marché particulières qui prévalaient avant la mise en œuvre de la pratique de marché concernée, le cours moyen pondéré d'une session unique ou le cours de clôture quotidien.

2. La Commission ne considère pas les pratiques de marché, en particulier lorsqu'elles sont nouvelles ou émergentes, comme inacceptables du simple fait qu'elles n'ont pas encore été formellement reconnues sur le marché concerné.

3. La Commission procède régulièrement au réexamen des pratiques de marché qu'elle a acceptées, en particulier pour prendre en compte les évolutions significatives dans l'environnement du marché concerné, telles que des modifications des règles de négociation ou de l'infrastructure de marché.

4. La Commission observe la procédure prévue aux paragraphes 5 et 6 pour évaluer ou réévaluer l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière.

5. La Commission consulte les autorités compétentes d'autres Etats membres dans lesquels il existe des marchés comparables, que ce soit du fait de leurs structures, des volumes traités ou des types d'opérations effectués.

6. La Commission rend publique sa décision sur l'acceptation de la pratique de marché concernée en l'accompagnant d'une description appropriée de celle-ci. Lorsque la décision concerne un marché situé ou opérant dans l'Union européenne, la Commission communique le plus rapidement possible sa décision au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières à des fins de publication.

L'information publiée précise quels ont été les facteurs pris en compte pour déterminer l'acceptabilité de la pratique concernée, en particulier dans les cas où les conclusions concernant cette acceptabilité diffèrent selon les marchés des Etats membres.

7. Lorsque des enquêtes portant sur des cas déterminés ont déjà commencé, la procédure de consultation prévue aux paragraphes 4 à 6 peut être reportée en attendant la conclusion de ces enquêtes.

8. Une pratique de marché qui a été acceptée à l'issue de la procédure de consultation prévue aux paragraphes 4 à 6 ne peut être modifiée sans que soit utilisée une procédure de consultation identique.

## **Chapitre V: *Sanctions***

**Art. 32.**– 1. Sont punies d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 125 à 1.500.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques mentionnées à l'article 8 qui violent sciemment les interdictions prévues par ce même article.

L'amende visée à l'alinéa précédent peut être portée jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans qu'elle ne puisse être inférieure à ce même profit.

2. Sont punies d'un emprisonnement de huit jours à un an et d'une amende de 125 à 150.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques ayant reçu des informations privilégiées en contravention aux articles 9 ou 10, qui violent sciemment les interdictions visées à l'article 8.

L'amende visée à l'alinéa précédent peut être portée jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans qu'elle ne puisse être inférieure à ce même profit.

3. Sont punies d'un emprisonnement de huit jours à un an et d'une amende de 125 à 25.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques visées à l'article 9 qui contreviennent sciemment aux dispositions de l'article 9.

4. Sont punies d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 125 à 1.500.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques qui se rendent sciemment coupables de l'infraction visée à l'article 11.

5. La tentative de commettre les délits prévus à l'article 32, paragraphes 1 et 2 est punie des mêmes peines.

**Art. 33.**– 1. Lorsque la Commission constate une infraction aux dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut, sans préjudice des autres mesures prévues par la présente loi, infliger à l'égard de la personne à laquelle l'infraction est imputable une amende administrative de 125 à 1.500.000 euros.

2. Lorsque l'infraction a procuré un avantage patrimonial au contrevenant, le montant de la sanction peut être porté jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans pouvoir être inférieur à ce même profit.

3. La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou lui auront sciemment donné des informations inexactes ou incomplètes.

4. Lorsque les agissements incriminés sont constitutifs de délits sanctionnés par la présente loi, le montant global des sanctions éventuellement prononcées, en cas de double procédure administrative et pénale, ne pourra excéder le montant le plus élevé d'une des sanctions comminées.

5. Lorsque la Commission aura prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce.

6. La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.

7. Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.

## **Chapitre VI: *Recours administratifs***

**Art. 34.–** 1. Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises en application de la présente loi. Le délai de recours est de trois mois à compter de la notification de la décision.

Le jugement du Tribunal administratif est susceptible d'être entrepris par un appel à interjeter devant la Cour administrative endéans un délai de quarante jours prenant cours à compter de la notification du jugement par le greffe de la juridiction de première instance.

Les délais susmentionnés sont prévus sous peine de forclusion mais sans préjudice des dispositions de la loi du 22 décembre 1986 relative au relevé de déchéance. Lesdits délais ne sont pas susceptibles d'augmentation en raison du domicile de la personne physique ou morale soumise à contrôle.

2. Les recours devant les juridictions administratives n'ont pas d'effet suspensif.

Une demande de surséance à exécution peut être présentée par requête distincte devant le Président du Tribunal Administratif ou le magistrat qui le remplace.

Le sursis à exécution ne peut être ordonné qu'à la double condition que, d'une part, l'exécution de la décision attaquée risque de causer au requérant un préjudice grave et définitif et que, d'autre part, les moyens invoqués à l'appui du recours dirigé contre la décision paraissent sérieux. Le sursis est rejeté si l'affaire est en état d'être plaidée et décidée à brève échéance.

La procédure devant le Président du Tribunal Administratif est orale. L'affaire est plaidée à l'audience à laquelle les parties ont été convoquées. Sur demande justifiée, il peut accorder des remises.

L'ordonnance est exécutoire dès sa notification. Elle n'est susceptible d'aucune voie de recours. Elle cesse ses effets lorsque le Tribunal a tranché le principal ou une partie du principal. Le Juge qui a connu de la demande d'effet suspensif du recours ne peut plus siéger au fond.

Le Président du Tribunal Administratif ou le juge qui le remplace peut au provisoire ordonner toutes mesures afin de sauvegarder les intérêts des parties ou des personnes qui ont intérêt à la solution de l'affaire, à l'exclusion des mesures ayant pour objet des droits civils. Une telle demande est instruite et jugée selon la procédure prévue pour la demande de surséance.

## **Chapitre VII: *Dispositions abrogatoire et finale***

**Art. 35.–** La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés, qui reste cependant applicable aux faits antérieurs à l'entrée en vigueur de la présente loi, sauf que les dispositions de la présente loi sont applicables dans la mesure où elles sont moins sévères.

**Art. 36.–** La référence à la présente loi pourra se faire sous forme abrégée en utilisant les termes de „loi relative aux abus de marché“.

\*

## COMMENTAIRE DES ARTICLES

### Chapitre I: Définitions et champ d'application

#### Article 1er

Est repris au *point 1)* la définition de l'„information privilégiée“ telle qu'elle figure dans la directive 2003/6/CE. Aux termes de cette définition qui s'inspire d'ailleurs étroitement de celle figurant dans la directive de 1989, l'information privilégiée est caractérisée par quatre éléments constitutifs: tout d'abord, l'information doit être précise. Les bruits et les simples rumeurs ne répondent pas à ce critère. Si l'information doit être précise, il n'est cependant pas nécessaire qu'elle soit certaine. Ensuite, l'information doit être confidentielle, c.-à-d. inconnue du public. Elle est confidentielle tant qu'elle n'est pas accessible au public. Des informations sont accessibles au public lorsqu'elles sont publiées, c.-à-d. diffusées par les canaux usuels de distribution d'informations financières, lorsque des tiers en ont pris connaissance ou lorsqu'elles peuvent être déduites d'informations disponibles sur le marché. Ainsi, l'information détenue par un cercle restreint de personnes, par exemple les administrateurs d'une société, constitue une information confidentielle, car elle n'est pas accessible au public. La publication d'informations dans la presse écrite spécialisée ne suffit pas à faire perdre à une information son caractère confidentiel tant que la publication est à tirage limité et d'audience restreinte. Par contre, les informations diffusées contre paiement, par exemple par des agences telles que Bloomberg ou Reuters, sont des informations accessibles au public. En outre, l'information doit porter, directement ou indirectement, sur un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers. Sont donc visées des informations concernant la situation ou les perspectives des émetteurs d'instruments financiers, qu'il s'agisse d'informations internes telles qu'une augmentation de capital ou la réalisation de pertes importantes ou soudaines ou encore la réalisation d'un bénéfice important devant conduire à une augmentation des dividendes distribués, l'état du patrimoine ou la structure organisationnelle ou qu'il s'agisse d'informations externes telles que l'issue imminente des négociations portant sur la prise de contrôle d'une société ou le rapprochement de deux sociétés ou encore le désengagement d'actionnaires de référence d'une société ou la non-réalisation d'accords commerciaux. Sont également visées les informations concernant les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou encore les informations qui sont de nature à influencer le marché en tant que tel (par exemple la décision d'une banque centrale nationale de relever les taux d'intérêt). Finalement, l'information doit être susceptible d'influencer de façon sensible le cours du ou des instruments financiers. L'influence sur le cours du ou des instruments financiers doit donc être notable, voire importante. Les participants au marché et la Commission 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.

Les quatre éléments constitutifs doivent être réunis simultanément. Il en découle qu'une information précise, non rendue publique, concernant un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou un ou plusieurs instruments financiers, qui n'est pas susceptible d'influencer de manière sensible le cours de cet ou de ces instruments financiers ne constitue pas une information privilégiée au sens de la loi. Sinon, les dirigeants ou même la plupart des salariés d'une société ne pourraient en effet jamais faire des opérations sur les instruments financiers de leur société, car ils disposent en permanence d'informations qui n'ont pas été rendues publiques. Dans le même ordre d'idées, les rumeurs, si elles sont susceptibles d'influencer de façon sensible le cours d'un instrument financier, ne constituent pas pour autant des informations privilégiées eu égard à leur caractère imprécis.

Le second alinéa du point 1) adapte la définition d'information privilégiée au cas particulier des instruments dérivés sur produits de base. Alors que les conditions du caractère précis et confidentiel de l'information ont été retenues, les deux dernières conditions ont été modifiées. En effet, l'information doit concerner un ou plusieurs de ces instruments dérivés et il doit s'agir d'une information que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s'attendraient à recevoir conformément aux pratiques de ces marchés. L'article 2, paragraphe 3 de la loi a pour objet de préciser les modalités d'application pratique de cette dernière condition.

Le dernier alinéa du point 1) vise plus particulièrement le cas des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier exécutant les ordres de la clientèle portant sur un ou plusieurs instruments financiers.

Le *point 2)* reprend la définition de „manipulation de marché“ figurant au point 2) de l’article 1er de la directive 2003/6/CE. La définition est fondée sur le comportement de ses auteurs, et non sur leur intention ou sur leur objectif. Deux types de comportement sont énumérés, qui peuvent être considérés comme constitutifs de manipulation: le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres et le fait de propager des informations, qui trompent ou visent à tromper les intervenants sur le marché. Cette définition fournit aux intervenants sur les marchés des orientations générales sur le comportement responsable à adopter.

La directive 2003/6/CE donne une liste non exhaustive de comportements considérés comme constituant des manipulations de marché. Cette liste qui, compte tenu de sa nature exemplative, n’a pas été reprise à l’article 1er, point 2 de la loi a la teneur suivante:

- le fait pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée de s’assurer une position dominante sur l’offre ou la demande d’un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d’achat ou des prix de vente ou la création d’autres conditions de transaction inéquitable;
- le fait d’acheter ou de vendre des instruments financiers au moment de la clôture du marché, avec pour effet d’induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours de clôture;
- le fait de tirer parti d’un accès occasionnel ou régulier aux médias en émettant un avis sur un instrument financier (ou indirectement, sur l’émetteur de celui-ci) après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de profiter par la suite de l’impact dudit avis sur le cours de cet instrument sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d’intérêts.

La directive 2003/124/CE donne une liste supplémentaire de signaux à prendre en compte par les autorités publiques et les participants au marché quand ils examinent des comportements potentiellement constitutifs de manipulation de marché. Cette liste est reprise à l’article 3 de la loi. Les comportements figurant sur ladite liste ne constituent pas en eux-mêmes une manipulation de marché. D’ailleurs, les autorités publiques et les participants, lorsqu’ils examinent si un comportement est susceptible de constituer une manipulation de marché, doivent tenir compte de la structure du marché sur lequel l’opération est effectuée ou l’ordre est passé, ainsi que de la liquidité de ce marché. En effet, une pratique de marché courante et admise sur un marché liquide peut devenir manipulatrice sur un marché peu liquide.

Le *point 3)* transpose la définition d’„instruments financiers“ figurant à l’article 1er de la directive 2003/6/CE. Cette définition est fondée sur celle de la directive 93/22/CEE sur les services d’investissement en y ajoutant expressément les instruments dérivés sur produits de base. Entre-temps, le Parlement européen et le Conseil ont adopté la directive 2004/39/CE sur les marchés d’instruments financiers qui abroge la directive 93/22/CEE. La directive 2004/39/CE comporte une définition plus vaste de la notion d’instruments financiers que la directive 93/22/CEE et partant la directive 2003/6/CE. Il est néanmoins proposé de s’en tenir, dans le projet de loi, au texte de la directive 93/6/CE pour les raisons suivantes:

Tout d’abord, la directive 2003/6/CE vise à mettre en place dans l’Union européenne un cadre harmonisé pour la prévention, la détection, l’instruction et la sanction des abus de marché. Cet objectif est respecté le mieux lorsque les Etats membres s’en tiennent lors de la transposition dans leur droit interne, aux concepts définis dans la directive. Ensuite, le dernier tiret de la définition comporte une disposition du type „catch all“ qui garantit que tout instrument, même s’il n’est pas expressément énuméré sur la liste figurant au point 3), est néanmoins couvert par la définition à condition qu’il soit admis ou fasse l’objet d’une demande d’admission à la négociation sur un marché réglementé. De facto, tous les instruments couverts par la définition plus large d’instruments financiers de la directive 2004/39/CE sont inclus dans la définition figurant au point 3) pour autant qu’ils remplissent la condition de l’admission à la négociation sur un marché réglementé ou de la présentation d’une demande d’admission à la négociation sur un tel marché.

Le *point 4)* reprend la définition de l’article 4, paragraphe (1), point 18) de la directive 2004/39/CE sur les marchés d’instruments financiers. Y est définie la notion de „valeurs mobilières“ utilisée dans la définition d’„instruments financiers“.

Le *point 5)* reprend la définition d’„instruments du marché monétaire“ telle qu’elle figure à l’article 4, paragraphe (1), point 19) de la directive 2004/39/CE sur les marchés d’instruments financiers. La notion d’„instruments du marché monétaire“ est utilisée dans la définition d’„instruments financiers“.

Est reprise au *point 6)* la définition de „marché réglementé“ figurant à l'article 1er de la directive 2003/6/CE. Les références qui sont faites dans la directive à la directive 93/22/CEE sont remplacées par des références à la directive 2004/39/CE abrogeant la directive 93/22/CEE. La portée du point 6) du projet de loi dépasse celle de la disposition correspondante de la directive 2003/6/CE dans la mesure où l'on y vise non seulement les marchés réglementés agréés dans un Etat membre de l'Union européenne, mais également, sous certaines conditions, les marchés réglementés agréés dans un pays tiers. Cette divergence avec la directive 2003/6/CE s'explique par le champ d'application plus vaste de la loi luxembourgeoise.

Le *point 7)* transpose la définition de „pratiques de marché admises“ de l'article 1er de la directive 2003/6/CE. Cette définition est à lire ensemble avec l'article 31 qui en fixe les modalités d'application pratiques. Une adaptation de la définition figurant dans la directive s'est avérée nécessaire du fait que la loi luxembourgeoise couvre également les marchés réglementés de pays tiers.

Le *point 8)* transpose la notion de „personne“ de l'article 1er de la directive 2003/6/CE. On entend par personne une personne physique ou morale.

Le *point 9)* définit l'„autorité compétente“ pour les besoins du projet de loi. La définition de l'article 1er de la directive 2003/6/CE a été adaptée au vu du champ d'application plus large de la loi luxembourgeoise. Il y est précisé en outre que la Commission de surveillance du secteur financier est l'autorité compétente pour veiller à l'application de la réglementation sur les abus de marché. L'article 6 de la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés avait conféré cette compétence au Commissariat aux bourses à l'égard des professionnels du secteur financier établis à Luxembourg. L'article 28 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier a transféré cette compétence du Commissariat aux bourses à la Commission de surveillance du secteur financier nouvellement créée.

On notera que le présent projet de loi étendra les compétences de la Commission par rapport au texte de 1991 dans la mesure où la Commission jouira, à l'avenir, d'un pouvoir d'enquête, de poursuite et de sanction non seulement à l'égard des professionnels du secteur financier, mais aussi à l'égard de tout autre participant au marché et cela même si ce dernier n'est pas soumis à sa surveillance prudentielle. Tombent dans cette dernière catégorie par exemple les émetteurs, les investisseurs, les compagnies d'assurance et de réassurance, les avocats et les notaires, les réviseurs d'entreprises et les experts comptables, les analystes financiers, les agences de notation et les journalistes. L'extension des compétences de la Commission au-delà des acteurs du secteur financier est requise par la directive 2003/6/CE qui exige que chaque Etat membre désigne une autorité unique pour veiller à l'application de la réglementation sur les abus de marché. L'exigence de l'autorité unique a pour objet de faciliter la coopération entre autorités compétentes des différents Etats membres et d'améliorer l'efficacité des enquêtes.

Il est inséré aux *points 10) et 11)* une définition d'„Etat membre“ et de „pays tiers“ respectivement, dans la mesure où ces notions sont utilisées à différents endroits de la loi dont notamment dans la définition d'„autorité compétente“ au point 9) ci-avant.

Les *points 12) et 13)* du projet de loi reprennent les définitions de „personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur“ et de „personne ayant un lien étroit avec une personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur“ figurant à l'article 1er de la directive 2004/72/CE. Ces définitions visent à cerner le cercle des personnes soumises à l'obligation de notification des opérations suspectes prévue à l'article 12 de la loi.

Les *points 14) et 15)* reprennent les définitions d'„entreprise d'investissement“ et d'„établissement de crédit“ figurant à l'article 1er de la directive 2003/125/CE et à l'article 1er de la directive 2004/72/CE. Au point 14) la référence à la directive 93/22/CEE a été remplacée par la référence à la disposition pertinente de la directive 2004/39/CE qui abroge la directive 93/22/CEE.

Le *point 16)* transpose la définition de „recommandation d'investissement“ figurant à l'article 1er de la directive 2003/125/CE. Le fait de recommander ou de suggérer une stratégie d'investissement a lieu d'une manière soit explicite (telles que les recommandations d'„acheter“, de „conserver“ ou de „vendre“), soit implicite (par référence à un objectif de cours par exemple). Les recommandations

d'investissement doivent porter sur un ou plusieurs instruments financiers ou concerner les émetteurs d'instruments financiers. Ne sont donc pas visées les recommandations d'investir dans des produits de pension ou des produits d'assurance. De même, ne sont pas visées les recommandations d'investir dans des obligations en général en vue d'une hausse probable des taux d'intérêts. En outre, la présentation des résultats trimestriels, semestriels ou du rapport annuel par le conseil d'administration d'un émetteur ne constitue pas une recommandation d'investissement au sens de la loi. Les recommandations d'investissement doivent par ailleurs être destinées aux canaux de distribution ou au public. Il s'ensuit que les conseils en investissement, fournis sous la forme d'une recommandation personnelle à un client ou un nombre limité de clients concernant une ou plusieurs opérations sur des instruments financiers (notamment des recommandations d'investissement informelles à court terme provenant des services commerciaux ou des services de négociation d'ordres d'une entreprise d'investissement ou d'un établissement de crédit et adressées à leurs clients), qui ne sont pas susceptibles d'être rendus publics, ne doivent pas être considérés en eux-mêmes comme des recommandations d'investissement au sens de la loi.

Est reprise au *point 17*) la définition de „travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement“ de l'article 1er de la directive 2003/125/CE. Une distinction est faite selon la nature de l'auteur de l'information.

Ainsi, la lettre a) vise les personnes dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement. Font d'office partie de cette catégorie les analystes financiers indépendants, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit. Sont également susceptibles de tomber dans cette catégorie les compagnies d'assurance et les professionnels du secteur financier autres que les entreprises d'investissement. Sont qualifiées de travaux de recherche au sens de la loi les informations produites par ces personnes, qui, directement ou indirectement, expriment une recommandation d'investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d'instruments financiers. Sont visées tout d'abord les recommandations d'„acheter“, de „conserver“ ou de „vendre“ un ou plusieurs instruments financiers déterminés, mais également les bulletins d'informations adressés par les professionnels du secteur financier à leur clientèle lorsque ces bulletins traitent d'instruments financiers particuliers ou encore de la situation financière ou des perspectives financières d'émetteurs particuliers. Par contre, les bulletins d'information dans lesquels les professionnels du secteur financier exposent leurs vues sur la situation boursière, l'évolution des taux d'intérêt, des marchés financiers ou de l'économie en général ou l'évolution d'un segment particulier des marchés financiers (par exemple, l'évolution des cours des obligations, des cours des actions japonaises, des cours des fonds d'investissement émergents) ou d'un segment particulier de l'économie (par exemple, l'industrie automobile, alimentaire ou de l'assurance) ne sont pas visés. Lorsque le bulletin d'information contient en sus d'une analyse générale d'un secteur économique donné (par exemple, le secteur bancaire) des informations sur les perspectives de certains acteurs de ce secteur accompagnées de recommandations d'investissement, il s'agit de travaux de recherche au sens de la loi.

La lettre b) couvre les personnes dont l'activité principale ne consiste pas à produire des recommandations d'investissement. Sont visés entre autres les journalistes, les avocats et les notaires ou encore les réviseurs d'entreprises. Les informations produites par ces personnes, qui recommandent directement d'investir dans un instrument financier constituent des travaux de recherche au sens de la loi. Sont donc visées uniquement les recommandations d'„acheter“, de „conserver“ ou de „vendre“ un ou plusieurs instruments financiers déterminés. Les analyses concernant la situation financière ou les perspectives d'une société ne sont pas visées.

Le *point 18*) reprend les définitions de „canaux de distribution“ et d'„information susceptible d'être rendue publique“ figurant à l'article 1er de la directive 2003/125/CE. Notamment la presse écrite à large audience, le téléphone, la télécopie, le courrier électronique ou encore le site Internet de l'émetteur, d'un opérateur de marché ou d'une autorité compétente constituent des canaux de distribution. Par contre, les magazines spécialisés à audience restreinte ne constituent pas nécessairement des canaux de distribution au sens de la loi.

Le *point 19*) reprend la définition de „réglementation appropriée“ de l'article 1er de la directive 2003/125/CE en y ajoutant une référence aux pays tiers.

Est insérée aux *points 20) et 21)* une définition d'„opérateur de marché“ et de „MTF“ respectivement afin de clarifier le champ d'application de l'article 27 de la loi. Il s'agit de définitions figurant à l'article 4, paragraphe (1) de la directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers.

Enfin, est définie au *point 22)* la notion d'„émetteur“ qui a une portée spécifique aux fins de l'application du chapitre III de la loi.

#### *Article 2*

L'article 2 apporte des précisions sur deux des éléments constitutifs de la notion d'„information privilégiée“ définie à l'article 1er, point 1), à savoir le caractère précis de l'information et l'ampleur de son impact potentiel sur les cours des instruments financiers ou des instruments dérivés qui leur sont liés.

Pour être à caractère précis, le paragraphe 1 exige que l'information porte soit sur des circonstances particulières qui existent ou sur un événement spécifique qui s'est produit soit sur des circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou sur un événement spécifique dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira. Il ne peut donc pas s'agir d'une information d'ordre général. Ensuite, elle doit être suffisamment précise pour qu'un investisseur puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers qui leur sont liés.

Les investisseurs raisonnables fondent leurs décisions d'investissement sur les informations qui sont d'ores et déjà à leur disposition, c.-à-d. les informations disponibles ex ante. En conséquence, la question de savoir si un investisseur raisonnable serait susceptible, au moment de prendre une décision d'investissement, de tenir compte d'une information donnée doit être appréciée sur la base des informations disponibles ex ante. Cette appréciation doit prendre en considération l'impact anticipé de l'information en question compte tenu de l'ensemble de l'activité de l'émetteur concerné, de la fiabilité de la source d'information et de toutes autres variables de marché susceptibles d'exercer en l'occurrence une influence sur l'instrument financier concerné ou tout instrument financier dérivé qui lui est lié. Les informations disponibles ex post peuvent servir à vérifier l'hypothèse de sensibilité des cours à l'information disponible ex ante, mais elles ne peuvent être utilisées pour poursuivre une personne qui aurait tiré des conclusions raisonnables des informations dont elle disposait ex ante.

Le paragraphe 3 vise à renforcer la sécurité juridique pour les participants aux marchés d'instruments dérivés dont le sous-jacent est un produit de base en affinant la définition d'information privilégiée en rapport avec les instruments dérivés sur produits de base. Les participants à ces marchés peuvent s'attendre à recevoir une information qui concerne les instruments dérivés sur produits de base lorsque cette information est soit régulièrement mise à disposition des participants au marché soit obligatoirement divulguée en vertu notamment de dispositions réglementaires, de règles de marché ou de coutumes.

#### *Article 3*

Le paragraphe 1 fournit une liste non exhaustive d'indicateurs à prendre en compte par la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils sont appelés à apprécier ex ante si une opération ou un ordre déterminé est susceptible de constituer une manipulation de marché. Ces facteurs pris individuellement ne doivent pas nécessairement constituer une manipulation de marché. La Commission et les participants au marché doivent porter un jugement au cas par cas en tenant compte des particularités du marché sur lequel l'opération est effectuée ou l'ordre est passé, dont notamment la structure et de la liquidité de ce marché. Lorsqu'une opération ou un ordre présentent plusieurs des facteurs énumérés sur la liste, la probabilité qu'il s'agit d'une manipulation de marché augmente.

Le paragraphe 2 relève du même souci de définir des lignes directrices destinées à aider la Commission et les participants au marché à mieux cerner les opérations ou les ordres susceptibles de constituer une manipulation de marché.

#### *Article 4*

Le premier alinéa définit le champ d'application matériel de la loi. Sont visés tous les instruments financiers admis à la négociation sur au moins un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, peu importe que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur un marché réglementé ou non. Le champ d'application de la loi n'est

donc pas strictement limité aux marchés réglementés; il englobe par ailleurs les marchés non réglementés, les MTF et les opérations „over-the-counter“ dès lors qu’une opération exécutée sur un tel marché ou un ordre passé sur un tel marché porte sur un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou pour lequel une demande d’admission à la négociation sur un tel marché a été présentée. En outre, le champ d’application de la loi n’est pas limité aux marchés secondaires, mais il comprend également le marché primaire et le marché gris afin que les participants à ces marchés ne soient pas en mesure de tirer profit, d’une manière déloyale, d’une position particulière ou d’une information privilégiée qu’ils pourraient détenir.

Le second alinéa de l’article 4 traite plus particulièrement de certains types d’instruments dérivés non admis à la négociation sur un marché réglementé, ou en passe de l’être, tels que par exemple les „warrants“ ou les options émises hors bourse.

#### *Article 5*

L’article 5 définit le champ d’application territorial de la loi. Il précise que les interdictions et les obligations prévues par la loi s’appliquent, sauf dispositions contraires, tout d’abord, aux actes qui ont trait à des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou pour lesquels une demande d’admission à la négociation sur un marché réglementé luxembourgeois a été présentée, peu importe où ces actes ont lieu et ensuite, aux actes accomplis au Luxembourg qui portent sur des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé étranger, communautaire ou non, ou pour lesquels une demande d’admission à la négociation sur un tel marché a été présentée. Les dispositions contraires auxquelles il est fait référence au présent article sont les articles 13 à 17 et 27.

Le champ d’application tel que défini risque d’entraîner à la fois des conflits de lois et des conflits de compétences entre autorités compétentes. Une collaboration et un échange d’informations étroits entre autorités seront donc indispensables pour assurer l’efficacité du dispositif réglementaire en matière d’abus de marché.

#### *Article 6*

Le présent article établit une dérogation à l’interdiction des opérations d’initiés et de manipulation de marché au bénéfice des opérations de politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un Etat membre ou un pays tiers, par le Système européen des banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour le compte de ceux-ci. La dérogation est motivée par le souci de ne pas entraver ces instances et personnes par des restrictions dans la mise en œuvre de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique.

La directive prévoit la faculté pour les Etats membres d’étendre la dérogation à leurs Etats fédérés et à des autorités locales similaires. Il a été décidé de faire usage de cette faculté en excluant du champ d’application de la loi les opérations relatives à la gestion de la dette publique effectuées par les Etats fédérés et les autorités locales des Etats membres qui ont choisi de faire usage de la faculté prévue dans la directive.

#### *Article 7*

Les interdictions définies aux articles 8 et suivants ne s’appliquent pas aux opérations de rachat d’actions et de stabilisation de cours à condition toutefois que ces opérations s’effectuent conformément au règlement (CE) No 2273/2003 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. En effet, dans des circonstances déterminées, la stabilisation d’instruments financiers ou les opérations sur actions propres dans le cadre de programmes de rachat peuvent se justifier par des raisons économiques et elles ne doivent donc pas être assimilées, en tant que telles, à des abus de marché. La stabilisation du cours d’un titre pour une période limitée, pendant une offre initiale ou secondaire, est souvent nécessaire pour des raisons économiques parfaitement justifiées. Elle peut donner confiance aux investisseurs et encourager les petites et moyennes entreprises à utiliser les marchés de capitaux. Les opérations de rachat peuvent être utilisées pour augmenter le bénéfice par action d’un émetteur et peuvent donc servir les intérêts des investisseurs.

Il n'en reste pas moins que les opérations de rachat et de stabilisation de cours doivent s'effectuer dans la transparence pour prévenir des opérations d'initiés ou encore pour éviter de donner des signaux trompeurs aux participants au marché. Aussi l'article 4 du règlement (CE) No 2273/2003 exige-t-il que le détail des programmes de rachat soit divulgué d'une manière adéquate au public dans les Etats membres dans lesquels l'émetteur a demandé l'admission de ses actions à la négociation d'un marché réglementé. Une exigence similaire est définie à l'article 9 du règlement (CE) pour les programmes de stabilisation. Aux termes du règlement (CE), on entend par „divulgarion adéquate au public“ la publication d'informations conformément à la procédure visée à l'article 102, paragraphe (1) et à l'article 103 de la directive 2001/34/CE concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs. L'article 102, paragraphe (1) précité impose la publication de l'information dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans le ou les Etats membres concernés ou sa mise à disposition au public, soit sous forme écrite aux endroits indiqués par des annonces à insérer dans un ou plusieurs journaux à diffusion nationale ou à large diffusion dans le(s)dit(s) Etats membres, soit par d'autres moyens agréés par les autorités compétentes. L'article 103 de la directive 2001/34/CE définit le régime linguistique applicable.

La publication de l'information dans des journaux n'est donc qu'une des options prévues à l'article 102, paragraphe (1) de la directive 2001/34/CE; une alternative consiste à mettre les informations à disposition du public par des moyens agréés par la Commission. Ainsi, constituent-ils des modes de publication éligibles au titre de l'article 102, paragraphe (1) de la directive 2001/34/CE, sous réserve d'être agréés par la Commission, la publication de l'information sur le site Internet d'un opérateur de marché agréé au Luxembourg ou encore la diffusion de l'information par des entités telles que Bloomberg, Reuters ou Telerate.

## **Chapitre II: Interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché**

### *Article 8*

L'article 8 consacre l'interdiction des opérations d'initiés que notre droit sanctionnait déjà depuis la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.

La simple possession d'une information privilégiée n'est pas en soi répréhensible. Pour qu'il y ait infraction à la loi, il faut que la personne qui détient cette information commette un acte positif tel que précisé au présent article ou aux articles 9 et 10.

Le paragraphe 1 interdit à certaines personnes, communément appelées „initiés primaires“, qui disposent d'une information privilégiée d'exploiter cette information privilégiée. La directive 2003/6/CE ne reprend pas l'exigence de la directive 89/592/CE relative aux opérations d'initiés que l'exploitation de l'information privilégiée doit se faire en connaissance de cause.

Si les initiés dits primaires disposent de l'information privilégiée, c'est uniquement grâce à leur position au sein de l'émetteur ou à la relation d'affaires qu'ils entretiennent avec l'émetteur. Parmi les personnes visées, l'article 8 mentionne d'abord les membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur. Certaines personnes peuvent aussi disposer d'une information privilégiée en raison de leur participation dans le capital de l'émetteur. On entend par-là les actionnaires importants qui, en raison de leur engagement financier, sont en contact régulier avec les organes de gestion et de direction d'une personne morale. Ensuite, l'article 8 mentionne une troisième catégorie de personnes qui ont pu recueillir une information privilégiée en raison de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions. Cette catégorie comprend non seulement les salariés de l'émetteur ayant accès à des informations privilégiées, et plus particulièrement les représentants syndicaux, mais également des personnes externes à l'émetteur qui ont pu recueillir des informations privilégiées sur l'émetteur, tels que des cadres, leurs secrétaires et autres employés d'autres sociétés en relation d'affaires avec l'émetteur, des réviseurs d'entreprises, des avocats, des notaires, des consultants, des fonctionnaires notamment de la Commission ou du Commissariat aux assurances, des banquiers, des analystes financiers indépendants, des agences de notation, ... La directive 2003/6/CE introduit enfin une nouvelle catégorie de personnes visées à savoir celles qui en raison d'activités criminelles peuvent avoir accès à une information privilégiée. Les attentats terroristes du 11 septembre 2001 ont montré que les activités criminelles sont susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours d'instruments financiers ou sur la formation des cours sur un marché réglementé en tant que tel. Dès lors les personnes impliquées dans la préparation et l'exécution de ces activités criminelles peuvent disposer

d'informations privilégiées que l'article 8 leur interdit d'utiliser à des fins de réaliser un gain ou d'éviter une perte.

Le paragraphe 1 suppose que pour être punissables les personnes visées doivent utiliser l'information privilégiée dans le but de réaliser un gain ou d'éviter une perte. L'utilisation de l'information consiste soit dans l'acquisition ou la vente des instruments financiers qui font l'objet de l'information privilégiée, soit dans la tentative d'acquérir ou de vendre de tels instruments financiers, alors que la personne concernée savait ou aurait dû savoir que l'information détenue avait un caractère privilégié. A cet égard, la Commission ou le cas échéant le juge devrait déterminer ce qu'une personne raisonnable savait ou aurait dû savoir compte tenu des circonstances. Ne tombe pas sous le couvert de l'article 8 l'intention d'acquérir ou de vendre de tels instruments financiers. L'article 8 exige une démarche active de la part des personnes visées, telle que le placement d'un ordre d'achat ou de vente auprès d'un établissement de crédit ou d'une entreprise d'investissement. Bien que l'acquisition ou la cession d'instruments financiers ou le placement d'un ordre d'achat ou de vente auprès d'un intermédiaire financier suppose nécessairement une décision préalable d'acquérir ou de céder de la part de la personne qui procède à l'une ou à l'autre de ces opérations, le fait d'effectuer cette acquisition, cette vente ou ce placement d'un ordre d'achat ou de vente ne constitue pas en soi l'utilisation d'une information privilégiée.

Par ailleurs, puisque l'opération d'initiés implique l'utilisation d'une information privilégiée, convient-il de considérer que le seul fait pour un teneur de marché ou un organisme habilité à agir en qualité de contrepartie de se limiter à mener son activité normale d'achat et de vente d'instruments financiers ne constitue pas en soi utilisation de cette information privilégiée. De même, le seul fait pour un intermédiaire financier de se limiter à exécuter un ordre pour compte de ses clients ne constitue pas en soi une utilisation de cette information privilégiée. En outre, il convient de considérer que le fait de procéder à des transactions dans le but de régulariser le cours d'instruments financiers nouvellement émis ou négociés dans le cadre d'une offre secondaire ne constitue pas en soi l'utilisation d'une information privilégiée. De même, le fait d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition visant à prendre le contrôle de cette société ou d'une proposition de fusion avec cette société n'est pas réputé constituer en soi une opération d'initiés. Enfin, toute opération d'achat ou de vente d'instruments financiers ou tout placement d'un ordre d'achat ou de vente auprès d'un intermédiaire financier effectué sur la base de travaux de recherche ou d'estimations élaborés à partir de données publiques ne constitue pas en soi une opération d'initiés.

Le paragraphe 2 étend l'interdiction du paragraphe 1 aux personnes physiques participant à la décision de procéder à l'opération pour compte de la personne morale en question.

Le paragraphe 3 précise que les opérations d'achat ou de vente à terme d'instruments financiers ne sont pas couvertes par l'article 8 dans la mesure où elles sont conclues avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée.

#### *Article 9*

Les initiés dits primaires visés à l'article 8 sont soumis à l'interdiction de communiquer les informations privilégiées dont ils disposent à des tiers si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonctions. Cet article interdit ce que l'on appelle communément le „tuyautage“. A cette fin, les initiés primaires ne doivent pas recommander à un tiers d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, les instruments financiers auxquels se rapporte l'information privilégiée.

#### *Article 10*

L'article 10 vise les initiés secondaires, ainsi désignés en raison du fait qu'ils n'ont pas eux-mêmes directement accès à l'information privilégiée, mais que l'origine de l'information privilégiée dont ils disposent ne pourrait être qu'un initié primaire visé à l'article 8. Au sens du présent article, les initiés secondaires ont pu recevoir l'information privilégiée soit directement par un initié primaire qui leur a communiqué lui-même cette information au sens de l'article 9, soit qu'ils aient reçu cette information d'une manière indirecte, c.-à-d. sans l'intervention directe d'un initié primaire. Dans ce deuxième cas, l'initié peut avoir reçu l'information privilégiée soit par une personne elle aussi qualifiée d'initié secondaire, soit sans l'intermédiaire d'une personne physique. Dans ce dernier cas, l'initié a eu connaissance

sans y avoir droit de l'information par d'autres moyens tel que par exemple la lecture d'une lettre ou d'un message télégraphique adressé confidentiellement à une personne privilégiée visée à l'article 8.

L'article 10 ne porte donc pas uniquement sur l'initié secondaire qui a reçu une information privilégiée directement d'un initié primaire, mais il couvre toute la chaîne des initiés secondaires qu'ils aient reçu ou non une information privilégiée directement d'un initié primaire. Constituent également des initiés secondaires les personnes qui possèdent des informations privilégiées reçues par hasard (par exemple le chauffeur de taxi ou le serveur de restaurant surprenant une conversation) pour autant qu'elles savent ou auraient dû savoir que l'information reçue est une information privilégiée.

#### *Article 11*

L'article 11 introduit l'interdiction de procéder à des manipulations de marché, ce qui constitue la principale innovation par rapport à la directive 89/592/CEE relative aux opérations d'initiés. Les règles visant à lutter contre les opérations d'initiés s'appliqueront donc désormais également en matière de lutte contre les manipulations de marché. Cette démarche se justifie du fait que la lutte contre les opérations d'initiés et la lutte contre les manipulations de marché poursuivent les mêmes objectifs, à savoir assurer l'intégrité des marchés financiers et renforcer la confiance des investisseurs dans ces marchés. Pour plus de détails sur la notion de „manipulation de marché“, il y a lieu de se référer aux commentaires relatifs à l'article 1er, point 2).

Lorsqu'une personne, qui effectue une opération ou émet un ordre qui constitue une manipulation de marché au sens de l'article 1er, point 2) de la loi, peut établir que ses raisons pour ce faire étaient légitimes et que cette opération ou cet ordre est conforme aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné en vertu de l'article 31, elle n'est pas punissable au titre de l'article 11. La Commission peut néanmoins prononcer une sanction administrative à condition d'établir qu'il existe une autre raison, illégitime, derrière cette opération ou cet ordre.

### **Chapitre III: Obligations incombant aux participants au marché**

#### *Section 1: Obligation de notification des opérations suspectes*

#### *Article 12*

Le paragraphe 1 établit l'obligation pour les personnes effectuant des opérations à titre professionnel d'avertir sans délai la Commission si elles ont des raisons de soupçonner qu'une opération pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché. D'après l'article 1er, point 3) de la directive 2004/72/CE, la notion de „personnes effectuant des opérations à titre professionnel“ couvre au moins les entreprises d'investissement et les établissements de crédit. Le projet de loi étend l'obligation de notification aux professionnels du secteur financier autres que les établissements de crédit ou les entreprises d'investissement, étant donné que ces personnes sont bien placées de par leur activité pour détecter d'éventuelles transactions suspectes et cela même si elles n'effectuent pas elles-mêmes des opérations sur instruments financiers. En effet, dans la mesure où elles interviennent dans les opérations à un stade de prénégociation, par exemple en mettant en relation des personnes en vue de la conclusion d'une opération, ou encore au stade de l'exécution des opérations ou au stade de postnégociation, elles sont susceptibles d'identifier des comportements suspects des participants au marché.

L'obligation de notification s'applique aux personnes énumérées au paragraphe 1 pour autant qu'elles sont établies au Luxembourg. Sont donc visées non seulement les personnes de droit luxembourgeois, mais également les succursales luxembourgeoises de personnes de droit étranger. Lorsque les personnes énumérées au paragraphe 1 opèrent au Luxembourg sous le couvert de la libre prestation de services, la notification des opérations suspectes est à faire à l'autorité compétente du pays où la personne est agréée. Les personnes visées doivent faire les notifications à la Commission en conformité avec la réglementation en vigueur au Luxembourg.

La notification d'une opération ne s'impose au titre de l'article 12 que si la personne qui fait la notification a des indications suffisamment probantes de l'existence d'un risque d'abus de marché, c.-à-d. des motifs sérieux l'amenant à soupçonner que l'opération est liée à une opération d'initiés ou à une manipulation de marché. Le simple doute, en l'absence d'indication suffisamment probante, ne doit pas faire l'objet d'une notification à la Commission.

La notification ne porte que sur des opérations d'achat ou de vente d'instruments financiers, à l'exclusion des ordres d'achat ou de vente placés auprès des personnes visées.

Le paragraphe 2 précise que les personnes visées doivent procéder à une analyse au cas par cas pour déterminer si une opération donnée peut raisonnablement être soupçonnée de constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché. Il précise en outre les éléments que les personnes visées doivent prendre en compte dans le cadre de leur analyse. L'opération qui fait l'objet de l'analyse ne doit pas être considérée isolément, mais doit être mise en relation notamment avec d'autres opérations. En effet, certaines opérations peuvent paraître entièrement dénuées de caractère suspect en elles-mêmes, mais leur mise en rapport avec d'autres opérations, un certain comportement ou d'autres informations peuvent fournir des indications probantes sur la possibilité d'un abus de marché.

Les paragraphes 3, 4 et 5 règlent le contenu de la notification et le mode de notification. La liste des informations à fournir à la Commission dans le cadre de la notification d'une opération suspecte figure plus particulièrement au paragraphe 3. Si ces informations ne sont pas disponibles au moment de la notification, elles doivent être communiquées à la Commission dès qu'elles deviennent disponibles. En tout état de cause, les notifications à la Commission doivent toujours mentionner les raisons pour lesquelles les personnes qui font la notification soupçonnent l'opération de constituer un abus de marché. La notification peut se faire soit par écrit (par courrier postal, télécopie ou courrier électronique) soit par téléphone. Si elle se fait par téléphone, la Commission peut exiger que les informations communiquées soient confirmées par écrit.

Le paragraphe 6 établit une obligation de coopération entre la Commission en tant qu'autorité destinataire de la notification (en effet, la notification est à faire à l'autorité compétente de l'Etat membre où se trouve le siège social de la personne qui fait la notification ou, dans le cas d'une succursale, à l'autorité compétente de l'Etat membre où est située la succursale) et les autorités compétentes des Etats membres ou des pays tiers où les instruments financiers sur lesquels portent les opérations qui font l'objet de la notification sont admis à la négociation sur un marché réglementé ou font l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché. En effet, l'information est essentielle à la fois à l'autorité compétente du pays où est établie la personne qui fait la notification et à l'autorité compétente des pays où sont situés les marchés réglementés concernés afin de détecter d'éventuels abus de marché et de sanctionner les comportements illégaux. Afin de faire l'économie aux personnes visées d'une notification à plusieurs autorités compétentes suivant des règles souvent divergentes, la transmission de l'information est à charge des autorités compétentes.

Conformément au paragraphe 7, les personnes qui ont procédé à une notification doivent garder secret la notification. En particulier, elles ne doivent pas informer les personnes pour compte desquelles les opérations notifiées ont été effectuées ni les personnes liées à ces personnes.

Les paragraphes 8 et 9 offrent une protection aux personnes qui ont procédé à la notification d'une opération suspecte. Ces dispositions constituent le corollaire indispensable de l'obligation de notification. On notera que le paragraphe 9 qui reprend l'article 11, paragraphe (3) de la directive 2004/72/CE est calqué sur la disposition correspondante de la directive 91/308/CEE relative à la prévention de l'utilisation du système financier à des fins de blanchiment, telle que modifiée. Il n'a pas été jugé de reprendre au paragraphe 9 la condition que la notification doit être de bonne foi pour que les personnes y visées soient à l'abri de poursuites judiciaires. En effet, il va de soi que toute notification de mauvaise foi est une dénonciation calomnieuse et est à ce titre pénalement sanctionnable.

## *Section 2: Obligations incombant aux émetteurs d'instruments financiers*

### *Article 13*

Le premier alinéa définit le champ d'application des articles 14, 15 et 16 en termes de personnes. L'article 13 établit deux critères déterminants: d'une part, il doit s'agir d'émetteurs qui ont demandé ou demandent ou ont accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé. D'autre part, ne sont visés que les émetteurs dont aucun instrument financier émis n'est admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou font l'objet d'une demande d'admission à un tel marché. Les dispositions des articles 14, 15 et 16 ne s'appliquent donc pas aux émetteurs de droit luxembourgeois dont aucun des instruments financiers émis n'est admis à la négociation à la Bourse de Luxembourg ou ne fait l'objet d'une demande d'admission à la Bourse de Luxembourg. En revanche, les émetteurs de droit étranger sont soumis aux obligations des articles 14, 15 et 16 dès lors que leurs instruments financiers sont admis à la négociation à la Bourse de Luxembourg ou en passe de l'être. Par conséquent, ils sont tenus de respecter les règles luxembourgeoises en matière de publication d'informations privilégiées, du moins pour ce qui est des informa-

tions ayant trait à l'émetteur lui-même et aux instruments financiers admis à la négociation à la Bourse de Luxembourg ou faisant l'objet d'une demande d'admission sur ce marché. Les règles luxembourgeoises concernant l'établissement de listes d'initiés leur sont applicables en tout état de cause.

Les critères retenus au premier alinéa relèvent du souci d'assurer tout d'abord que les informations privilégiées soient mises à disposition des investisseurs dans le pays où les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé, c.-à-d. au lieu principal de négociation des instruments financiers, et ensuite que ces informations soient présentées suivant les règles définies dans le droit interne de ce pays.

Le second alinéa offre une protection aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers sur un marché réglementé. Il paraît en effet exorbitant de leur imposer des obligations en matière de publication d'informations, alors même qu'ils n'ont pas demandé la cotation de leurs instruments financiers.

#### *Article 14*

Le premier alinéa du paragraphe 1 reprend le principe directeur de l'article 6, paragraphe (1) de la directive 2003/6/CE que les émetteurs sont tenus de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement. L'objectif est d'assurer que l'information soit rapidement mise à disposition du public afin de prévenir les opérations d'initiés. En effet, il ne peut y avoir une opération d'initiés ou une manipulation de marché que si un cercle restreint de personnes détient une information qui leur permet d'intervenir sur les marchés financiers en achetant ou en vendant des instruments financiers avant tous les autres acteurs et sans prendre de risque.

Sont visées les informations qui concernent plus particulièrement l'émetteur concerné, tels que un événement ou un contrat spécifique ayant un impact matériel sur son état financier et ses perspectives financières. Par contre, ne sont pas visées des informations d'ordre général susceptibles de toucher tout un secteur ou plusieurs entreprises d'un secteur économique donné. Par exemple, une compagnie aérienne doit publier l'achat de nouveaux avions ou encore le fait d'avoir perdu un avion dans un accident ou encore la conclusion d'un accord de coopération. Au titre du paragraphe 1, elle n'est cependant pas tenue d'informer le public de l'impact négatif de la hausse du prix du pétrole ou d'une hausse du niveau général des taux d'intérêt sur ses résultats. Cette information, si elle est pertinente et utile au public et à ce titre doit être mise à disposition du public dans les rapports annuels et semestriels, ne remplit cependant pas les critères du paragraphe 1.

Le second alinéa du paragraphe 1 qui reprend l'article 2, paragraphe (2) de la directive 2003/124/CE crée une présomption que l'émetteur a rempli les obligations qui lui incombent en vertu de l'alinéa premier dès lors qu'il a rapidement rendu public un événement qui s'est produit ou un ensemble de circonstances qui s'est créé, bien que non encore formalisé. Cette disposition vise à affiner le critère du caractère précis qui est l'un des éléments constitutifs de l'information privilégiée et partant à renforcer la sécurité juridique.

L'objet du paragraphe 2 est de garantir que les informations privilégiées sont effectivement accessibles aux investisseurs dans une langue qu'ils comprennent. La loi ne prescrit pas le mode de publication des informations privilégiées. Les émetteurs sont libres de rendre publiques les informations privilégiées par le canal de distribution de leur choix pour autant qu'il s'agit d'un canal de distribution dont on peut raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations auprès du public. Cette condition est reprise de l'article 17, paragraphe (1), avant-dernière phrase de la future directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE. Elle est motivée par le souci d'assurer que les informations privilégiées soient rendues publiques par l'émetteur d'une manière qui permette au public d'y accéder rapidement.

On notera qu'aux termes du premier alinéa de l'article 2, paragraphe (1) de la directive 2003/124/CE, la publication des informations privilégiées doit se faire dans le respect de l'article 102, paragraphe (1) de la directive 2001/34/CE. Le régime défini audit article 102, paragraphe (1) a été décrit en détail dans le commentaire relatif à l'article 7 du présent projet de loi.

Le second alinéa du paragraphe 2 crée la base juridique permettant de préciser en temps utile le mode et les modalités de publication à respecter par les émetteurs, une fois que le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, mieux connu sous le sigle de CESR, aura finalisé ses travaux en la matière.

Le paragraphe 2 règle en outre le régime linguistique des publications à faire au titre de la directive 2003/6/CE. Ainsi, l'information privilégiée doit être rendue publique dans une langue officielle du Luxembourg, à savoir le français ou l'allemand, ou encore dans une langue communément utilisée dans l'univers de la finance internationale, en l'occurrence l'anglais. Les émetteurs sont libres de diffuser l'information en outre dans toute autre langue de leur choix. Le régime linguistique proposé est conforme à la fois à l'article 2, paragraphe (1) de la directive 2003/124/CE, qui rend applicable l'article 103 de la directive 2001/34/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 mai 2001 concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, et à l'article 16 de la future directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE. L'on notera que ledit article 103 sera abrogé par la future directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE; il sera remplacé par l'article 16 de la future directive du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information au sujet des émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE.

Le paragraphe 3 qui transpose l'article 2, paragraphe (4) de la directive 2003/124/CE exige que la publication des informations se fasse de manière aussi synchronisée que possible entre toutes les catégories d'investisseurs tant au Luxembourg que dans les autres Etats membres ou pays tiers dans lesquels l'émetteur a demandé ou accepté l'admission de ses instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé, afin de garantir aux investisseurs l'égalité d'accès à ces informations où qu'ils soient situés et de prévenir les opérations d'initiés.

Le paragraphe 4 impose aux émetteurs une obligation de transparence supplémentaire. Il ne suffit en effet pas de rendre publiques les informations privilégiées par le biais d'un canal de distribution dont on peut raisonnablement attendre une diffusion des informations auprès du public. Encore faut-il que l'émetteur affiche cette information parallèlement sur son site Internet pendant une période de trois mois. Cette exigence supplémentaire est prévue au second alinéa de l'article 6, paragraphe (1) de la directive 2003/6/CE. Alors que ledit article 6 exige que l'information figure sur le site Internet de l'émetteur pendant une période appropriée, le paragraphe 4 du projet de loi entend être plus précis en prescrivant une période de publication de trois mois. Cette précision est d'autant plus importante que le manquement à l'obligation de publication est punissable d'une amende administrative. Le régime linguistique est défini par analogie au paragraphe 2. Les remarques faites à ce sujet en relation avec le paragraphe 2 valent également pour la présente disposition.

Le paragraphe 5 qui transpose le dernier alinéa de l'article 2, paragraphe (1) de la directive 2003/124/CE fait interdiction aux émetteurs de combiner, d'une manière susceptible d'induire en erreur, la fourniture d'informations privilégiées au public et la commercialisation de leurs activités. La publication d'informations privilégiées ne doit pas être détournée à des fins commerciales, mais doit se faire dans le but unique de mettre à disposition du public rapidement une information pertinente, complète et claire susceptible d'être prise en compte par un investisseur dans sa décision d'investissement et partant de prévenir des abus de marché.

Le paragraphe 6 prévoit que tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être mis à disposition du public rapidement après qu'il s'est produit, par le même canal que celui utilisé pour rendre publiques les informations initiales. Il appartient à l'émetteur d'apprécier si un changement est à considérer comme „significatif“. A cet effet, il doit tenir compte de l'impact probable de ce changement sur les états financiers et les perspectives financières de l'émetteur ainsi que de la probabilité que l'investisseur tienne compte de l'information dans sa prise de décision. Le paragraphe 6 du projet de loi reprend l'article 2, paragraphe (3) de la directive 2003/124/CE.

#### *Article 15*

L'article 15 introduit une dérogation conditionnelle au principe d'une diffusion aussi rapide que possible des informations privilégiées au public. Ainsi, afin de préserver leurs intérêts légitimes, il est permis aux émetteurs, dans des circonstances particulières bien définies, de différer la publication d'informations privilégiées. La protection des investisseurs exige que, dans de tels cas, d'une part, ces informations soient gardées confidentielles afin d'empêcher les opérations d'initiés et d'autre part, le fait de différer la publication des informations ne soit pas de nature à induire le public en erreur.

L'article 3, paragraphe (1) de la directive 2003/124/CE fournit des exemples de situations où l'émetteur serait susceptible d'invoquer un intérêt légitime. Ainsi, l'émetteur peut différer la publication d'informations privilégiées dans le cadre de négociations en cours, ou éléments connexes, lorsque le fait de les rendre publiques risque d'affecter l'issue ou le cours normal de ces négociations. En particulier, en cas de danger grave et imminent menaçant la viabilité financière de l'émetteur, mais n'entrant pas dans le champ des dispositions applicables en matière de droit des faillites, la divulgation d'informations au public peut être différée durant une période limitée si elle risque de nuire gravement aux intérêts des actionnaires existants et potentiels en compromettant la conclusion de négociations particulières visant à assurer le redressement financier à long terme de l'émetteur. De même, l'émetteur peut différer la publication de décisions prises ou de contrats passés par l'organe de direction d'un émetteur, qui nécessitent l'approbation d'un autre organe de l'émetteur pour devenir effectifs, lorsque la structure dudit émetteur requiert une séparation entre les deux organes, à la condition que la publication de ces informations avant leur approbation, combinée à l'annonce simultanée que cette approbation doit encore être donnée, fausserait leur correcte appréciation par le public. La directive n'exclut pas que d'autres situations puissent se présenter où il est justifié que l'émetteur diffère la publication d'informations privilégiées pour préserver ses intérêts légitimes.

Le paragraphe 2 de l'article 15 énonce les mesures que l'émetteur doit prendre en vue d'assurer la confidentialité des informations privilégiées. Font partie de ces mesures la définition de procédures visant à régir le flux d'informations au sein de l'émetteur. L'émetteur doit en outre se doter de procédures permettant une publication rapide de l'information privilégiée au cas où il n'aurait pas pu en assurer la confidentialité.

#### *Article 16*

Le paragraphe 1 vise à garantir une communication aussi synchronisée que possible des informations privilégiées aux investisseurs aux fins de garantir l'égalité d'accès de tous les investisseurs à l'information et de prévenir ainsi les opérations d'initiés. En outre, une communication sélective par les émetteurs risque d'induire une perte de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés.

Le paragraphe 2 prescrit l'établissement de listes d'initiés, alors que le paragraphe 3 en fixe le contenu. Ces listes peuvent être utilisées par les émetteurs pour mieux maîtriser le flux des informations privilégiées et, ce faisant, pour mieux gérer leur obligation de confidentialité. Bien que l'accent soit mis dans la directive et partant dans le projet de loi sur l'établissement de telles listes, il existe une série d'autres moyens pour contrôler la circulation de l'information au sein de l'émetteur ou de l'émetteur vers l'extérieur. Au nombre de ces moyens complémentaires figurent par exemple l'établissement de „listes grises“, de „watch lists“ ou de „restricted lists“, la mise en place de fenêtres de négociation pour des catégories de personnes sensibles, la surveillance des transactions des employés de banque pour compte propre, l'enregistrement des conversations téléphoniques des employés de banque actifs dans la salle de marché, le recours à des codes de conduite internes ou encore la mise en place de murailles de Chine. De telles mesures préventives ne peuvent toutefois contribuer à la lutte contre les abus de marché que si elles sont appliquées avec détermination et font l'objet d'un contrôle rigoureux. C'est pourquoi il se recommande que les établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier se dotent de procédures de contrôle interne adéquates en la matière et de faire apprécier la qualité de ces procédures régulièrement par leur service de compliance et le cas échéant par leurs réviseurs d'entreprises dans le cadre de la vérification des comptes annuels.

Le paragraphe 4 exige une actualisation rapide des listes d'initiés, tandis que le paragraphe 5 impose la conservation de ces listes pendant une période de cinq ans après leur création ou leur actualisation. Ces dispositions visent à assurer que les autorités compétentes pourront avoir accès à des listes à jour dans le cadre de leurs enquêtes sur des abus de marché.

Conformément au paragraphe 6, les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, doivent assurer que les personnes figurant sur les listes d'initiés sont sensibilisées aux obligations légales et réglementaires qui leur incombent et informées des sanctions prévues en cas d'infraction aux dispositions légales et réglementaires.

Les émetteurs ne sont pas tenus de communiquer les listes d'initiés de leur propre initiative à la Commission. D'après le paragraphe 7, il suffit qu'ils la communiquent à la Commission lorsque celle-ci la demande.

*Article 17*

La déclaration des opérations effectuées pour leur compte propre par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur de droit luxembourgeois, ou par des personnes ayant un lien étroit avec elles, constitue une information précieuse tant pour les participants au marché que pour la Commission chargée de veiller à l'application de la loi. Le paragraphe 1 prévoit que les personnes visées doivent déclarer à l'émetteur et à la Commission chaque opération individuelle faite pour compte propre endéans les cinq jours de leur conclusion. La déclaration concerne uniquement les opérations faites pour compte propre et portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation sur un marché réglementé, ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions. Ne sont donc pas sujettes à déclaration les opérations portant sur des obligations de l'émetteur. L'obligation de déclaration des opérations pour compte propre qui incombe aux personnes visées au titre du présent paragraphe est sans préjudice de leur obligation de s'abstenir de toute opération d'initiés.

Alors que le paragraphe 1 établit une obligation de déclaration dans le chef des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur ayant son siège statutaire au Luxembourg, ou par des personnes ayant un lien étroit avec elles, le paragraphe 2 établit une obligation de déclaration dans le chef des émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers. Aux termes du paragraphe 2, c'est en effet l'émetteur lui-même qui doit faire la déclaration requise à la Commission.

Le paragraphe 3 fixe le contenu des déclarations à faire à la Commission et à l'émetteur de manière à garantir qu'elle reçoit toutes les informations pertinentes.

Au devoir de déclaration prévu aux paragraphes précédents vient s'ajouter dans le chef des émetteurs une obligation de rendre les informations concernées aisément accessibles au public dès que possible. Les émetteurs peuvent par exemple satisfaire à cette exigence en affichant les informations concernées sur leur site Internet. Ces informations concernées sont en effet susceptibles d'être prises en compte par un investisseur raisonnable dans sa décision d'investissement.

*Section 3: Obligations incombant aux personnes qui produisent  
ou diffusent des recommandations d'investissement*

Sous-section 1: Principe général

*Article 18*

L'article 18 reprend le principe général de l'article 6, paragraphe (5) de la directive 2003/6/CE qui s'applique à la fois aux personnes qui produisent des recommandations d'investissement et aux personnes qui diffusent des recommandations d'investissement. Il établit le principe général que les recommandations d'investissement doivent être présentées d'une manière équitable, c.-à-d. d'une manière honnête, complète, claire, précise et aisément compréhensible. Le second alinéa propose une définition de „personnes concernées“ aux fins d'alléger le texte de loi et en améliorer la lisibilité.

Les personnes visées par la section 3 du chapitre III sont non seulement les personnes soumises à la surveillance de la Commission, mais également d'autres personnes produisant et/ou diffusant des recommandations d'investissement. Sont donc visés entre autres les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et autres professionnels du secteur financier, les entreprises d'assurance, les analystes financiers, les éditeurs de lettres d'investissement et les journalistes. La section 3 du chapitre III n'a pas pour objet de réglementer les personnes qui ne sont pas soumises à la surveillance prudentielle de la Commission et partant à étendre cette sphère de compétence de la Commission, mais son objet est d'imposer à ces personnes un certain comportement lorsqu'elles produisent et/ou diffusent des recommandations d'investissement dans l'exercice de leur profession ou la conduite de leur activité. Au titre de l'article 2, paragraphe 1 de la loi modifiée du 23 décembre 2003 portant création d'une commission de surveillance du secteur financier, la Commission est l'autorité compétente pour la surveillance des marchés d'actifs financiers. Dans la mesure où les dispositions de la section 3 du chapitre III de la loi visent à renforcer la transparence et l'intégrité des marchés financiers, l'article 2, paragraphe 1 précité constitue le fondement juridique de la compétence de la Commission pour veiller à ce que ces personnes respectent les obligations que leur impose la loi.

La section 3 du chapitre III traite des personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement au Luxembourg. Il s'agit donc tout d'abord de personnes établies au Luxembourg. Tombent également sous le coup de cette section les personnes établies à l'étranger pour autant

qu'elles diffusent des recommandations d'investissement ciblées sur le Luxembourg. Font partie de cette catégorie de personnes par exemple les établissements de crédit étrangers qui diffusent sous le couvert de la libre prestation de services des recommandations d'investissement destinées spécifiquement au public luxembourgeois. Les recommandations d'investissement produites par des personnes établies à l'étranger et affichées sur leur site Internet ne sont dès lors pas visées (et cela même si ces recommandations d'investissement sont accessibles au public luxembourgeois) à moins qu'elles ne ciblent spécifiquement le public luxembourgeois.

Une condition supplémentaire consiste à ce que ces personnes agissent dans l'exercice de leur profession ou la conduite de leur activité. Toute production ou diffusion de recommandations d'investissement qui se situe en dehors de ce cadre n'est pas visée par la loi.

Le point 16) de l'article 1er de la loi, qui doit d'ailleurs se lire conjointement avec les points 17) et 18) de l'article 1er, précise ce qu'il y a lieu d'entendre par „recommandation d'investissement“. Il s'agit de travaux de recherche ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement concernant des instruments financiers ou des émetteurs d'instruments financiers, destinés aux canaux de distribution ou au public. L'information doit donc être rendue publique ou doit être accessible à un grand nombre de personnes. Les travaux de recherche ou autres informations visées que le gestionnaire de fortune au service d'un professionnel financier de droit luxembourgeois met à disposition de ses clients dans le cadre du „private banking“ ne sont pas couverts par la section 3 du chapitre III dans la mesure où ces informations ne sont ni rendues publiques ni rendues accessibles à un grand nombre de personnes. Par contre, les travaux de recherche ou autres recommandations de recherche publiés par un établissement de crédit de droit luxembourgeois sur son site Internet et librement accessibles sans code tombent sous le couvert de la section 3 du chapitre III.

L'article 18 dispose que les personnes concernées veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. Les articles 19 et suivants qui portent transposition des mesures d'exécution de la directive 2003/125/CE apportent des précisions sur la manière dont l'information et les conflits d'intérêts doivent être présentés pour répondre aux exigences de l'article 18. On notera que la loi oblige les personnes concernées à mentionner les conflits d'intérêts en rapport avec des instruments financiers. Ainsi, par exemple, une banque qui recommande au public d'acheter des obligations d'un émetteur donné, doit mentionner qu'elle a fait une prise ferme de ces obligations.

L'information peut être présentée sous une forme écrite, sur support papier ou par voie électronique, ou peut être rendue publique dans le cadre d'une réunion publique avec des investisseurs potentiels ou d'une émission de télévision ou de radio. L'information communiquée dans le cadre de réunions avec les agences de notation ou avec les analystes financiers n'est pas visée dans la mesure où elle n'est accessible qu'à un cercle restreint de personnes.

L'article 6, paragraphe (5) de la directive 2003/6/CE ne fait pas obstacle à ce que les professions visées par la section 3 du chapitre III de la loi, telles que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les autres professionnels du secteur financier, les entreprises d'assurance, les analystes financiers ou les journalistes, se dotent notamment de codes de conduite destinés à préciser les mesures que les membres de la profession visée sont censés prendre pour se conformer aux obligations de l'article 18 de la loi. Bien au contraire, l'article 6, paragraphe (5) de la directive 2003/6/CE encourage l'élaboration de tels codes de conduite professionnels. Ces codes de conduite sont à développer en concertation avec la Commission.

#### Sous-section 2: Obligations incombant aux personnes qui produisent des recommandations d'investissement

##### *Article 19*

L'identité de la personne qui produit une recommandation d'investissement est une information précieuse pour un investisseur, car elle est susceptible d'influencer sa décision de suivre la recommandation d'investissement ou non. Aussi la recommandation d'investissement doit-elle mentionner clairement et de manière apparente l'identité de la personne responsable de sa production.

Les établissements de crédit ou les entreprises d'investissement qui produisent des recommandations d'investissement à destination du public ou d'un grand nombre de personnes sont réputés avoir rempli

l'obligation de transparence qui leur incombe au titre de l'article 19, lorsqu'ils indiquent leur nom, leur adresse géographique, le département ou service responsable de la production de la recommandation d'investissement (par exemple département d'analyse financière, de recherche, de „private banking“ ou d'„investment banking“) ainsi que le nom des personnes physiques travaillant au sein de ce département ou service qui ont élaboré la recommandation d'investissement. Le paragraphe 2 les oblige en outre à indiquer le nom de l'autorité de surveillance prudentielle concernée, cette information étant susceptible d'influencer la décision d'investissement des investisseurs. Les établissements de crédit et les entreprises d'investissement établis au Luxembourg doivent également indiquer que le fait que la Commission exerce une surveillance prudentielle à l'égard de l'établissement concerné n'implique nullement qu'elle exerce un contrôle sur le contenu de la recommandation d'investissement. Cette précision est utile à deux égards: tout d'abord, elle vise à prévenir de fausses attentes dans le chef des investisseurs et à ne pas induire les investisseurs en erreur; ensuite, elle assure que la Commission ne peut pas être tenue responsable du contenu de la recommandation d'investissement.

Les analystes financiers indépendants sont tenus d'indiquer le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation et le nom de la personne morale responsable de sa production.

Pour les recommandations d'investissement publiées dans des journaux tels que le Financial Times, le Handelsblatt ou l'Echo, il faudra indiquer l'identité de la personne physique ou morale qui a la responsabilité juridique de la production de la recommandation d'investissement. Il en est de même pour les recommandations d'investissement publiées par d'autres médias tels que Bloomberg ou Reuters. Les analystes financiers, journalistes et autres personnes concernées sont par ailleurs tenus de faire référence aux codes de conduite ou aux autres normes d'autorégulation auxquels ils sont le cas échéant soumis.

Le paragraphe 3 vise le cas particulier où les recommandations d'investissement sont communiquées sous une forme non écrite, par exemple dans le cadre d'une réunion publique avec des investisseurs, d'une émission de télévision ou de radio. Dans cette hypothèse les personnes concernées sont réputées avoir rempli l'obligation d'information prévue au titre de l'article 19, lorsqu'elles font référence sur leur site Internet à l'endroit où les informations visées aux paragraphes 1 et 2 peuvent être directement ou aisément consultées par le public.

Le paragraphe 4 prévoit une exemption conditionnelle pour les journalistes. En effet, les paragraphes 1 et 2 de l'article 19 ne s'appliquent pas aux journalistes lorsque ces derniers sont soumis à une réglementation équivalente appropriée qui produit des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 2. Il appartient à la Commission d'apprécier si les conditions du paragraphe 4 sont remplies dans le chef des journalistes qui produisent des recommandations d'investissement au Luxembourg. Lorsqu'il s'agit de journalistes qui opèrent au Luxembourg à partir de l'étranger, la Commission doit consulter l'autorité compétente étrangère au sens de l'article 1er, point 9) de la loi avant de décider si les conditions du paragraphe 4 sont remplies. L'avis de l'autorité compétente étrangère est certes une information précieuse, mais il ne lie pas la Commission.

#### *Article 20*

Alors que l'article 18 établit le principe général que les recommandations d'investissement doivent être présentées d'une manière équitable, l'article 20, paragraphe 1 énonce les exigences détaillées auxquelles doivent satisfaire les personnes concernées afin d'assurer une présentation équitable des recommandations d'investissement. Ces exigences sont motivées par le souci de garantir aux investisseurs une information pertinente, claire et fiable leur permettant de prendre une décision d'investissement en connaissance de cause.

Le paragraphe 2 adapte la règle du paragraphe précédent au cas particulier où la recommandation d'investissement est présentée sous une forme non écrite. Cette disposition constitue le parallèle de l'article 19, paragraphe 3.

Le paragraphe 3 prévoit que les personnes concernées doivent veiller, avec une attention raisonnable, à pouvoir démontrer, sur demande de la Commission, le caractère raisonnable de toute recommandation d'investissement.

En ce qui concerne le paragraphe 4, il y a lieu de se référer aux commentaires relatifs à l'article 19, paragraphe 4.

### Article 21

Cet article définit des obligations supplémentaires à respecter par les personnes concernées en vue d'une présentation équitable des recommandations d'investissement. L'article 21 ne s'applique en principe pas aux journalistes, à moins que leur activité principale ne consiste à produire des recommandations d'investissement.

La loi ne précise pas ce qu'il y a lieu d'entendre par „personne morale liée“. Eu égard à la multiplicité de cas qui peut se présenter dans la pratique, le législateur communautaire a souhaité assurer une marge d'intervention importante aux autorités compétentes concernées. Une définition précise des termes pourrait en effet dans un cas donné empêcher une autorité d'intervenir, alors même qu'elle estime être en présence d'un cas d'abus de marché.

Le paragraphe 1 énumère les informations à mettre à disposition des investisseurs. Les paragraphes 2 et 3 permettent d'apporter, dans des circonstances déterminées, des adaptations à la règle générale du paragraphe 1. Ainsi, plutôt que d'indiquer certaines informations directement dans la recommandation d'investissement elle-même, la personne concernée peut choisir d'inclure dans la recommandation d'investissement une référence à l'endroit où les informations peuvent être directement et aisément consultées par le public.

### Article 22

Lorsque la personne concernée, qu'il s'agisse de la personne qui a participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement ou de la personne morale pour le compte de laquelle la personne qui a participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement travaille, a un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation d'investissement ou a d'autres conflits d'intérêts significatifs avec l'émetteur auquel se rapporte la recommandation d'investissement, elle doit mentionner la nature de ces intérêts ou conflits d'intérêts dans la recommandation d'investissement elle-même. Cette information est essentielle pour les investisseurs afin qu'ils puissent évaluer l'objectivité et la fiabilité des recommandations d'investissement. Les informations à mettre à disposition des investisseurs doivent porter sur l'ensemble des relations et circonstances dont les personnes concernées doivent raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation d'investissement. Il appartient donc aux personnes concernées de déterminer si une relation ou une circonstance donnée est susceptible d'influencer l'opinion exprimée dans une recommandation d'investissement. La notion d'„intérêt financier significatif“ n'est pas définie dans la directive 2003/125/CE. Il s'agit d'une notion qui doit être appréciée par rapport à la personne concernée. En effet, ce qui représente un intérêt financier significatif pour un employé de banque peut constituer un intérêt financier négligeable pour l'établissement de crédit lui-même. Aussi le projet de loi ne propose-t-il pas de définir cette notion qui devra s'apprécier au cas par cas.

Sont énoncées au paragraphe 2 les informations que les personnes concernées doivent mentionner dans la recommandation d'investissement lorsqu'elles sont des personnes morales. Le paragraphe 2 n'impose pas d'obligations d'information supplémentaires aux personnes morales visées, mais ne fait que préciser la nature des informations à fournir par ces personnes pour satisfaire aux exigences du paragraphe 1. La lettre a) s'applique aux personnes participant à l'élaboration de la recommandation d'investissement; ces dernières sont tenues de fournir des informations relatives aux intérêts ou conflit d'intérêts éventuels de la personne morale pour compte de laquelle elles travaillent ou des personnes morales qui lui sont liées pour autant qu'elles ont accès ou peuvent raisonnablement être considérées comme ayant accès à ces informations. Est notamment visé l'analyste financier qui travaille pour un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement. Ainsi, s'il existe une séparation nette sous forme de murailles de Chine entre le département d'analyse financière et le département banque d'affaire d'un même établissement de crédit, les analystes, en publiant des recommandations d'investissement, ne sont pas obligés de faire état de conflits d'intérêt de l'établissement de crédit en raison de son activité de banque d'affaire dans la mesure où ils ignorent ces conflits. La lettre b) étend l'obligation d'information de la lettre a) aux personnes qui n'ont pas participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement mais ayant accès ou pouvant raisonnablement être considérées comme ayant accès à la recommandation d'investissement avant sa diffusion au public. Sont visés le cas échéant le chef des départements d'analyse financière, de „private banking“ ou d'„investment banking“ ou encore la direction autorisée des établissements de crédit en vertu de l'article 7 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier. Le cercle des personnes visées varie en fait en fonction de la nature de l'organisation interne de la personne concernée.

Le paragraphe 3 prévoit que les informations visées aux paragraphes 1 et 2 doivent être mentionnées dans la recommandation d'investissement elle-même à moins que ces informations ne soient disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée. Dans cette hypothèse, il suffit que la personne concernée fasse référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les informations requises peuvent être consultées par le public.

Le paragraphe 4 définit un régime allégé en cas de recommandations d'investissement non écrites. Il suffit alors à la personne concernée de mentionner l'existence d'intérêts ou conflits d'intérêts éventuels lors de la présentation orale des recommandations d'investissement sous réserve de fournir sur son site Internet les informations visées aux paragraphes 1 et 2.

En ce qui concerne le paragraphe 5, il y a lieu de se référer aux commentaires de l'article 19, paragraphe 4 du projet de loi qui s'appliquent mutatis mutandis.

### *Article 23*

Le paragraphe 1 définit une liste d'informations supplémentaires relatives à leurs intérêts ou conflits d'intérêts à fournir par les analystes indépendants, les entreprises d'investissement, les établissements de crédit, les personnes morales qui leur sont liées ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement. Ne sont donc pas couverts par l'article 23 les journalistes à moins que leur activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement. Nonobstant le caractère exhaustif de la liste, les personnes visées sont libres d'indiquer toute information supplémentaire qu'elles jugent être utile au public. Les informations énumérées au paragraphe 1 sont à mentionner dans la recommandation d'investissement elle-même sous réserve du paragraphe 5. Ces informations sont utiles aux investisseurs pour évaluer l'objectivité et la fiabilité des recommandations d'investissement.

Le paragraphe 2 oblige les entreprises d'investissement et les établissements de crédit de mentionner, en termes généraux, les mesures administratives et organisationnelles prises en vue d'éviter ou de prévenir les conflits d'intérêts en relation avec les recommandations d'investissement. Doit être indiquée en particulier l'existence de barrières à l'information au sein des personnes visées. Les informations requises ne doivent pas nécessairement être mentionnées dans la recommandation d'investissement elle-même, mais peuvent également être fournies sur le site Internet des entreprises d'investissement et établissements de crédit. L'exigence du paragraphe 2 n'a pas trait aux procédures dont se sont dotées les entreprises d'investissement et les établissements de crédit pour identifier, limiter ou gérer les conflits d'intérêts qu'ils n'ont pas pu éviter.

Au titre de l'article 22, paragraphe 1, les personnes qui travaillent pour une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit et qui participent à l'élaboration de recommandations d'investissement doivent mentionner dans la recommandation d'investissement même si elles ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs instruments financiers faisant l'objet de la recommandation d'investissement. Le paragraphe 3 de l'article 23 traite de deux cas spécifiques où ces personnes ont un intérêt significatif qu'elles doivent mentionner. On notera que le premier alinéa s'adresse à la fois aux personnes physiques et morales, alors que le second alinéa traite uniquement des personnes physiques.

Le paragraphe 4 prévoit que les entreprises d'investissement et les établissements de crédit déterminent certaines estimations quantitatives qui sont censées donner une indication au public sur l'objectivité et la fiabilité des recommandations d'investissement qu'ils ont fournies.

Le paragraphe 5 prévoit que les informations visées aux paragraphes 1 à 4 doivent être mentionnées dans la recommandation d'investissement elle-même à moins que ces informations ne soient disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée. Dans cette hypothèse, il suffit que la personne concernée fasse référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les informations requises peuvent être consultées par le public.

Le paragraphe 6 adapte la règle générale du paragraphe 1 au cas particulier des recommandations d'investissement non écrites. Dans cette hypothèse, il suffit à la personne concernée de mentionner, lors de la présentation orale de la recommandation d'investissement, si elle se trouve dans l'une des hypothèses visées au paragraphe 1 à condition de fournir sur son site Internet les informations requises au paragraphe 1.

Sous-section 3: Obligations incombant aux personnes qui diffusent  
des recommandations d'investissement produites par des tiers

*Article 24*

Les articles 24 à 26 traitent des personnes qui diffusent des recommandations d'investissement produites par des tiers. L'article 24 constitue le pendant de l'article 19. Les personnes concernées qui diffusent des recommandations d'investissement produites par des tiers doivent indiquer d'une façon claire et apparente dans la recommandation d'investissement leur identité ainsi que l'identité des tiers qui ont produit la recommandation d'investissement. Elles sont dispensées de mentionner l'identité des tiers qui ont produit la recommandation d'investissement lorsqu'elles diffusent cette recommandation sous leur propre responsabilité. En tout état de cause, est à indiquer dans la recommandation d'investissement l'identité de la personne qui a la responsabilité juridique en la matière.

*Article 25*

L'article 25 traite du cas où les personnes concernées ont modifié la substance des recommandations d'investissement produites par des tiers. Il n'est donc pas d'application lorsque les personnes concernées se limitent à diffuser des recommandations d'investissement produites par des tiers sans y apporter de changements quant au fond. Cette exemption, qui est prévue explicitement au paragraphe 3 pour ce qui concerne plus particulièrement les journalistes, vaut également de manière implicite pour les autres personnes concernées.

Lorsque les personnes concernées changent le sens directionnel des recommandations d'investissement produites par des tiers, elles sont soumises aux dispositions des articles 19 à 22 au même titre que les personnes qui ont produit ces recommandations d'investissement, en ce qui concerne la ou les parties de la recommandation d'investissement faisant l'objet de la modification substantielle. En d'autres termes, elles doivent assurer une présentation équitable des recommandations d'investissement et indiquer les éventuels intérêts financiers significatifs qu'elles ont dans les instruments financiers qui font l'objet de la recommandation d'investissement ou les éventuels conflits d'intérêts significatifs qu'elles ont avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation d'investissement. Par un changement directionnel d'une recommandation d'investissement, on entend le fait de transformer une recommandation d'„acheter“ en une recommandation de „conserver“ ou de „vendre“ et vice versa.

Le paragraphe 2 introduit une obligation supplémentaire pour les personnes morales concernées qui diffusent soit elles-mêmes soit par l'intermédiaire de personnes physiques des recommandations d'investissement qu'elles ont substantiellement modifiées. Ces personnes doivent s'organiser de manière à pouvoir indiquer, sur demande, aux destinataires des recommandations d'investissement l'endroit où ces derniers trouvent des informations sur l'identité de la personne qui a produit la recommandation d'investissement, la recommandation d'investissement elle-même ainsi que la mention des éventuels intérêts significatifs ou conflits d'intérêts significatifs de ladite personne. Ces informations ne sont toutefois à mettre à disposition des destinataires de la recommandation d'investissement que dans la mesure où elles sont publiques.

Le paragraphe 4 définit des exigences applicables aux personnes concernées qui diffusent un résumé d'une recommandation d'investissement produite par un tiers.

*Article 26*

L'article 26 impose des obligations supplémentaires aux entreprises d'investissement, aux établissements de crédit, ainsi qu'aux personnes physiques travaillant pour le compte de ceux-ci, lorsqu'ils diffusent des recommandations d'investissement produites par un tiers tel que l'entreprise mère, une société sœur ou un analyste financier indépendant.

*Section 4: Obligations incombant aux marchés réglementés  
ainsi qu'aux établissements de crédit, entreprises d'investissement  
et opérateurs de marché exploitant un MTF*

*Article 27*

Les marchés réglementés ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF sont, de par leur activité, impliqués, directement ou indirectement, dans l'exécution des opérations d'achat et de vente d'instruments financiers. Le para-

graphe 1 exige dès lors de ces entités qu'elles se dotent de procédures adéquates visant à prévenir et à déceler les pratiques de manipulations de marché. Au nombre des dispositions que les marchés réglementés ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF peuvent prendre pour satisfaire aux exigences de l'article 27 figurent, selon le considérant (27) de la directive 2003/6/CE, des règles concernant la transparence des opérations conclues, la publication intégrale des accords en matière de régularisation de cours, un système équitable d'appariement des ordres, l'introduction d'un système efficace de détection des ordres anormaux, un dispositif de fixation des cours de référence des instruments financiers suffisamment robuste et la clarté des règles relatives à la suspension des opérations. En tout état de cause, ils doivent satisfaire aux exigences définies dans la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers.

Les paragraphes 2 et 3, qui portent transposition des articles 26 et 43 de la directive 2004/39/CE précitée, exigent des marchés réglementés ainsi que des établissements de crédit, entreprises d'investissement et opérateurs de marché exploitant un MTF d'exercer un contrôle sur les transactions effectuées par leurs membres, participants ou utilisateurs dans le cadre de leurs systèmes en vue de détecter tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché. Dans l'hypothèse où ils détecteraient un tel comportement, ils sont tenus de le signaler à la Commission et de fournir à celle-ci toutes les informations pertinentes pour instruire et poursuivre les abus de marché. Ils doivent aussi prêter à la Commission toute l'aide dont elle aurait besoin en matière d'enquête et de poursuites d'abus de marché.

#### **Chapitre IV: Autorités compétentes**

##### *Article 28*

La multiplicité d'autorités compétentes au sein des Etats membres, dotées de responsabilités, peut être source de confusion pour les participants au marché. C'est pourquoi la directive 2003/6/CE exige à l'article 11 de chaque Etat membre de désigner une autorité administrative unique qui doit assumer la responsabilité utile du contrôle des dispositions adoptées en application de la directive 2003/6/CE. Cette autorité administrative unique est également chargée de la collaboration avec les autorités compétentes étrangères. Au Luxembourg c'est la Commission de surveillance du secteur financier qui est l'autorité administrative compétente pour veiller à l'application des dispositions de la loi et qui est chargée de la collaboration avec ses homologues étrangers.

Le second alinéa de l'article 11 de la directive 2003/6/CE qui exige des Etats membres de mettre en place des procédures de consultation efficaces des participants au marché sur les modifications de la législation nationale n'a pas été transposé dans le projet de loi. Il ne s'avère en effet pas nécessaire de transposer cette disposition au regard de la procédure législative luxembourgeoise qui requiert l'avis notamment des chambres professionnelles sur tout projet de loi qui concerne leurs membres. A cela s'ajoute qu'il existe au Luxembourg dans le secteur financier une pratique de consultation bien établie et qui fonctionne à la satisfaction des personnes concernées. Ainsi, depuis des années, tout projet de réglementation financière est soumis pour avis à divers comités institués auprès de la Commission et composés d'experts du secteur privé et public.

##### *Article 29*

Le paragraphe 1 qui porte transposition de l'article 12, paragraphes (1) et (2) de la directive 2003/6/CE exige que la Commission soit investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions. Cette disposition introduit deux innovations majeures: tout d'abord, la Commission dispose de ces pouvoirs non seulement à l'égard des personnes soumises à sa surveillance (par exemple, établissements de crédit ou autres professionnels du secteur financier), mais également à l'égard des autres personnes couvertes par la loi (dont notamment les analystes financiers indépendants, les journalistes, les avocats, les réviseurs d'entreprises, les émetteurs non financiers). Ensuite, le paragraphe 1 confère à la Commission non seulement des pouvoirs de surveillance, mais également des pouvoirs d'enquête.

L'article 12, paragraphe (2) de la directive 2003/6/CE définit un ensemble commun de compétences minimales et de moyens d'action puissants à conférer à l'autorité compétente unique de chaque Etat membre afin de renforcer l'efficacité du dispositif communautaire de lutte contre l'abus de marché.

L'article 29 ne stipule aucunement que la Commission doit exercer elle-même directement l'ensemble des pouvoirs énumérés au paragraphe 1. En particulier, cette disposition ne porte pas préjudice aux pouvoirs des autorités judiciaires. Ainsi, par exemple, la Commission n'est pas habilitée à prononcer elle-même le gel ou la mise sous séquestre d'actifs, mais elle est tenue d'adresser à cet effet une requête au Président du tribunal.

Le paragraphe 2 permet en outre à la Commission de prendre toute mesure nécessaire à la bonne information du public. Une publication aussi rapide que possible des informations privilégiées d'une manière claire et équitable est un préalable à l'intégrité et au bon fonctionnement des marchés financiers. C'est pourquoi la Commission doit être à même de prendre toute mesure qu'elle juge nécessaire en vue d'assurer le respect par les participants au marché des règles de transparence définies dans la loi.

Le paragraphe 3 permet à certaines professions particulières telles que les avocats ou les journalistes à opposer, partiellement ou complètement, leur secret professionnel à la Commission conformément au droit national. Par contre, les personnes soumises à la surveillance de la Commission ne peuvent pas se prévaloir de la disposition du paragraphe 3 étant donné que la Commission dispose d'un droit de regard général à l'égard de ces personnes en vertu de l'article 53 de la loi modifiée du 5 avril 1993 relative au secteur financier.

### *Article 30*

Le développement des activités transfrontalières rend nécessaire un renforcement de la coopération entre autorités compétentes nationales, ainsi que la définition d'un corps de règles étendu régissant l'échange d'informations entre autorités compétentes nationales. La directive établit dès lors une obligation de coopération entre autorités compétentes des Etats membres aux fins de l'accomplissement de leurs missions respectives. En particulier, elles sont tenues de se prêter mutuellement concours dans le cadre d'enquêtes.

Le projet de loi étend ce devoir de coopération de la Commission au-delà de l'Union européenne en prévoyant une coopération avec les autorités compétentes des pays tiers selon les mêmes termes. Le Luxembourg étant une place financière internationale il serait difficilement concevable d'instaurer un régime de coopération à deux vitesses en fonction de l'origine géographique de l'autorité requérante. Une telle discrimination basée sur la nationalité serait d'autant moins justifiée que l'abus de marché est un phénomène international qui ne s'arrête pas aux frontières de l'Union européenne. La coopération avec les autorités compétentes des pays tiers est toutefois sujette à une clause de réciprocité visant à s'assurer que la Commission peut également compter le cas échéant sur le concours de ces autorités dans le cadre d'enquêtes sur l'abus de marché. La clause de réciprocité n'est pas retenue dans les relations avec les autorités compétentes des Etats membres de l'Union européenne, étant donné que la directive 2003/6/CE leur impose un devoir de coopération.

Le paragraphe 2 précise que la Commission doit donner suite aux demandes d'informations de la part d'autorités compétentes étrangères, sauf dans des cas exceptionnels énumérés limitativement dans la loi. La communication des informations requises est soumise à certaines conditions relatives à la finalité et la confidentialité.

Le paragraphe 3 règle l'usage que la Commission peut faire des informations reçues de la part d'autorités compétentes étrangères.

Les paragraphes 4 et 5 définissent la coopération entre autorités compétentes lorsqu'il y a une dimension transfrontalière à la violation des dispositions législatives régissant l'abus de marché. Etant donné que les compétences des autorités compétentes nationales sont limitées au territoire national, il s'avère indispensable que l'autorité compétente étrangère concernée prenne le relais dans le but d'assurer un dispositif efficace de lutte contre l'abus de marché.

Les paragraphes 6 et 7 traitent plus particulièrement des enquêtes à mener à l'étranger. Lorsqu'une autorité étrangère adresse une demande à la Commission avec prière de mener une enquête au Luxembourg, la Commission doit donner une suite favorable à cette demande, sauf dans des cas particuliers énumérés limitativement au paragraphe 7. L'enquête est placée intégralement sous le contrôle de la Commission. Cette dernière effectue elle-même l'enquête ou mandate à cet effet des tiers. Lorsque l'autorité compétente étrangère demande que certains de ses agents soient autorisés à accompagner les agents de la Commission lors de l'enquête, la Commission doit y consentir, sauf dans les cas limitativement énumérés au paragraphe 7.

Le paragraphe 8 introduit une voie de recours extra-judiciaire permettant à la Commission de porter à l'attention de CESR les cas où sa demande d'informations ou sa demande de mener une enquête sur le territoire d'un autre Etat membre n'aurait pas reçu de suite dans des délais raisonnables ou aurait été rejetée. L'objectif est de trouver un règlement à l'amiable au sein du Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR). Il va de soi que le paragraphe 8 ne concerne que les relations de la Commission avec des autorités compétentes d'autres Etats membres.

#### *Article 31*

Les articles 2 et 3 de la directive 2004/72/CE sont transposés au chapitre IV intitulé „Autorités compétentes“ plutôt qu'au chapitre 1 „Définitions et champ d'application“ dans la mesure où ces dispositions imposent des obligations à la Commission. L'idée est de regrouper l'ensemble des exigences de coopération et de consultation à charge de la Commission dans un chapitre unique.

Le paragraphe 1 donne une liste non exhaustive de critères à prendre en considération par la Commission lorsqu'elle est appelée à évaluer l'acceptabilité d'une pratique de marché. L'évaluation des pratiques de marché doit se faire en collaboration avec les autorités compétentes d'autres pays et en particulier les autorités de pays où des marchés comparables existent.

Les pratiques des participants au marché doivent respecter les principes d'équité et d'efficacité pour ne pas nuire à l'activité normale du marché et à son intégrité. Les pratiques de marché qui entraveraient l'interaction entre offre et demande en limitant les possibilités de réaction d'autres participants aux opérations sont tout particulièrement susceptibles de porter atteinte à l'intégrité du marché. La probabilité que de telles pratiques soient acceptables pour la Commission est donc faible. En revanche, les pratiques de marché qui améliorent la liquidité du marché sont davantage susceptibles d'être acceptées par la Commission que les pratiques la diminuant. Les pratiques enfreignant les règles et dispositions destinées à prévenir les abus de marché ou ne respectant pas les codes de conduite sont également davantage susceptibles d'être jugées inacceptables par la Commission.

La Commission attachera une attention particulière à la transparence des pratiques de marché des participants pour déterminer si une pratique donnée est acceptable ou non. Moins la pratique sera transparente, moins elle aura de chances d'être acceptée. Il se peut toutefois, pour des raisons structurelles, que des pratiques observées sur des marchés non réglementés soient moins transparentes que des pratiques similaires sur des marchés réglementés. La Commission ne devra pas pour autant juger ces pratiques d'office comme inacceptables.

Selon le paragraphe 2, le simple fait que des pratiques de marché n'ont pas encore été formellement reconnues par le marché, notamment parce qu'elles sont nouvelles ou émergentes, ne constitue pas une raison suffisante permettant de qualifier ces pratiques d'inacceptables. La Commission peut toutefois considérer ces pratiques comme inacceptables lorsque le marché a manifesté son intention de ne pas reconnaître les pratiques en question.

Dans un contexte d'évolution rapide des pratiques pour s'adapter aux besoins des investisseurs, le paragraphe 3 prévoit que la Commission doit procéder périodiquement au réexamen des pratiques de marché qu'elle a acceptées.

Les paragraphes 4 à 7 traitent de la procédure à suivre par la Commission pour évaluer ou réévaluer l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière. La consultation des autorités compétentes des pays dans lesquels il existe des marchés pouvant être comparés au marché concerné est un élément clé de cette procédure aux fins d'aboutir à la coordination et à une grande convergence des décisions prises par les autorités compétentes nationales. A cet effet, la Commission doit d'ailleurs communiquer sa décision le plus rapidement au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières (CESR).

Le paragraphe 6 enjoint à la Commission d'assurer la publication de ses décisions concernant l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière en précisant les facteurs qui ont influencés sa décision. Les décisions de la Commission sont à porter à la connaissance des participants au marché par voie de circulaire.

Le paragraphe 8 exige que toute décision de la Commission d'accepter une pratique de marché donnée ne puisse être modifiée qu'à condition de consulter au préalable les autorités compétentes étrangères de pays dans lesquels il existe des marchés comparables.

## Chapitre V: Sanctions

La directive 2003/6/CE a emprunté une démarche répressive dans le but de promouvoir les objectifs de sécurité et de transparence des marchés financiers. Parallèlement l'idée développée est celle de la nécessité d'assurer une certaine homogénéité des réglementations, y compris au niveau de la définition des sanctions d'un Etat membre à l'autre.

Toutefois, dès lors qu'en vertu du Traité de l'Union, les sanctions pénales relèvent dans l'ordre juridique européen, de la compétence des Etats membres, l'harmonisation ne pouvait être envisagée au niveau de la directive.

Dans le présent projet de loi, afin de satisfaire à cet objectif d'harmonisation, l'option a été prise d'aligner le niveau des sanctions résolument sur les seuils choisis par la France. Ces niveaux de sanctions s'alignent sur le seuil des sanctions choisies par d'autres Etats membres.

En procédant de la sorte quelques excès de rigueur de la loi du 3 mai 1991 ont été corrigés.

Par ailleurs il convenait, par rapport à cette première loi, de tenir compte de la refonte du Chapitre II du Livre 1er du Code Pénal par la loi du 13 juin 1994, régissant le système des sanctions en droit luxembourgeois.

### *Sanctions pénales à prononcer contre les personnes morales*

Lorsque l'opération d'initiés a été réalisée au profit d'une personne morale, le droit luxembourgeois ne permet pas jusqu'à présent d'engager des poursuites pénales à l'encontre de celle-ci. La position de principe du droit luxembourgeois étant celle de l'irresponsabilité pénale des personnes morales.

Dans une telle hypothèse l'infraction était imputée à une personne physique. L'article 2, paragraphe 2 de la loi précitée du 3 mai 1991 disposait que l'interdiction prévue au paragraphe 1 du même article s'applique „aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à la transaction pour le compte de la personne morale en question“. Les personnes morales ne tombaient donc pas directement sous le champ d'application de la loi et n'encouraient pas de sanctions.

La même solution avait été à l'origine adoptée par le droit français et le droit belge. Toutefois, la France comme la Belgique ont depuis introduit le principe de la responsabilité pénale des personnes morales dans leur législation.

Sur ce point la directive semble prévoir que des poursuites devront pouvoir être engagées non seulement à l'encontre de la personne morale mais „également“ des personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale. La transposition de la directive ne pourra donc se faire sans que soit abordée la question de la responsabilité pénale des personnes morales.

Il n'est assurément pas concevable d'introduire la responsabilité pénale des personnes morales de manière incidente dans une loi spéciale, la matière exigeant une réflexion approfondie et l'intervention du législateur, de préférence au niveau du Code pénal.

L'exigence du droit communautaire au regard du droit national est définie dans les termes suivants par la Cour de justice des communautés européennes: la „pénalisation (doit être) appropriée au caractère et au but des prescriptions qu'il s'agit de sanctionner.“ (Cf. arrêts de la Cour du 20 juin 2002, Radiosistemi, C-388/00 et C-429/00, et du 11 septembre 2003, Safalero, C-13/01 et pour un examen de l'ensemble de la matière: 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 I 2004).

Ce n'est que dans le cadre appelé communément le troisième pilier que des mesures pénales proprement dites sont exigées des pays membres. Dans cette matière nous nous retrouvons cependant en matière conventionnelle internationale, se rapprochant du domaine des traités internationaux classique. En effet „aucune disposition du traité CE ne prévoit explicitement la possibilité pour les institutions communautaires d'imposer aux Etats membres l'adoption de sanctions pénales“ (Cf. Marc JAEGER op. cit. p. 39)

Les principes d'équivalence et d'effet utile dégagés par la jurisprudence de la CJCE impliquent que les sanctions, pour assurer le respect du droit communautaire doivent être effectives, proportionnées et dissuasives. Il n'est donc nullement exigé que les sanctions soient nécessairement des sanctions pénales. Il est attaché plus d'importance à l'exercice effectif de sanctions qu'à la gravité des sanctions incriminées.

Aussi a-t-il paru opportun et approprié de prévoir un système de sanctions administratives conséquentes, dont la nature et les montants peuvent être dissuasifs non seulement pour des personnes physiques, mais aussi pour des personnes morales. Ainsi le montant de l'amende et la faculté d'interdire l'exercice professionnel constituent les sanctions appropriées permettant de sanctionner effectivement les personnes morales. La seule sanction allant au-delà étant la mise en liquidation d'office de la société ayant enfreint la loi.

#### *Article 32*

##### *Définition de deux catégories d'initiés*

Deux catégories d'initiés sont à distinguer. L'initié „primaire“ (ou direct), visé par le paragraphe 1 est celui qui dispose d'une information privilégiée en raison de sa qualité de dirigeant, de sa participation dans le capital de l'émetteur, de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions. Le délinquant primaire encourt une peine privative de liberté de trois mois à deux ans. Au regard des sanctions comminées par les législateurs étrangers il convenait de ramener le niveau des sanctions à des seuils plus appropriés. En effet, à titre d'exemple, en Belgique la peine encourue n'est que de trois mois à un an d'emprisonnement alors qu'en France elle est de deux ans.

L'initié „secondaire“ (ou indirect) visé par le paragraphe 2 est celui qui dispose et utilise, en connaissance de cause, d'une information privilégiée. La législation belge est sur ce point identique et sanctionne pareillement les deux catégories de délinquants. En France, la peine d'emprisonnement encourue par l'initié secondaire est réduite de moitié par rapport à l'initié primaire.

Afin de rester dans une certaine logique et cohésion, il a été choisi d'aligner les sanctions sur la France.

Les dispositions de la directive exigent que les peines prévues en matière de délit d'initié puissent s'appliquer toutefois sans distinction aux initiés primaires et secondaires, qu'il s'agisse de personnes physiques ou morales.

Lorsque des profits auront été réalisés l'amende pourra être portée jusqu'au décuple du montant du profit réalisé. Là encore la disposition est identique à celle existant en droit français.

Le système de confiscations prévu à l'article 9, alinéa 2 de la loi 3 mai 1991 a été omis, alors que les articles 31 et 32 du Code pénal, introduits par la loi du 13 juin 1994 donnent la même latitude au juge en matière délictuelle.

La saisie et confiscation est facultative et il convient de garder à l'esprit qu'en présence d'une amende fort conséquente comminée, tant en matière pénale qu'en matière administrative, il y a lieu d'éviter des cumuls de sanctions inconsidérés aboutissant à la ruine de la personne ayant commis un délit d'initiés. La proportionnalité, principe sur lequel il y a lieu de revenir ci-après, doit guider la démarche du législateur et du juge.

##### *Inégalité de traitement entre délinquant primaire et secondaire du point de vue de l'élément moral de l'infraction*

Selon la loi luxembourgeoise du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés, la simple possession d'une information privilégiée n'est pas en soi répréhensible. Pour qu'il y ait infraction, il faut que la personne qui détient cette information commette un acte positif et qu'elle le commette en connaissance de cause. Or, sur ce dernier point, la directive 2003/6/CE introduit une distinction entre initiés primaires et initiés secondaires ayant pour conséquence de définir le délit d'initié primaire comme une infraction matérielle. Selon l'article 2, paragraphe 1, alinéa 2 de la directive 2003/6/CE, l'initié primaire est celui qui „détient“ une information privilégiée tout en l'utilisant de manière illégale. L'initié secondaire est en revanche celui qui „sait ou aurait dû savoir“ qu'il s'agit d'une information privilégiée.

Une interprétation littérale des termes employés par la directive amène à considérer que l'infraction de l'opération d'initié primaire est désormais constituée sur base d'un élément simplement matériel (l'utilisation d'une information privilégiée), et que l'élément intentionnel n'est plus requis.

Définir l'opération d'initié comme une infraction matérielle est contraire à la règle de la personnalisation, très forte en droit pénal et expose l'ensemble de ces personnes à une responsabilité pénale dont ils ne pourront s'exonérer. Une telle solution risque en outre de poser des problèmes pratiques pour les employés des sociétés chargées d'exécuter des opérations boursières sur ordre de leur client qui, par après s'avèreraient être des opérations d'initiés. Alors que l'employé peut manifestement ne pas avoir

agi en connaissance de telles informations, en définissant l'opération d'initiés comme une infraction matérielle, l'exonération de responsabilité devient quasiment impossible pour ces derniers.

Aussi et afin de tenir compte des exigences contradictoires du droit pénal et de la directive, a-t-il été choisi de préciser qu'il faut avoir agi sciemment pour avoir commis l'infraction pénale. Dans l'hypothèse où il ne sera pas possible de rapporter la preuve du caractère volontaire de l'acte posé il restera toujours possible de sanctionner par voie de sanctions administratives. Au niveau des sanctions administratives le caractère intentionnel n'est en effet pas exigé.

La définition de l'infraction est par ailleurs tellement large que la visée de la directive est assurément garantie sans donner le caractère d'infraction matérielle aux infractions définies par la présente loi.

Le délit de communication d'information privilégiée ou „tipping off“ est réprimé à l'article 32, paragraphe 3. Ce délit est puni en Belgique et au Luxembourg des mêmes peines que l'opération d'initiés, alors que le droit français a prévu des peines moins lourdes.

Dans un souci de cohérence il a été choisi de suivre l'exemple français.

Le délit de manipulation de marché est réprimé à l'article 32, paragraphe 4. Cette infraction n'existe pas en tant que telle en droit pénal luxembourgeois à l'heure actuelle. Cette infraction est punie des mêmes peines que le délit d'initié primaire.

Il a paru indispensable de légiférer en la matière, alors que les textes actuels existants ne couvrent pas les éléments constitutifs prévus par la directive.

Ainsi, s'il est bien vrai que l'article 311 du Code pénal sanctionne le fait d'opérer la hausse ou la baisse par des moyens frauduleux le prix des effets publics, il n'en reste pas moins que ce texte ne s'applique qu'aux effets publics et ne vise pas les valeurs mobilières.

Les articles 164 et 165 de la loi modifiée du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales peuvent viser des situations ressortissant du domaine du présent texte, il n'empêche que le texte sous discussion vise la manipulation du marché en donnant une définition bien plus large au vu de l'article 1, point 2) du projet de loi.

Les textes de la loi sur les sociétés commerciales gardent cependant leur utilité pour les sociétés non cotées, qui ne tombent pas dans le champ d'application du présent projet de loi.

A l'article 32, paragraphe 5, la tentative de commettre les délits prévus aux paragraphes 1 et 2 est punie des mêmes peines. Toujours dans une démarche répressive, alors que le délit d'initié en droit pénal luxembourgeois n'était poursuivi qu'en cas d'infraction consommée, la directive prévoit la répression de la tentative d'opération d'initiés lorsque son auteur appartient à la catégorie des initiés primaires. La solution n'existe pas concernant les initiés dits secondaires. Jusqu'à présent la tentative d'opération d'initiés n'est pas connue du droit français. Aucun texte législatif ne l'ayant prévue, seule l'infraction consommée peut y être poursuivie.

La Belgique a introduit la tentative de délit d'initiés lors de l'adoption de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers dont les dispositions tiennent compte de la directive sur les opérations d'initiés.

### *Article 33*

Le paragraphe 1 prévoit que la Commission pourra infliger une sanction pécuniaire comprise entre 125 et 1.500.000 euros en cas d'infraction aux dispositions de la loi. Les sanctions peuvent être prononcées à l'encontre de l'ensemble des personnes, physiques ou morales, susceptibles de contrevenir aux dispositions de la loi.

S'agissant du montant de la sanction pécuniaire susceptible d'être prononcé, le droit français ainsi que le droit belge prévoient un plafond de respectivement 1,5 million et 2,5 millions euros.

Afin de garantir un dispositif efficace de sanctions susceptibles d'être prononcées par la Commission, l'amende a été portée au seuil choisi par le législateur français. Ainsi qu'exposé ci-dessus, le montant comminé permet de satisfaire aux exigences de la directive au regard des personnes morales.

Le paragraphe 3 a pour objet de transposer l'article 14, paragraphe (3) de la directive 2003/6/CE, qui renvoie aux Etats membres le soin de déterminer les sanctions applicables en cas de défaut de coopération dans le cadre d'une enquête relevant de l'article 12.

Dès lors que les infractions et manquements d'initiés sont sanctionnés tant sur le plan pénal qu'administratif, la superposition des autorités de répression est susceptible d'aboutir à des cumuls de sanctions. Ces cumuls ont cependant été validés par le Conseil constitutionnel français dans sa décision du 28 juillet 1989, en ajoutant toutefois qu'en vertu du principe de proportionnalité, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne peut excéder le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues (DC No 89-260, 28 juill. 1989, loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, JO du 1er août 1989, p. 9676.). Le paragraphe 4 rencontre les exigences de proportionnalité et d'équité tout en permettant aux deux autorités d'exercer concurremment leur pouvoir de sanctionner.

Afin d'éviter les situations inéquitables où un juge de l'ordre judiciaire, saisi après que la Commission a prononcé une sanction administrative, puisse ajouter une sanction pécuniaire à la sanction administrative déjà prononcée il est important que la loi prévoie l'imputabilité de l'amende pécuniaire sur l'amende qu'il prononce. Une solution contraire aurait pour conséquence de permettre le cumul de deux sanctions pour un même fait. En outre la directive relance le débat sur le cumul de sanctions administratives et pénales dès lors qu'au sens de l'article 6, paragraphe (1) de la Convention européenne des droits de l'homme, les sanctions administratives sont clairement assimilées à la matière pénale. En effet, bien que de nature administrative, les sanctions pécuniaires prononcées par la Commission visent, comme en matière pénale, à punir les auteurs de faits contraires à la présente loi et à dissuader les professionnels du secteur financier de se livrer à de telles pratiques. Le paragraphe 5 ouvrant la possibilité pour le juge d'imputer la sanction pécuniaire prononcée par la Commission sur le montant de l'amende qu'il prononce.

La publicité des mesures et sanctions prononcées par l'autorité administrative prévue au paragraphe 6 est également prévue par la directive. La Commission pourra ainsi ordonner la publication de la décision aux frais de l'intéressé, à l'exception des cas où une telle mesure risque d'avoir des conséquences manifestement excessives ou inappropriées.

Le paragraphe 7 reconnaît à la Commission le pouvoir de prononcer à l'encontre des professionnels auteurs d'infractions à la loi, une interdiction temporaire pour un terme ne pouvant pas dépasser cinq ans d'exercer tout ou partie des services fournis.

## **Chapitre VI: *Recours administratifs***

### *Article 34*

Les décisions de la Commission peuvent faire l'objet d'un recours devant le tribunal administratif suivant la procédure du contentieux administratif, dont le texte a été repris à l'article 34 dans un souci de clarté.

## **Chapitre VII: *Dispositions abrogatoire et finale***

### *Article 35*

En toute logique la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés doit être abrogée. Il s'agit cependant de ne laisser aucune place à l'équivoque et il convient d'éviter de créer un vide juridique et d'assurer la répression des infractions d'initiés, même sous l'empire de l'ancienne loi qu'il convient effectivement d'abroger. Les lois de procédure, notamment l'entraide administrative, contenues dans la nouvelle loi étant d'application immédiate peuvent être exécutées immédiatement, même dans les affaires en cours d'après les règles de la loi sous discussion.

Alors que les dispositions de l'article 311 Code pénal et des articles 164 et 165 de la loi sur les sociétés peuvent s'appliquer à des comportements non visés par la présente loi, mais semblant dignes de protection il paraît utile de maintenir ces textes.

### *Article 36*

L'article 36 prévoit la possibilité de faire référence à la présente loi sous une forme abrégée.

\*

**TABLEAU DE CORRESPONDANCE**  
**entre la directive 2003/6/CE sur les opérations d'initiés**  
**et les manipulations de marché et le projet de loi**

<i>Directive 2003/6/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 1er, point 1 point 2, premier alinéa point 2, second alinéa point 2, troisième alinéa point 3 point 4 point 5 point 6 point 7 Dernier alinéa	Article 1er, point 1 point 2 Commentaires relatifs à l'article 1er, point 2 Non transposable point 3 point 6 point 7 point 8 point 9 Non transposable
Article 2, par. 1 par. 2 par. 3	Article 8, par. 1 par. 2 par. 3
Article 3	Article 9
Article 4	Article 10
Article 5	Article 11
Article 6, par. 1, premier alinéa par. 1, second alinéa par. 2 par. 3, premier et second alinéas par. 3, dernier alinéa, première phrase par. 3, dernier alinéa, seconde phrase par. 4, première phrase par. 4, seconde phrase par. 5 par. 6 par. 7 par. 8 par. 9 par. 10	Article 14, par. 1, premier alinéa par. 4 Article 15, par. 1 Article 16, par. 1 par. 2 par. 3 + par. 6 Article 17, par. 1 par. 4 Article 18 Article 27 Article 29, par. 2 Non transposable Article 12, par. 1 Non transposable

<i>Directive 2003/6/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 7	Article 6
Article 8	Article 7
Article 9	Article 4
Article 10	Article 5
Article 11, premier alinéa second alinéa	Article 28 Non transposé au regard de la procédure législative en vigueur au Luxembourg
Article 12, par. 1 par. 2 par. 3	Article 29, par. 1 par. 1 par. 3
Article 13	Non transposé, car le secret professionnel de la CSSF est défini dans la loi modifiée du 23 décembre 1998 portant création de la Commission de surveillance du secteur financier
Article 14, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4	Articles 32 et 33 Non transposable Article 33, par. 3 par. 6
Article 15	Article 34
Article 16, par. 1 par. 2, premier alinéa, 1e, 2e et 3e phrases premier alinéa, dernière phrase second alinéa troisième alinéa quatrième alinéa cinquième alinéa par. 3, première phrase  2e et 3e phrases 4e phrase 5e phrase par. 4, premier et deuxième alinéas troisième alinéa quatrième alinéa  par. 5	Article 30, par. 1 par. 2, premier alinéa  second alinéa troisième alinéa quatrième alinéa par. 8, première phrase par. 3 par. 4, premier alinéa + par. 5, premier alinéa par. 5, premier alinéa par. 4, second alinéa par. 5, second alinéa par. 6 + par. 7, premier alinéa par. 7, premier alinéa par. 7, deuxième et troisième alinéas Non transposable
Article 17	Non transposable
Article 18, premier alinéa second alinéa	Non transposable Titre de la loi
Article 19	Non transposable
Article 20	Article 34
Article 21	Non transposable
Article 22	Non transposable

**TABLEAU DE CORRESPONDANCE**  
**entre la directive 2003/124/CE de la Commission du**  
**22 décembre 2003 portant modalités d'application de la**  
**directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la**  
**publication des informations privilégiées et la définition**  
**des manipulations de marché et le projet de loi**

<i>Directive 2003/124/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 1er, par. 1 par. 2	Article 2, par. 1 par. 2
Article 2, par. 1, premier alinéa second alinéa troisième alinéa par. 2 par. 3 par. 4	Article 14, par. 2 Article 14, par. 2 par. 5 par. 1, second alinéa par. 6 par. 3
Article 3, par. 1, lettre a) lettre b) par. 2	Commentaires relatifs à l'article 15, par. 1 Commentaires relatifs à l'article 15, par. 1 Article 15, par. 2
Article 4	Article 3, par. 1
Article 5	par. 2
Article 6, par. 1, premier alinéa second alinéa par. 2	Non transposable Titre de la loi Non transposable
Article 7	Non transposable
Article 8	Non transposable

\*

**TABLEAU DE CORRESPONDANCE**  
**entre la directive 2003/125/CE de la Commission du**  
**22 décembre 2003 portant modalités d'application de**  
**la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présenta-**  
**tion équitable des recommandations d'investissement**  
**et la mention des conflits d'intérêts et le projet de loi**

<i>Directive 2003/125/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 1er, point 1 point 2 point 3 point 4 point 5 point 6 point 7 point 8	Article 1er point 14 point 15 point 16 point 17 Article 18 Article 1er, dernier alinéa point 18 point 19
Article 2, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4	Article 19, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4
Article 3, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4	Article 20, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4
Article 4, par. 1 par. 2 par. 3	Article 21, par. 1 par. 2 par. 3
Article 5, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5	Article 22, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5
Article 6, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5 par. 6	Article 23, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5 par. 6
Article 7	Article 24
Article 8	Article 25
Article 9	Article 26
Article 10, par. 1, premier alinéa second alinéa par. 2	Non transposable Titre de la loi Non transposable
Article 11	Non transposable
Article 12	Non transposable

### TABLEAU DE CORRESPONDANCE

**entre la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE 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 opérations suspectes et le projet de loi**

<i>Directive 2004/72/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 1er, point 1 point 2 point 3 point 4 point 5 point 6	Article 1er, point 12 point 13 Article 12, par. 1 Article 1er, point 14 point 15 point 9
Article 2, par. 1 par. 2 par. 3	Article 31, par. 1 par. 2 par. 3
Article 3, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5	par. 4 par. 5 par. 6 par. 7 par. 8
Article 4	Article 2, par. 3
Article 5, par. 1 par. 2 par. 3 par. 4 par. 5	Article 16, par. 2 par. 3 par. 4 par. 5 par. 6
Article 6, par. 1, première phrase seconde phrase troisième phrase quatrième phrase par. 2 par. 3	Article 17, par. 1 par. 1 par. 1 par. 2 Non transposé par. 3
Article 7, premier alinéa, première et deuxième phrases premier alinéa, troisième et quatrième phrases second alinéa	Article 12, par. 2  par. 1 par. 6
Article 8	par. 1

<i>Directive 2004/72/CE</i>	<i>Projet de loi</i>
Article 9, par. 1 par. 2	par. 3 par. 4
Article 10	par. 5
Article 11, par. 1 par. 2 par. 3	par. 7 par. 8 par. 9
Article 12, par. 1, premier alinéa second alinéa par. 2	Non transposable Titre de la loi Non transposable
Article 13	Non transposable
Article 14	Non transposable

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/01

N° 5415<sup>1</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AMENDEMENTS GOUVERNEMENTAUX**

(21.10.2005)

**DEPECHE DE LA SECRETAIRE D'ETAT AUX RELATIONS AVEC  
LE PARLEMENT AU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES**

(27.10.2005)

Monsieur le Président,

A la demande du Ministre du Trésor et du Budget, j'ai l'honneur de vous saisir *d'amendements gouvernementaux* au projet de loi sous rubrique.

A cet effet, je joins en annexe le texte des amendements avec un commentaire.

Veillez agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma haute considération.

*La Secrétaire d'Etat aux Relations  
avec le Parlement,  
Octavie MODERT*

\*

## TEXTE DES AMENDEMENTS AVEC COMMENTAIRE

### *Amendement No 1*

L'article 4 du projet de loi No 5415 est complété par l'ajout de deux alinéas supplémentaires avec le libellé suivant:

*„Les articles 8, 9, 10 et 11 s'appliquent également à tout instrument financier admis à la négociation sur au moins un MTF ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel MTF a été présentée, que l'opération elle-même soit exécutée sur ce MTF ou non.*

*Les articles 8, 9 et 10 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un MTF mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé à l'alinéa précédent.“*

### *Amendement No 2*

Le projet de loi No 5415 est complété par l'insertion d'un chapitre VII nouveau comportant un article 35 nouveau avec le libellé suivant:

#### **„Chapitre VII: Dispositions modificatives**

**Art. 35.**– *Le paragraphe (1) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers est complété par l'insertion du mot „soit“ avant les termes „sur un marché inscrit“ et par l'ajout à la fin du paragraphe des termes: „soit sur un MTF tel que visé à l'article 1er paragraphe 21 de la loi du ... relative aux abus de marché, que ces transactions aient eu lieu sur ce MTF ou non“.*

*Au paragraphe (5) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers, les termes „ou un MTF“ sont insérés après les termes „un marché réglementé“.*

*Le paragraphe (7) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers est modifié par l'ajout, après les expressions „sur un marché réglementé“ respectivement „sur ce marché réglementé“, des termes „ou sur un MTF“ respectivement „ou sur ce MTF“.*

### *Amendement No 3*

Le chapitre VII du projet de loi initial No 5415 devient le chapitre VIII et ses articles 35 et 36 deviennent les articles 36 et 37.

#### *Motivation des amendements*

Depuis le dépôt du projet de loi No 5415 relative aux abus de marché, en date du 9 décembre 2004, les activités de la Bourse de Luxembourg se sont enrichies par la création en juillet 2005 d'un nouveau marché appelé EuroMTF. Ce marché ne figure pas sur la liste des marchés réglementés publiée par la Commission européenne. Ses règles de fonctionnement sont déterminées presque exclusivement par le Règlement d'Ordre Intérieur de la Bourse de Luxembourg, tel que modifié (Mémorial A-No 99 du 12 juillet 2005). La question se pose dès lors de la nécessité éventuelle d'englober dans le champ d'application du projet de loi No 5415 les marchés alternatifs dits „MTF“ (actuellement, au Luxembourg, le marché EuroMTF mentionné ci-dessus) instaurés par la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après, la **MiFID**).

A cet égard, il convient de souligner qu'aussi bien les intervenants sur le marché que la Bourse de Luxembourg souhaiteraient que l'application des sanctions en cas d'abus de marché soit élargie aux marchés alternatifs tel que le marché EuroMTF (sans toutefois introduire toutes les obligations annexes). En effet, la crédibilité et la fiabilité de ces marchés seraient fondamentalement renforcées si les abus de marché y étaient légalement prohibés et sanctionnés.

Le nouveau marché EuroMTF fonctionnant auprès de la Bourse de Luxembourg est considéré par la CSSF et dès lors en principe par les autorités de surveillance étrangères comme un marché réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public. Les valeurs mobilières et instruments du marché monétaire négociés sur le marché EuroMTF constituent par conséquent des placements éligibles pour les organismes de placement collectif en valeurs mobilières soumises à la partie I de la

loi du 30 mars 1988 respectivement de la loi du 20 novembre 2002 concernant les organismes de placement collectif. Dans cette perspective, il est indispensable que la CSSF puisse exercer une surveillance minimale efficace sur ce nouveau marché et que des abus de marché commis sur le marché EuroMTF soient légalement soumis à un régime de sanction clair et efficace.

Par ailleurs, la MiFID (adoptée postérieurement à l'adoption de la directive 2003/6/CE) dispose dans son article 26 sur le contrôle du respect des règles d'un MTF et d'autres obligations légales, que les Etats membres doivent exiger des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché exploitant un MTF qu'ils mettent en place et maintiennent des dispositions et procédures efficaces, en ce qui concerne le MTF, pour contrôler régulièrement que les utilisateurs de ce système en respectent les règles et que les entreprises d'investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF contrôlent les transactions effectuées par ses utilisateurs dans le cadre de son système en vue de détecter entre autres les abus de marché. Les Etats membres doivent de même exiger des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché exploitant un MTF qu'ils signalent à l'autorité compétente tout comportement potentiellement révélateur d'un abus de marché, qu'ils transmettent sans délai les informations pertinentes à l'autorité compétente pour instruire et poursuivre les abus de marché et qu'ils prêtent à celle-ci toute l'aide nécessaire pour instruire et poursuivre les abus de marché commis sur ou via ses systèmes. Les obligations instaurées en la matière par la MiFID pour des entreprises d'investissement et des opérateurs de marché exploitant un MTF sont en principe identiques à celles prévues pour les marchés réglementés figurant sur la liste publiée par la Commission européenne. Afin que la CSSF puisse efficacement instruire et poursuivre les abus de marché commis sur le marché EuroMTF, il sera obligatoire que le projet de loi No 5415 soit amendé dans le sens indiqué.

En vue de donner à la CSSF les moyens pour permettre une surveillance adéquate des transactions sur des instruments financiers qui sont admis sur un marché alternatif, une modification de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers se révèle être nécessaire. Ledit article 5 instaure une obligation de déclaration des transactions sur des actifs financiers négociés sur un marché figurant sur la liste des marchés réglementés établie par la Commission européenne 1) aux entreprises d'investissement de droit luxembourgeois, 2) aux succursales de celles-ci établies à l'étranger, 3) aux entreprises d'investissement originaires d'un Etat membre de l'Espace Economique Européen, 4) aux succursales de celles-ci établies au Luxembourg 5) ainsi qu'aux succursales des entreprises d'investissement établies au Luxembourg relevant d'un Etat non membre de l'Espace Economique Européen. La déclaration des transactions sur les instruments financiers est en effet un moyen indispensable en vue de détecter un éventuel délit d'initié ou une manipulation de cours.

Les amendements retenus par le Gouvernement visent par conséquent à

- élargir le champ d'application du projet de loi No 5415 en ce qui concerne les interdictions d'abus de marché aux transactions effectuées sur des instruments financiers qui ne sont pas admis sur un marché réglementé figurant sur la liste établie par la Commission européenne (amendement 1);
- élargir le champ d'application de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance des marchés d'actifs financiers aux instruments financiers qui ne sont pas admis sur un marché figurant sur la liste établie par la Commission Européenne, indépendamment du fait que ces transactions ont été faites sur un tel marché ou non (amendement 2).

L'amendement 3 est de pure forme.

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/02

**N° 5415<sup>2</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AVIS DU CONSEIL D'ETAT**

(15.11.2005)

Le projet de loi sous rubrique a été transmis pour avis au Conseil d'Etat par une dépêche du Premier Ministre, Ministre d'Etat, en date du 8 décembre 2004.

Le projet, élaboré par le ministre du Trésor et du Budget, était accompagné d'un exposé des motifs, d'un commentaire des articles ainsi que des tableaux de correspondance entre les quatre directives à transposer.

Par dépêche du 19 avril 2005, une lettre de la Commission de surveillance du secteur financier relative audit projet de loi a été transmise au Conseil d'Etat.

Au moment d'émettre son avis, le Conseil d'Etat ne s'était pas encore vu communiquer les avis des chambres professionnelles.

En date du 27 octobre 2005, le Premier Ministre, Ministre d'Etat, a transmis au Conseil d'Etat une série d'amendements au projet de loi sous rubrique. Le texte des amendements était accompagné d'un commentaire.

\*

## CONSIDERATIONS GENERALES

Le projet de loi a pour objet essentiel de transposer 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) ainsi que trois directives d'application. Une fois adoptées, les nouvelles dispositions remplaceront et abrogeront la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. Le Conseil européen de Lisbonne du 24 mai 2000 avait fixé 2005 comme date butoir pour réaliser l'intégration des marchés financiers européens.

Il s'est en effet avéré que le cadre juridique actuel visant à protéger l'intégrité des marchés est incomplet en l'absence de dispositions européennes de lutte contre les manipulations du marché. A cela s'ajoute qu'au niveau des Etats membres les règles traitant des manipulations du marché sont très disparates.

Par la transposition des directives, les obligations légales concernant le délit d'initiés et l'abus de marché seront harmonisées au niveau communautaire. La directive 2003/6/CE repose, d'une part, sur les principes de transparence et de traitement des intervenants et, d'autre part, sur la nécessité d'une coopération entre les autorités nationales compétentes.

La définition uniforme et précise des délits est essentielle si on veut garantir une transparence optimale. Plus l'élément intentionnel est souligné dans la définition de l'abus de marché et le délit d'initiés, plus l'établissement des délits concrets est difficile.

L'accès aux marchés financiers n'est pas réservé au seul professionnel, mais est ouvert également au grand public. Il est dès lors essentiel de préserver leur intégrité et leur transparence pour assurer la confiance du public et pour attirer les investisseurs. On s'aperçoit d'ailleurs que l'application plus rigoureuse de règles garantissant la transparence, loin de constituer un frein au développement d'une place financière, en est une clé du succès dans la mesure où une régulation efficace permet de prévenir des crises ou de tempérer leurs effets.

Au cours de la dernière décennie, la réglementation boursière des Etats membres a connu une évolution rapide. Même si à l'heure actuelle les bourses européennes, fortement regroupées, sont dirigées par des sociétés de droit privé, la nécessité d'une surveillance de la part des Etats n'a jamais été mise en cause.

Pour éviter que les disparités de la réglementation au sein des Etats membres n'entraînent des distorsions de la concurrence sur les marchés financiers européens, un cadre juridique européen uniforme est nécessaire. Cette uniformité est d'ailleurs dans l'intérêt des entreprises d'investissement et des acteurs économiques dans la mesure où elle supprimera bien des incertitudes quant aux concepts, définitions et exigences de mise en œuvre applicables dans les Etats membres.

La directive sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché est la première à avoir été adoptée sous forme de directive-cadre selon la nouvelle procédure adoptée par le Conseil et le Parlement européen le 28 juin 1999 fixant les modalités de l'exercice des compétences d'exécution conférées à la Commission (J.O.L. 184 du 17 juillet 1999, page 23). Selon cette procédure, l'adoption par le Conseil et le Parlement européen de la directive-cadre (niveau 1) doit être suivie par l'adoption des mesures techniques d'exécution prévues par la même directive-cadre (niveau 2). Le niveau 3 concerne l'implication du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières dans l'élaboration des mesures d'exécution de la directive-cadre afin d'assurer la coopération et la coordination entre les régulateurs nationaux pour assurer ainsi une transposition effective et équivalente. A un quatrième niveau, la Commission européenne est chargée d'assurer le respect des obligations communautaires des Etats membres.

Dans la rédaction de la directive et des mesures d'application, les services de la Commission se sont largement inspirés de la réglementation britannique concernant le *Financial Services and Markets Act 2000 et le Code of Market Conduct*. Le champ d'application de la directive a été élargi par rapport à celui de la directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, abrogée par l'article 20 de la directive. Elle concerne désormais toute personne physique ou morale et s'applique à tout instrument financier indépendamment de son admission à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un Etat membre, ou même de l'effectivité de l'exécution de l'opération elle-même sur ce marché ou non. Les nouvelles dispositions relatives aux opérations d'initiés s'appliquent également aux instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé d'un Etat membre, mais dont la valeur dépend d'un instrument

financier admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé (voir article 9, alinéa 2 de la directive transposé à l'article 12(4) du projet de loi).

\*

### L'INTITULE DU PROJET DE LOI

Le projet sous avis ne se limite pas à la transposition des quatre directives libellées dans l'intitulé, mais étend le champ d'application matérielle de la loi également aux marchés réglementés d'Etats tiers. L'intitulé du projet de loi doit par conséquent être modifié et se lira comme suit: „*Projet de loi relative aux abus de marché et portant transposition de ...*“

\*

### EXAMEN DES ARTICLES

#### Article 1er

L'article 1er du projet reprend les définitions figurant à l'article 1er de la directive-cadre ainsi que celles contenues dans les directives d'exécution. Vu que cet article ne regroupe pas moins de 22 définitions, le Conseil d'Etat estime qu'une présentation par ordre alphabétique contribuerait à la clarté et à la lisibilité du texte.

Les définitions des deux notions de base „information privilégiée“ et „manipulations de marché“ sont littéralement reprises de la directive 2003/6/CE.

Il est évident que le marché ne peut pas fonctionner dans un esprit concurrentiel efficace et loyal si l'accès aux informations n'est pas garanti de la même manière pour tous les acteurs. L'efficacité du marché est compromise si l'égalité des intervenants devant l'information est anéantie.

Les dangers provoqués par les manipulations de cours occupent la Commission européenne depuis de longues années. Il est renvoyé à cet égard à la recommandation 77/534/CEE de la Commission portant un code de conduite européen concernant les transactions relatives aux valeurs mobilières (J.O.C.E. L212, du 20 août 1977) qui avait déterminé les composantes de leur définition (la publication ou la diffusion de renseignements faux, exagérés ou tendancieux, l'emploi d'autres artifices, en vue de la manipulation de cours). Néanmoins, aucune mesure législative n'existait à ce jour au niveau communautaire à l'encontre de la manipulation de cours. La Commission est dès lors intervenue pour parer aux déficiences dans le traitement de ces manipulations dans les Etats membres. La définition de la manipulation de marché a été adaptée de manière à couvrir les nouveaux comportements qui constituent de fait des manipulations de marché.

Les auteurs du projet de loi ont estimé qu'il était préférable de ne pas reproduire dans la définition du concept même la liste exemplative des comportements répréhensibles reproduits à la suite de la définition dans la directive, à savoir:

- „– le fait pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée de s'assurer une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitable,
- le fait d'acheter ou de vendre des instruments financiers au moment de la clôture du marché, avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours de clôture,
- le fait de tirer parti d'un accès occasionnel ou régulier aux médias traditionnels ou électroniques en émettant un avis sur un instrument financier (ou indirectement, sur l'émetteur de celui-ci) après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de profiter par la suite de l'impact dudit avis sur le cours de cet instrument sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, ce conflit d'intérêts.“

Vu la difficulté de cerner la notion de manipulation de marché, le Conseil d'Etat soulève la question s'il n'est pas opportun d'inclure cette liste exemplative dans la définition pour maintenir un parallélisme de texte avec la directive à transposer. Cette façon de procéder n'est ni contraire aux principes de la légalité des incriminations qui impose de définir les infractions en termes suffisamment clairs pour permettre aux intéressés de mesurer exactement la portée des dispositions, ni au principe d'interprétation stricte de la loi pénale qui condamne les raisonnements par analogie ou par induction.

Le projet de loi reprend sous le point 3) la définition de la notion d'„instruments financiers“ qui figure dans la directive 2003/6/CE et qui n'a pas varié fondamentalement par rapport à la définition de la directive 39/22/CE. La définition plus vaste figurant dans l'annexe I, section C de la directive 2004/39/CE aurait toutefois l'avantage d'être plus précise dans la mesure où elle englobe de manière exhaustive les instruments financiers visés. Son intégration dans la loi aurait ainsi permis de mieux respecter le principe de la spécification de l'incrimination en circonscrivant avec précision les instruments financiers visés. S'il est vrai que la clarté du projet ne serait pas améliorée en raison de la complexité de l'énumération figurant dans le texte de la directive 2004/39/CE, le recours à cette définition éviterait également une contradiction du texte. Le Conseil d'Etat note en effet que la notion de „marché réglementé“ est définie conformément à la directive 2004/39/CE. Or, la même directive distingue nettement entre les marchés réglementés et les MTF (système multilatéral de négociation) définis sous son article 4.1.15 (définition reprise sous l'article 1.21 du projet de loi sous avis). Par contre, le dernier alinéa de l'énumération des instruments financiers qui, selon les auteurs du projet, contiendrait une disposition „catch all“ ne vise clairement que „tout autre instrument admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé“. Le Conseil d'Etat est à se demander dès lors s'il ne serait pas plus judicieux d'intégrer la définition figurant dans la directive 2004/39/CE, même si cette directive n'a pas encore fait l'objet d'une transposition en droit national.

Le Conseil d'Etat relève que ladite directive 2004/39/CE devrait en principe être transposée le 30 avril 2006 au plus tard. Toutefois, une proposition de directive du Parlement et du Conseil prévoit le report de six mois de cette échéance.

#### *Article 2*

L'article 2 apporte une précision complémentaire aux éléments constitutifs de la notion d'„information privilégiée“ définie à l'article 1er, point 1) en reprenant les compléments d'information figurant à l'article 1er de la directive d'application 2003/124/CE.

La définition de l'information privilégiée met deux éléments en exergue: le caractère précis de l'information et l'ampleur de son impact sur les cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés. L'information privilégiée est celle qui n'est perçue comme telle que par une personne raisonnable.

#### *Article 3*

L'article 3 reprend les signaux fournis à titre exemplatif par l'article 4 de la directive d'application 2003/124/CE. Ces signaux ne constituent pas en eux-mêmes une manipulation de marché, mais doivent être pris en considération par les autorités compétentes nationales et les participants au marché au moment d'examiner les comportements susceptibles de constituer des manipulations incriminées. Le fait même que le législateur européen ait jugé nécessaire de fournir dans une directive une liste exemplative d'indices pour permettre d'identifier une manipulation souligne le caractère extrêmement délicat et malaisé de cette opération.

#### *Article 4*

L'article 4, tel qu'amendé, définit le champ d'application matérielle de la loi. Selon le texte initial proposé, la loi s'applique à tout instrument financier admis à la négociation sur „au moins un marché réglementé“. Par amendement, le Gouvernement propose d'englober également dans le champ d'application du projet de loi les marchés alternatifs dits „MTF“ instaurés par la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après la MiFID). L'article 9 de la directive 2003/6/CE a limité l'application aux instruments financiers admis sur un marché réglementé „d'au moins un Etat membre“. Cette dernière précision est écartée dans le projet sous avis. Les auteurs du projet n'ont pas expliqué les raisons qui les ont amenés à étendre le champ d'application de la loi au marché réglementé des pays tiers. Le Conseil d'Etat approuve toutefois cette extension de compétence.

#### *Article 5*

A l'instar des dispositions de l'article 4, l'article 5 étend les interdictions et obligations prévues par la loi à tous les actes accomplis sur son territoire concernant les instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé étranger et non pas seulement au marché réglementé des Etats membres de l'Union (cf. article 10 de la directive 2003/6/CE).

### Article 6

Cet article entend transposer l'article 7 de la directive 2003/6/CE. De même que sous le régime de l'article 2(4) de la directive 89/592/CEE, l'article 7 de la directive prévoit que sont exclues du champ d'application de celle-ci les opérations répondant à des opérations monétaires des Etats membres. Le texte du projet sous avis exclut également de son application les Etats fédérés ou les autorités locales d'autres Etats membres ou d'Etats tiers, à condition que cet Etat traite „de la même manière“ ces Etats fédérés ou autorités locales.

Le Conseil d'Etat est à se demander si ce libellé constitue une transposition correcte de la directive qui ne prévoit l'exclusion de son application que pour les Etats membres par rapport respectivement à leurs propres Etats fédérés ou à leurs „propres autorités locales comparables“.

### Article 7

Sans observation.

### Articles 8 à 11

Le marché boursier, lieu d'échange anonyme d'offres et de demandes de biens dématérialisés, réagit immédiatement aux informations qui peuvent l'influencer. Ce marché est perturbé par toute asymétrie d'informations, c'est-à-dire par un accès inégal aux informations susceptibles d'influencer les cours. Les initiés qui se fondent sur une information privilégiée et qui lancent de faux signaux au marché peuvent ainsi tirer des avantages indus de leurs agissements. L'article 8 transpose littéralement l'article 2, paragraphe 1er de la directive 2003/6/CE et classe les initiés en deux catégories: ceux de premier rang ou initiés primaires et ceux de second rang ou initiés secondaires. A signaler que la mention des personnes qui détiennent des informations privilégiées par leurs activités criminelles est nouvelle et souligne l'attrait et la vulnérabilité du marché par rapport aux intervenants indélégitimes.

Il faut admettre que la personne visée par l'interdit peut toujours prouver qu'elle n'est pas détentrice d'une information privilégiée et qu'elle n'a pas bénéficié d'un avantage informationnel par rapport aux autres investisseurs.

L'article 10 du projet vise les initiés secondaires, c'est-à-dire toute personne autre que les initiés primaires qui détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée. Il s'agit des bénéficiaires d'informations de la part de tiers.

Par rapport à la directive 89/592/CE, la directive à transposer a évolué dans la mesure où dorénavant les initiés secondaires ne sont pas seulement ceux ayant reçu leur information d'un initié primaire mais, le cas échéant, d'un éventuel autre initié secondaire. Bien évidemment, l'interdiction ne s'applique que pour autant que le bénéficiaire de l'information était apte à évaluer l'utilité de l'information. Sont notamment visées les personnes ayant participé à une discussion confidentielle et capables d'évaluer le caractère privilégié de l'information ainsi collectée.

L'article 11 (transposant l'article 5 de la directive 2003/6/CE) interdit à toute personne de procéder à des manipulations de marché, cette notion étant définie à l'article 1er (2) de la directive (définition reprise à l'article 1er, point 2 du projet sous avis).

### Article 12

L'article 12, paragraphe 1er du projet transpose l'article 6, paragraphe 9 de la directive 2003/6/CE et l'article 1er, point 3 de la directive 2004/72/CE qui impose aux professionnels du secteur financier une déclaration de soupçon en cas d'opération suspecte. Le but recherché par cette nouvelle obligation est de veiller à maintenir la permanence dans la communication des informations financières. Il est difficile de circonscrire actuellement le contenu précis de l'obligation. Selon le considérant 9 de la directive d'application 2004/72/CE, la déclaration (notification) à l'autorité „doit s'accompagner d'indications suffisamment probantes de l'existence d'un risque d'abus de marché, c'est-à-dire de motifs sérieux amenant à soupçonner ces opérations d'être liées à une opération d'initié ou une manipulation de marché. Certaines opérations peuvent paraître entièrement dénuées de caractère suspect en elles-mêmes, mais leur mise en rapport avec d'autres opérations, un certain comportement ou d'autres informations peut fournir de telles indications sur la possibilité d'un abus de marché.“

Force est de constater que cette nouvelle obligation imposée aux professionnels risquera de poser de nombreux problèmes d'interprétation. Ainsi, à partir de quel moment le professionnel pourra-t-il exprimer un soupçon sérieux? Il faut bien admettre que cette conviction ne peut naître que postérieu-

rement à la transaction. L'obligation de dénonciation ne devrait en aucun cas se pervertir en obligation de colporter des rumeurs ni imposer aux professionnels de rechercher activement d'éventuels agissements indéliques. Selon l'article 27 du projet sous avis, le professionnel se voit exclusivement imposer une obligation „d'adopter des dispositions structurelles visant à empêcher et à déceler les pratiques de manipulations de marché“.

#### *Articles 13 à 16*

Dorénavant, les émetteurs d'instruments financiers doivent eux-mêmes contribuer au bon fonctionnement du marché. En réalisant une communication rapide et appropriée des informations privilégiées les concernant, des opérations d'initiés sont rendues plus difficiles sinon impossibles. Pour assurer l'effectivité de l'obligation faite aux sociétés émettrices d'instruments financiers de divulguer intégralement les informations privilégiées communiquées à un tiers travaillant pour elles, une liste d'initiés doit être mise à la disposition de la Commission. L'article 16 portant transposition de l'article 5 de la directive d'application 2004/72/CE précise le contenu, la conservation et les critères de l'actualisation de cette liste.

#### *Article 17*

Sans observation.

#### *Articles 18 à 26*

Les articles en question constituent la section 3 du Chapitre III et réglementent les personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement. L'article 18 est général et établit le principe de la présentation équitable de l'information. Les articles 19 à 23, respectivement 24 à 26, s'appliquent aux deux cas de figure qui peuvent se présenter: d'un côté, les personnes qui produisent elles-mêmes des recommandations d'investissement (et qui peuvent d'ailleurs, le cas échéant, les diffuser elles-mêmes également); de l'autre côté, les personnes qui diffusent des recommandations d'investissement produites par des tiers.

Concernant la notion de code de conduite mentionnée à l'article 19, paragraphe 2 *in fine*, le Conseil d'Etat estime qu'elle est trop vague, dans la mesure où il existe des documents intitulés „code de conduite“ extrêmement nombreux et hétérogènes. On retrouve sous cette dénomination en effet des codes de déontologie édités par des associations professionnelles de taille plus ou moins importante, et dont les publications connaissent de ce fait une diffusion assez large comportant un certain degré de contrainte pour leurs membres, mais aussi des compilations de règles et recommandations purement internes à telle entreprise. Le Conseil d'Etat, au vu du texte lui soumis, déduit du terme „soumis“ qu'il s'agit d'une référence à des normes d'autorégulation et des codes de conduite rendus obligatoires dans leur juridiction d'origine par l'autorité prudentielle compétente ou par une organisation professionnelle ayant le pouvoir d'engager ses membres.

Pour ce qui est du paragraphe 3 de l'article 20, le Conseil d'Etat note le caractère fort vague de la tournure „Les personnes concernées doivent veiller, avec une attention raisonnable, à pouvoir démontrer ... le caractère raisonnable ...“, bien que cette expression soit reprise textuellement de la directive.

D'une manière générale, le Conseil d'Etat s'interroge également sur la dispense dont bénéficient les journalistes au vu de plusieurs dispositions du projet sous avis, cela d'autant plus qu'en matière de presse, du moins au Luxembourg, les journalistes sont dispensés de la charge de la preuve pour autant qu'ils ont correctement indiqué leurs sources (cf. loi du 8 juin 2004 sur la liberté d'expression dans les médias). On doit dès lors se demander si la réglementation à laquelle ils sont soumis est équivalente aux exigences résultant du projet sous avis.

Quant au paragraphe 1er de l'article 22, il est certes repris de l'article 5 de la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003, mais il reste néanmoins qu'il soulève quelques questions de bon sens juridique dans un système juridique de tradition civiliste. Qu'est-ce qu'un intérêt financier significatif? Qu'est-ce qu'un conflit d'intérêts significatif? Soit il y a conflit d'intérêts, soit il n'y en a pas, mais il ne peut y en avoir „un peu“ ou beaucoup. Quant à la nature significative ou non d'intérêts financiers, son appréciation variera considérablement d'une personne à l'autre. La même observation vaudra à l'égard de l'article 23, paragraphe 1er, point b). Or, s'agissant d'une notion sanctionnée, on ne saurait se contenter de relativisme. Le périmètre déclaratif est d'autant plus difficile à cerner que la notion de „personne concernée“ est fort étendue, voire vague.

Dans le deuxième alinéa du paragraphe 1er de l'article 22, on dénote carrément un non-sens par rapport à notre système juridique, alors qu'une personne morale ne peut pas s'engager dans un contrat de travail avec une personne concernée. S'il est vrai que cette construction se trouve dans la directive, on doit pourtant transposer la disposition afférente de manière à ce qu'elle puisse avoir une signification juridique dans l'ordre de réception, par exemple en faisant référence à un contrat de prestation de services. On retrouve le même problème de terminologie à l'article 23, paragraphe 3.

De l'avis du Conseil d'Etat, le paragraphe 4 de l'article 23 manque de clarté, et le commentaire des articles n'est pas de nature à élucider le sens de la disposition.

#### *Article 27*

Sans observation.

#### *Articles 28 à 31*

Le Chapitre IV, comprenant les articles 28 à 31, définit la Commission de surveillance du secteur financier comme l'autorité compétente pour les besoins du projet de loi sous avis, sous réserve évidemment des compétences des autorités judiciaires, et définit ses compétences. Les dispositions afférentes appellent les observations suivantes:

En premier lieu, parmi les pouvoirs que l'article 29 attribue à la Commission figure celui d'exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existants. Ceci soulève deux interrogations: le Conseil d'Etat se demande tout d'abord quelle est la base légale pour cette communication? Est-ce la loi du 2 août 2002 relative à la protection des personnes à l'égard du traitement des données à caractère personnel? Dans l'affirmative, quelle disposition précise est à appliquer? Quant à la loi organique de la CSSF (loi du 23 décembre 1998), elle ne fournit probablement pas de base juridique satisfaisante. A supposer que ces deux textes ne fournissent pas de base juridique suffisante, il faudrait, selon le Conseil d'Etat, en créer une dans le cadre du projet sous avis. En effet, la solution alternative consistant à soumettre tout transfert à une procédure d'autorisation ou de notification ne serait guère praticable.

En second lieu, et à supposer le premier problème résolu, se pose la question de la légitimité de la collecte initiale des données par une personne concernée. Aux termes de la loi de 2002, tous types de conversations téléphoniques ne peuvent pas être enregistrés. Qu'en est-il donc si la personne concernée a enregistré des entretiens qui n'auraient pas dû l'être, soit par nature, soit parce qu'elle n'a pas demandé d'autorisation ou n'a pas fait la notification auprès de la Commission nationale pour la protection des données, ou si la personne concernée a certes demandé ladite autorisation, mais ne l'a pas obtenue au vu des lenteurs de procédure? La collecte et donc le transfert de données sont-ils dès lors viciés, sachant que suite à ces enquêtes, la Commission peut infliger des sanctions administratives et que les constats qu'elle fait peuvent même, le cas échéant, donner lieu à des sanctions pénales?

En deuxième lieu, le paragraphe 3 de l'article 29 dispose que l'article 29 s'applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel. Il serait donc possible d'opposer le secret professionnel aux demandes de la Commission. D'après le commentaire des articles, cela exclurait le secret bancaire des professionnels soumis à l'autorité de la Commission. Si cela semble bien devoir être le cas, le texte ne le dit pourtant pas, et les explications du commentaire des articles ne sont dans cette matière pas de nature à pouvoir fournir des précisions juridiquement contraignantes. En effet, par „secret professionnel“, on entend au sens de l'article 458 du Code pénal tout type de secret de ce genre, et même si le secret bancaire a entre-temps trouvé une base juridique spécifique dans les textes relatifs au secteur financier, l'article 458 reste néanmoins toujours sa base juridique générale. Il faudrait partant soit disposer que le secret professionnel préservé est celui des professions visées au commentaire et les énumérer expressément dans le texte du projet, soit préciser que la dérogation ne concerne pas les professionnels soumis à l'autorité de la Commission.

Enfin, les mécanismes d'entraide entre autorités compétentes, décrits à l'article 30, ne sont pas sans soulever quelques interrogations, dans la mesure où aux termes du paragraphe 7 il n'est pas à exclure que des agents étrangers accompagnent des agents de la Commission dans l'enceinte de professionnels luxembourgeois, alors que ces agents ne sont pas dans le cercle des personnes soumises au secret bancaire luxembourgeois. Le Conseil d'Etat doit émettre des réserves des plus formelles à cet égard, sachant que les PSF luxembourgeois font en principe signer des engagements au respect de la confidentialité à tout intervenant externe.

### Article 32

L'article 32 relatif aux sanctions pénales permet la fixation de l'amende au décuple du profit réalisé sans qu'elle puisse être inférieure au profit réalisé. S'il est vrai que le droit pénal économique recourt parfois à ce genre de peine, le Conseil d'Etat le déconseille néanmoins dans le cas d'espèce et propose de recourir, à l'instar de ce qui est prévu en matière de lutte antiblanchiment, à la confiscation spéciale ensemble avec l'amende pénale ou l'emprisonnement. Ce système aurait le double avantage de respecter la cohérence du système par parallélisme avec la lutte antiblanchiment, et d'être néanmoins suffisamment dissuasif pour décourager le comportement incriminé, dans la mesure où le profit généré par l'infraction sera dans tous les cas confisqué et que l'amende ou l'emprisonnement viendront en sus. D'après la doctrine (*Droit pénal général luxembourgeois*, par Alphonse et Dean Spielmann, Bruylant 2004, pp. 410 ss), „la confiscation du profit issu de l'infraction se conçoit de façon exceptionnelle à condition que le lien entre l'infraction et la chose à confisquer puisse être retracé et si l'hypothèse a été prévue spécialement par le législateur. La philosophie derrière cette technique consiste à introduire des mécanismes dissuasifs tendant à la confiscation du profit acquis à la suite des infractions.“ Et les auteurs de caractériser ce type de confiscation spéciale comme „confiscation par équivalent“, en renvoyant explicitement aux dispositions en matière de lutte antiblanchiment.

Le Conseil d'Etat propose dès lors de remplacer l'alinéa 2 du paragraphe 1er de l'article 32 par le libellé suivant:

„La confiscation spéciale du profit réalisé est toujours prononcée.“

La même observation vaut à l'endroit de l'alinéa 2 du paragraphe 2 qui prendra la teneur suivante selon le Conseil d'Etat:

„La confiscation spéciale du profit réalisé est toujours prononcée.“

### Article 33

L'article 33, relatif aux sanctions administratives que peut prendre la CSSF, soulève une série de problèmes de nature à amener le Conseil d'Etat d'emblée à conclure qu'il doit formellement s'opposer au maintien dudit article sous la forme prévue au projet.

En premier lieu, le texte se heurte au principe du *ne bis in idem*, ce que ses auteurs avouent d'ailleurs eux-mêmes en faisant référence, au paragraphe 4, à la possibilité de double procédure administrative et pénale. Il s'agit ici de clairement distinguer entre les infractions pénalement sanctionnées, qui sont celles du chapitre II (délits d'initiés et abus de marché), visé par l'article 32 du projet.

À côté de cela, il appartient à la CSSF de veiller au respect des obligations professionnelles par les professionnels soumis à son contrôle, ce qu'elle peut faire au moyen d'amendes administratives et d'amendes d'ordre (article 33), qui doivent cependant de par leur montant garder un caractère administratif. Or, une amende allant jusqu'à 1,5 million d'euros a clairement un caractère répressif. La disposition prévoyant qu'elle peut même aller jusqu'au décuple du profit réalisé encourt les mêmes critiques qu'à l'endroit de l'article 32, et la confiscation n'est pas concevable en tant que sanction administrative.

Le texte encourt encore l'opposition formelle du Conseil d'Etat alors qu'il permettrait (paragraphe 4) de court-circuiter *de facto* l'action publique, dans une hypothèse où la CSSF, bien outillée et souvent plus rapide dans ses décisions que l'appareil judiciaire, aurait tranché en premier lieu et se serait prononcée pour une amende maximale. Aussi convient-il de séparer clairement le volet pénal du volet administratif.

Pour toutes les raisons qui précèdent, le Conseil d'Etat propose le libellé suivant pour l'article 33:

„**Art. 33.**– (1) Lorsque la Commission constate une violation des obligations professionnelles prévues par la présente loi ou par les mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut infliger à l'égard de la personne à laquelle l'infraction est imputable une amende administrative de 125 à 125.000 euros.

(2) La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou lui auront sciemment donné des informations inexactes ou incomplètes.

(3) La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement

les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.

(4) Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“

*Article 34*

Il convient de réduire l'article 34 à sa première phrase, alors que ce qui suit est une énonciation du droit commun.

*Article 35*

Par amendement transmis au Conseil d'Etat par dépêche du 27 octobre 2005, le Gouvernement propose d'insérer un article 35 nouveau au niveau des dispositions modificatives, de sorte que les articles 35 et 36 initiaux deviendront les articles 36 et 37. Le libellé de cet article ne donne pas lieu à observation.

*Article 36*

Il suffit de disposer que „la présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés“, alors que ce qui suit n'est que le droit commun.

*Article 37*

Sans observation.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 15 novembre 2005.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/03

**N° 5415<sup>3</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,**
- **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**

\* \* \*

**AVIS DE L'ORDRE DES AVOCATS DU BARREAU  
DE LUXEMBOURG**

(30.11.2005)

**I. PREAMBULE**

Le projet de loi vise à transposer en droit luxembourgeois 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).

Le projet de loi transpose également les Directives de la Commission portant modalités d'application de la Directive abus de marché, à savoir les Directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE.

Il va sans dire que l'Ordre des avocats approuve entièrement la mise en place d'un corps de règles communes aux Etats membres pour la prévention, la détection et l'instruction des abus de marché ainsi que l'imposition de sanctions afin de combattre les abus de marché sous forme d'opérations d'initiés ou de manipulations de marché.

Si l'Ordre des avocats se félicite de ce fait du projet de loi devant aboutir à une législation nationale et poursuivant les objectifs indiqués, il voudrait faire part de ses préoccupations au sujet de certaines dispositions du projet.

Il s'agit plus précisément des dispositions sur les modalités d'élaboration et de transmission des listes d'initiés ainsi que des pouvoirs de surveillance et d'enquête dont serait investie la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la „CSSF“ ou la „Commission“) à l'égard des avocats.

La Directive 2003/6/CE abus de marché impose dans son article 6, paragraphe 3 „aux émetteurs et aux personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci“ d'établir une liste des personnes travaillant pour eux que ce soit dans le cadre d'un contrat de travail ou non et ayant accès à des informations privilégiées. Les émetteurs et les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci sont par ailleurs requis d'actualiser régulièrement cette liste et de la communiquer à l'autorité compétente lorsque celle-ci le demande.

Le contenu des listes d'initiés et l'obligation de les actualiser et de les conserver sont prévus à l'article 5 de la Directive 2004/72/CE portant modalités d'application de la Directive abus de marché.

L'Ordre des avocats relève à cet égard que les dispositions de l'article 6.3 de la Directive abus de marché reprises telles quelles par l'article 16.1 du projet de loi, et en vertu desquelles lorsqu'un émetteur „ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci“, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, il doit rendre cette information publique, „ne s'appliquent pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle“. (article 6.3, 2e alinéa de la Directive abus de marché et article 16.1, 2e paragraphe du projet de loi).

Un émetteur peut donc communiquer des informations privilégiées à ses avocats sans qu'une telle communication n'entraîne l'obligation de rendre cette information publique.

Alors que l'exigence de garder secrète l'information privilégiée ainsi que l'interdiction d'utiliser à des fins d'investissement les informations privilégiées qui leur sont confiées dans l'exercice de leur profession n'apportent aucun changement notable par rapport au secret professionnel de l'avocat ou au régime prévu par la loi de 1991 sur le délit d'initié, le projet introduit une contrainte nouvelle pour les avocats qui est celle d'établir une liste d'initiés.

L'Ordre des avocats fait remarquer que si l'avocat saura souvent aisément identifier l'information communiquée comme étant privilégiée, entraînant par là l'obligation d'établir une liste d'initiés, il n'en sera pas toujours ainsi.

Sous la loi de 1991 sur le délit d'initié, il suffisait que l'avocat adopte la position prudente de ne pas effectuer d'opérations sur les titres de l'émetteur ou de n'en effectuer qu'après être assuré qu'il n'était pas un initié. A l'avenir, en présence d'un mandat confié par une société dont les titres sont cotés ou par un mandataire d'une telle société, il lui faudra reconnaître ii chaque fois si oui ou non il est un initié afin d'établir une liste des personnes „initières“ de son cabinet et parmi les tiers qu'il consulte pour compte de son client. Ceci peut être particulièrement malaisé dans de nombreuses hypothèses.

La nouvelle législation peut également donner lieu a des situations où un émetteur a ajouté l'avocat sur sa propre liste parce que l'émetteur envisage de communiquer occasionnellement des informations privilégiées à cet avocat alors que celui-ci peut parfaitement ignorer qu'il reçoit des informations qui sont privilégiées et n'établit pas sa propre liste.

Afin d'éviter ce genre de situations l'Ordre des avocats propose que la loi prévoie l'obligation pour les émetteurs de notifier aux personnes qui agissent en leur nom ou pour leur compte, leur inscription et leur retrait de la liste d'initiés préparée par l'émetteur.

Ces dispositions pourraient être rajoutées aux articles 16.2 et 16.4.

L'article 16.7 du projet de loi prévoit que les „émetteurs ou les personnes qui agissent au nom et pour le compte de ceux-ci, doivent communiquer la liste d'initiés, sur demande, à la Commission.“

La possibilité d'opposer le secret professionnel dans le contexte de l'obligation de communication de l'article 16.7 n'est pas prévue.

L'article 11 de la Directive 2003/6/CE exige que chaque Etat membre désigne „une autorité administrative compétente en vue d'assurer l'application des dispositions adoptées conformément à la Directive 2003/6/CE“. Ainsi l'article 28 du projet de loi précise que „la Commission est l'autorité administrative compétente pour veiller à l'application des dispositions de la présente loi, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires“.

Et l'article 29.1 du projet de préciser que „*la Commission est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions*“ tout en donnant une liste non exhaustive des pouvoirs de la Commission en vertu de laquelle la Commission a notamment le droit:

- „– *d'avoir accès à tout document sous quelque forme que ce soit et d'en recevoir copie;*
- *de demander des informations à toutes les personnes y compris celles qui interviennent successivement dans la transmission des ordres ou dans l'exécution des opérations en cause ainsi qu'aux mandants de celles-ci et, si nécessaire, de convoquer une personne et de l'entendre;*
- *de procéder à des inspections sur place auprès des personnes soumises à sa surveillance prudentielle;*
- *d'exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existantes; et*
- *de prononcer l'interdiction temporaire d'activité professionnelle à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.*

S'il est vrai que l'article 29.3 précise que „*l'article 29 s'applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel*“, les modalités d'établissement, de tenue et de transmission de ces listes ainsi que l'étendue des pouvoirs de la Commission exigent des mises au point pour assurer leur compatibilité avec le secret professionnel des avocats consacré à l'article 35 de la loi du 10 août 1991 sur la profession d'avocat telle que modifiée.

\*

## II. COMMENTAIRE DES ARTICLES

### 1. Article 16

Afin de permettre aux avocats de déterminer s'ils sont sous l'obligation d'établir une liste d'initiés parce que les informations qui leur sont communiquées sont des informations privilégiées, le Conseil de l'Ordre propose de modifier l'article 16.2 comme suit:

„*Article 16.2*

*Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, établissent une liste des personnes travaillant pour eux, que ce soit dans le cadre d'un contrat de travail ou non, et ayant accès, de manière régulière ou occasionnelle, à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et notifient l'inscription sur cette liste aux personnes concernées.*“

et de compléter l'article 16.4 par la phrase suivante:

*„Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifient les changements effectués conformément au premier et troisième tiret aux personnes concernées.*“

L'Ordre des avocats approuve pleinement le principe de la transmission de la liste d'initiés, sur demande, à la Commission tel que prévu par l'article 16.7 du projet de loi.

Ce faisant l'Ordre des avocats part de l'hypothèse qu'une demande de transmission d'une liste de la part de la Commission se fera exclusivement à l'occasion d'une enquête en cours et que cette disposition n'est pas destinée à permettre des „*fishing expeditions*“.

Une telle enquête devrait normalement avoir pour objet d'établir si des personnes ayant opéré des opérations sur valeurs mobilières font partie des initiés, leur inscription sur la liste étant un indice (mais non pas une preuve) de ce fait et le secret professionnel de l'avocat ne pourra s'opposer à la communication de la liste des noms dans le cadre de l'enquête spécifique.

Toutefois le secret professionnel auquel est soumis l'avocat lui interdirait éventuellement de communiquer l'intégralité de la liste concernant un émetteur donné.

Il est en effet tout à fait possible que la liste comporte des avocats différents selon l'affaire traitée par le client et selon l'époque des relations avec le client. Une enquête portera sans doute sur des opérations sur titres effectuées durant une certaine période bien définie. Il en résulte notamment que les mentions de la liste établies postérieurement à ces opérations (notamment à cause de dossiers subséquents pour ou concernant le même émetteur) ne devraient pas devoir être communiquées. Il devrait en être de même pour les retraits de la liste effectués avant la période sous enquête dans la mesure où

les raisons de l'inscription étaient dues à une consultation ou une opération sans lien avec celle ayant donné lieu à enquête, cette opération tombant partant sous le secret professionnel.

Par ailleurs, l'indication des motifs pour lesquels une personne a été mise sur une liste (article 16.3, 2e tiret) peut contenir des informations confidentielles concernant l'émetteur étant entendu que la mention peut se borner à indiquer le nom de l'opération et le fait que l'avocat conseille en rapport avec cette opération.

Le projet de loi reste au demeurant muet quant aux modalités d'établissement et d'actualisation des listes d'initiés.

L'Ordre des avocats note par ailleurs que la Directive et le législateur luxembourgeois sont soucieux de préserver le secret professionnel. L'article 29.7 du projet de loi précise que l'article 29 s'applique „sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel“. Et le Conseil d'Etat a justement relevé qu'„il serait donc possible d'opposer le secret professionnel aux demandes de la Commission“.

Afin de concilier les exigences, à première vue divergentes, entre une communication adéquate des listes d'initiés et la garantie du secret professionnel des avocats, l'Ordre des avocats propose que les demandes de transmission de listes d'initiés qui seraient faites par la Commission aux avocats ainsi que les réponses y relatives passent par l'intermédiaire du Bâtonnier de l'Ordre des avocats à l'instar de ce qui est prévu dans le cadre de la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme.

A cet effet l'Ordre des avocats propose un nouvel article 16.8 conçu en ces termes:

„Article 16.8

*En lieu et place d'une demande de communication d'une liste d'initiés adressée directement par la Commission aux avocats, la Commission adressera sa demande au Bâtonnier de l'Ordre des avocats au tableau duquel l'avocat destinataire de la demande est inscrit conformément à la loi modifiée du 10 août 1991 sur la profession d'avocat en indiquant notamment l'émetteur concerné et la période concernée par l'enquête menée par la Commission. Le Bâtonnier de l'Ordre des avocats transmettra la demande à l'avocat concerné qui communiquera la liste d'initiés au Bâtonnier lequel vérifie le respect du secret professionnel des renseignements portés à cette liste. Toute liste reconnue conforme sera ensuite transmise par le Bâtonnier à la Commission.“*

Les réflexions qui précèdent amènent également à exiger que la transmission de la liste d'initiés par les avocats soit strictement limitée à la Commission, ce que l'article 16.7 du projet de loi et les dispositions concernant l'entraide entre autorités de contrôle semble suggérer, du moins implicitement.

D'une manière générale le passage obligé par la Commission de toute demande de communication de liste par une autorité étrangère, par opposition à une demande adressée directement à un professionnel luxembourgeois par une autorité étrangère, ou une demande adressée indirectement par l'autorité étrangère par l'intermédiaire du client du professionnel concerné, permettra à la Commission de remplir ses obligations aux termes du Chapitre IV du projet et de décider au vu des résultats de l'enquête de l'opportunité de saisir le Parquet pour engager, le cas échéant, des poursuites pénales à Luxembourg.

Afin de clarifier ce point, l'Ordre des avocats propose de modifier l'article 16.7 de façon à prévoir une communication exclusive à la Commission:

„Article 16.7

*Les émetteurs, ou les personnes qui agissent en leur nom ou pour le compte de ceux-ci, communiquent la liste d'initiés, sur demande, exclusivement à la Commission.“*

sinon de compléter l'article 16.8 proposé ci-dessus par une phrase comme suit:

*„La liste d'initiés établie par les avocats est communiquée exclusivement à la Commission selon les modalités prévues ci-dessus.“*

## 2. Article 29

L'Ordre des avocats fait part de ses plus vives inquiétudes par rapport au commentaire des articles concernant l'article 29.1 du projet de loi disposant que „la Commission est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions“. Cette formulation laisserait entendre selon les rédacteurs du projet de loi que les pouvoirs dont est investie la Commission permettent à celle-ci de contrôler les avocats. Ainsi peut-on lire dans le commentaire des articles que „la

*Commission dispose de ces pouvoirs non seulement à l'égard des personnes soumises à sa surveillance (p. ex.: établissements de crédit ou autres professionnels du secteur financier) mais également à l'égard des personnes couvertes par la loi (dont notamment les analystes financiers indépendants, les journalistes, les avocats, les réviseurs d'entreprises, les émetteurs non financiers)“.*

Or la seule autorité investie par la loi du pouvoir de contrôler les avocats est l'Ordre des avocats représenté par le Bâtonnier, chef de l'Ordre des avocats, aux termes de la loi modifiée du 10 août 1991 sur la profession d'avocat.

Par ailleurs, si le paragraphe 3 de l'article 29 dispose que „l'article 29 s'applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel“, il n'est pas précisé si le secret professionnel préservé est le secret professionnel d'une manière générale tel que consacré par l'article 458 du Code pénal ou si le secret professionnel préservé est celui des professions visées par le commentaire des articles dont les avocats.

L'Ordre des avocats se rallie à ce titre à l'avis du Conseil d'Etat selon lequel „il faudrait partant soit disposer que le secret professionnel préservé est celui des professions visées au commentaire et les énumérer expressément dans le texte du projet, soit préciser que la dérogation ne concerne pas les professionnels soumis à l'autorité de la Commission“.

Il faut donc concilier les exigences des articles 29.1 et 29.2 du projet de loi (articles 12.1 et 12.2 de la Directive) avec les prescriptions de son article 29.3 (12.3 de la Directive) et avec la loi modifiée du 10 août 1991 sur la profession d'avocat et en particulier le secret professionnel des avocats.

L'Ordre des avocats note avec satisfaction que des inspections sur place dans les cabinets d'avocats ne sont pas prévues dans le projet de loi, un tel contrôle sur place ne pouvant intervenir aux termes du projet qu'à l'encontre des „personnes soumises à sa surveillance prudentielle“. Le caractère inviolable du lieu de travail d'avocat est ainsi préservé.

Il en est de même pour le pouvoir de prononcer des interdictions temporaires d'exercice d'activité professionnelle qui peuvent uniquement être prononcées par la Commission à l'encontre de personnes soumises à sa surveillance prudentielle.

Il échet cependant de préciser que les activités professionnelles ainsi visées devraient être uniquement celles relevant du secteur financier. Toute autre interprétation viendrait à réintroduire une forme de „mort civile“ professionnelle.

L'Ordre des avocats propose donc de modifier le dernier tiret de l'article 29.1 comme suit:

*„de prononcer l'interdiction temporaire d'exercice d'activité professionnelle dans le secteur financier à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.“*

Finalement l'Ordre des avocats relève que dans l'exercice de ses pouvoirs, la Commission devra dans tous les cas respecter les principes de l'inviolabilité du secret des communications, entre l'avocat et son client. Ce respect empêche donc la Commission d'exercer vis-à-vis des avocats, les droits mentionnés aux 1er, 2e et 4e tirets de l'article 29.1.

L'Ordre des avocats propose la modification suivante de l'article 29.3:

*„Le présent article s'applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel applicable aux personnes couvertes par la présente loi, y compris les avocats au sens de la loi modifiée du 10 août 1991 sur la profession d'avocat, à l'exclusion des établissements de crédit ou autres professionnels du secteur financier.“*

3. L'Ordre des avocats relève encore que si dans le cadre d'une collaboration avec les autorités étrangères prévue à l'article 30, les informations communiquées par la Commission tombent sous le secret professionnel de l'autorité compétente étrangère qui les reçoit (article 30.2, 2e tiret), l'article 30.7 manque de mentionner que le secret professionnel s'étend également aux agents de l'autorité requérante qui peuvent accompagner la Commission lors de l'enquête.

L'Ordre des avocats propose de compléter la 2e phrase du premier alinéa de l'article 30.7 de façon à lire:

*„Elle peut autoriser sur demande, certains agents de l'autorité requérante à l'accompagner lors de l'enquête, étant entendu que les agents sont soumis au secret professionnel.“*

4. Concernant l'article 33, l'Ordre des avocats souscrit à l'interprétation du Conseil d'Etat en ce qu'il précise que les pouvoirs de prononcer les sanctions administratives de la Commission n'existent que vis-à-vis des personnes soumises à un contrôle prudentiel.

5. L'Ordre des avocats fait encore remarquer que la version actuelle du projet de loi ne garantit pas expressément le respect du contradictoire et des droits de la défense lorsque la Commission exerce les pouvoirs de sanction prévus aux articles 29.1, dernier tiret, et 33.

Une clarification en ce sens s'impose.

Luxembourg, le 30 novembre 2005

Charles KAUFHOLD

*Bâtonnier*

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/05

**N° 5415<sup>5</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AVIS COMPLEMENTAIRE DE L'ORDRE DES AVOCATS  
DU BARREAU DE LUXEMBOURG**

(9.12.2005)

L'Ordre des avocats s'oppose formellement au maintien du dernier alinéa de l'article 33 dans sa version actuelle qui est la suivante:

*„Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“*

Ce texte permet à la Commission de prononcer une interdiction temporaire d'activité professionnelle non seulement vis-à-vis des personnes soumises à sa surveillance prudentielle, ou agissant sous l'autorité de celles-ci, mais d'une manière générale à l'encontre de toutes les personnes agissant pour leur compte. En d'autres termes, ce texte semble permettre à la Commission de prononcer à l'encontre des avocats l'interdiction d'exercer leur profession.

Or, la seule autorité compétente pour ce faire est le Conseil disciplinaire et administratif sur base de l'article 27 de la loi modifiée du 10 août 1991 sur la profession d'avocat.

Ni l'article 11<sup>1</sup> ni l'article 14.1<sup>2</sup> de la Directive abus de marché ne sauraient justifier un tel pouvoir exorbitant de la Commission au détriment du principe d'indépendance qui régit la profession d'avocats.

La possibilité d'une telle sanction par la Commission met en cause l'indépendance des avocats qui représentent leurs clients dans leurs démarches et, le cas échéant, leurs démêlés avec la Commission et peut être susceptible d'influencer la position de l'avocat quant à la défense de l'intérêt de ses clients.

A noter d'ailleurs que l'article 29.1 dernier tiret du projet de loi qui investit la Commission de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de ses fonctions limite les droits de la Commission de prononcer l'interdiction temporaire d'activité professionnelle à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.

La sanction de l'interdiction d'exercice d'activité professionnelle à l'encontre des personnes non soumises au contrôle prudentiel dépasse de loin les exigences de la Directive abus de marché et ne peut être considérée comme proportionnée au vu de la mise en cause de l'indépendance des avocats.

D'ailleurs, ni la Belgique ni la France n'ont prévu des sanctions d'interdiction d'activité professionnelle en dehors du cercle de personnes soumises à surveillance prudentielle dans le cadre de la transposition de la Directive abus de marché.

En Belgique, les pouvoirs de sanction de la CBFA n'ont pas été accrus par l'arrêté royal du 24 août 2005 modifiant, en ce qui concerne les dispositions en matière d'abus de marché, la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers.

En d'autres termes, les pouvoirs de sanction de la CBFA se limitent aux personnes soumises à son contrôle prudentiel.

En France, la modification du Code monétaire et financier et du Règlement Général de l'AMF par la loi du 26 juillet 2005 afin de transposer la Directive abus de marché n'a pas non plus donné lieu à la mise en place de pouvoirs des sanctions de ce type.

Le pouvoir de sanction de l'AMF est défini à l'article L.621-15 du Code monétaire et financier. Il prévoit qu'en cas de violation de ses règlements, l'AMF peut, pour les prestataires de services d'investissement, les conservateurs d'instruments financiers, les dépositaires centraux, les membres des marchés réglementés, les entreprises de marché, les chambres de compensation, les OPCVM, les intermédiaires en biens divers, les analystes financiers et les dépositaires d'OPCVM, ainsi que pour les personnes physiques placées sous l'autorité des précédentes, prononcer „l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités“. L'AMF peut en outre prononcer des sanctions pécuniaires et, „en cas d'urgence le Collège peut suspendre d'activité les personnes (mentionnées ci-dessus) contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées.“

Pour les personnes autres que celles ci-dessus l'AMF ne peut prononcer qu'une sanction pécuniaire (article L.621-15 III (c) du Code monétaire et financier, modifié par la loi du 26 juillet 2005) d'un montant maximum de 1,5 million d'euros.

Ces dispositions s'appliquent à toutes les violations du Règlement de l'AMF, y compris à celles qui ont été introduites en application de la Directive abus de marché.

Par ailleurs, selon les renseignements pris par l'Ordre des avocats, ni l'Allemagne ni le Royaume-Uni n'ont doté leurs autorités de surveillance de tels pouvoirs de sanction à l'encontre de personnes non soumises à leur contrôle prudentiel.

Le respect du principe d'indépendance des avocats dans l'exercice de leur profession requiert que le pouvoir de sanction de la Commission prévu à l'article 33, dernier alinéa, soit limité aux personnes soumises à sa surveillance prudentielle.

L'Ordre des avocats exige dès lors que l'article 33, dernier alinéa, soit modifié:

1) soit en supprimant les termes „agissant pour leur compte“ de façon à lire:

1 et qui prévoit que „sans préjudice des compétences des autorités judiciaires, chaque Etat membre désigne une autorité administrative unique compétente en vue d'assurer l'application des dispositions d'opter conformément à la présente directive.“

2 selon lequel „les Etats membres garantissent que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives.“

*„Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“*

- 2) soit en précisant que les personnes „agissant pour leur compte“ se limite à celles qui sont sous la surveillance prudentielle de la Commission, de façon à lire:

*„Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte et soumises à sa surveillance prudentielle, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“*

Luxembourg, le 9 décembre 2005

Charles KAUFHOLD  
Bâtonnier

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/04

N° 5415<sup>4</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AMENDEMENTS ADOPTES PAR LA COMMISSION DES FINANCES  
ET DU BUDGET****DEPECHE DU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES  
AU PRESIDENT DU CONSEIL D'ETAT**

(9.12.2005)

Monsieur le Président,

J'ai l'honneur de vous saisir ci-après pour avis d'une série d'amendements au projet de loi sous objet, arrêtés par la Commission des Finances et du Budget lors de sa réunion du 7 décembre 2005.

Ces amendements se présentent comme suit:

*Intitulé du projet de loi*

La Commission estime que la modification proposée par le Conseil d'Etat est tout à fait justifiée.

L'intitulé de la loi se lira donc comme suit:

„Projet de loi relative aux abus de marché et 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'intérêts,
- 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.“

#### *Article 6*

Suite au commentaire du Conseil d'Etat qui se pose la question si le libellé relatif aux „Etats fédérés ou autorités locales“ constitue une transposition correcte de la directive qui ne prévoit l'exclusion de son application que pour les Etats membres par rapport à leurs propres Etats fédérés ou à leurs propres autorités locales comparables, la Commission estime qu'il est en fait plus prudent de limiter l'exclusion prévue à cet article de façon stricte conformément à la directive.

**La Commission décide donc de supprimer la dernière phrase de l'article 6.**

#### *Article 16*

Afin de permettre aux personnes concernées de déterminer si elles sont sous l'obligation d'établir une liste d'initiés parce que les informations qui leur sont communiquées sont des informations privilégiées, la Commission propose de modifier l'article 16.2 comme suit:

**„Art. 16.2.–**

Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, établissent une liste des personnes travaillant pour eux, que ce soit dans le cadre d'un contrat de travail ou non, et ayant accès, de manière régulière ou occasionnelle, à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et notifiant l'inscription sur cette liste aux personnes concernées.“

Dans le même ordre d'idées, la Commission se rallie à la proposition de l'Ordre des avocats du Barreau de Luxembourg de compléter l'article 16.4 du projet de loi par la phrase suivante: „Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifiant les changements effectués conformément aux premier et troisième tirets aux personnes concernées.“ Pour ne pas créer d'ambiguïté quant à l'application du principe par rapport au deuxième tiret qui vise les ajouts à la liste, elle retient cependant de supprimer la référence aux premier et troisième tirets.

L'article 16.4 est par conséquent complété par la phrase suivante: „Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifiant les changements effectués aux personnes concernées.“

#### *Article 29*

Afin de clarifier la portée de l'interdiction temporaire d'activité que peut prononcer la CSSF, la Commission propose de modifier le dernier tiret de l'article 29.1 comme suit:

„de prononcer l'interdiction temporaire d'exercice d'activité professionnelle dans le secteur financier à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.“

#### *Article 30*

Dans le cadre des mécanismes d'entraide entre autorités compétentes, décrits à l'article 30, le Conseil d'Etat émet les „réserves des plus formelles“ à l'égard du paragraphe 7 qui prévoit qu'une autorité compétente requérante peut accompagner la CSSF lors d'une enquête auprès de professionnels luxembourgeois. Il faut, dans le contexte des mécanismes prévus, tout d'abord souligner qu'il s'agit d'une faculté accordée à la CSSF et ensuite qu'il faut différencier entre la collaboration avec des autorités compétentes d'un Etat membre et celle avec des autorités compétentes d'un pays tiers. Concernant les mécanismes d'entraide entre autorités compétentes des Etats membres, l'approche du

projet de loi correspond entièrement à celle déjà prise dans d'autres textes législatifs relatifs au secteur financier. L'obligation de secret professionnel des autorités compétentes européennes est assurée par une disposition spécifique reprise dans l'article 13 de la directive 2003/6/CE. L'opposition du Conseil d'Etat ne saurait donc viser que l'application du paragraphe 7 aux autorités compétentes de pays tiers. La Commission propose, pour rencontrer l'opposition du Conseil d'Etat, de lier pareille collaboration à la condition prévue au même article, paragraphe 2, deuxième tiret. Cette proposition permet aussi de tenir compte des remarques du Barreau.

La Commission retient ainsi d'ajouter un tiret supplémentaire à la fin du deuxième alinéa du paragraphe (7) de l'article 30, libellé comme suit: „– lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que le secret professionnel de cette autorité n'offre pas des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise.“

#### Article 33

En conclusion de sa lecture de l'article 33, le Conseil d'Etat formule une opposition formelle sur cet article et en propose un nouveau libellé. La Commission se rallie, au vu du principe du „*ne bis in idem*“, et partant au vu du risque de court-circuitage du pénal par l'administratif, globalement au texte proposé par le Conseil d'Etat.

Elle souligne toutefois que le Luxembourg ne doit pas pouvoir se faire reprocher de ne pas avoir correctement transposé la directive sous-jacente. En effet, la directive 2003/6/CE prévoit dans son article 14 que les mesures de sanction prises doivent être effectives, proportionnées et dissuasives. Si, comme le Conseil d'Etat le propose, l'application du premier paragraphe est restreinte aux seules violations des obligations professionnelles, il en résulterait que les violations de certaines dispositions de la loi ne pourraient plus du tout faire l'objet de sanctions et certaines violations pourraient uniquement être sanctionnées lorsqu'elles seraient commises par un nombre défini de personnes physiques alors que d'autres personnes (y compris les personnes morales) qui ne feraient pas partie de ce cercle restreint pourraient violer ces mêmes dispositions sans courir un quelconque risque de sanction. Sans aucun doute, une telle approche ne permet pas de transposer la directive 2003/6/CE de façon correcte. Dès lors, le texte du Conseil d'Etat devrait pouvoir être adopté avec le maintien, au paragraphe (1), d'un champ d'application conforme aux exigences de la directive.

*La Commission retient donc le libellé suivant pour l'article 33:*

„**Art. 33.**– (1) Lorsque la Commission constate une violation des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut infliger à l'égard de la personne à laquelle la violation est imputable une amende administrative de 125 à 125.000 euros.

(2) La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou qui lui auront sciemment donné des informations inexacts ou incomplètes.

(3) La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.

(4) Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des établissements de crédit et autres professionnels du secteur financier qui s'en sont rendus coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“

#### Article 34

La Commission se rallie à la proposition du Conseil d'Etat de réduire cet article à sa première phrase.

L'article 34 aura par conséquent la teneur suivante: „Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.“

*Article 36 (renuméroté)*

La Commission se rallie à la proposition du Conseil d'Etat de réduire cet article à sa première partie de phrase.

L'article 36 aura par conséquent la teneur suivante: „La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.“

\*

Copie de la présente est envoyée pour information à Monsieur Jean-Claude Juncker, Ministre des Finances, et à Madame Octavie Modert, Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement.

\*

Tout en vous sachant gré de bien vouloir faire aviser les amendements ci-dessus dans vos meilleurs délais, je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération très distinguée.

*Le Président de la Chambre des Députés,*  
Lucien WEILER

5415/07

**N° 5415<sup>7</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AVIS DE LA CHAMBRE DE COMMERCE**

(14.12.2005)

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.

\*

## CONSIDERATIONS GENERALES

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 CEE<sup>1</sup>, 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.

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 prononce<sup>2</sup>.

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 dépenalisation 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 pratiques<sup>3</sup>.

\*

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.

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

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

## 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.

*Concernant l'article 1er paragraphe 8, l'article 8 paragraphe 1er 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 1er 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 transparaît 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 1er 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 3ième 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 1er paragraphe 18: „Canaux de distribution“ et
- Article 1er paragraphe 19: „information susceptible d'être rendue publique.“

*Concernant l'article 4*

L'alinéa 1er 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 1er, paragraphe 1er 4ième 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 1er 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 1er paragraphe 1er 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 1er 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 visés de se conformer „sans délai“ à cette obligation de notification. S'il est vrai que de par leurs activités les établissements et professionnels du secteur financier sont normalement impliqués tant à un stade de prénégociation 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'appli-

quer 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 1er 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 1er 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 inclut 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 1er 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 1er 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 1er 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 1er 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 1er, 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'initiés, la Chambre de Commerce suggère de préciser à la fin de la dernière phrase du paragraphe 1er 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.

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/06

N° 5415<sup>6</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

## SOMMAIRE:

	<i>page</i>
<i>Amendements gouvernementaux</i>	
1) Dépêche de la Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement au Président de la Chambre des Députés (10.1.2006) ....	2
2) Texte des amendements .....	2
3) Motivation des amendements.....	3

\*

**DEPECHE DE LA SECRETAIRE D'ETAT AUX RELATIONS AVEC  
LE PARLEMENT AU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES**

(10.1.2006)

Monsieur le Président,

A la demande du Ministre du Trésor et du Budget, j'ai l'honneur de vous saisir *d'amendements gouvernementaux* au projet de loi sous rubrique.

A cet effet, je joins en annexe le texte et la motivation des amendements.

Veillez agréer, Monsieur le Président, l'assurance de ma haute considération.

*La Secrétaire d'Etat  
aux Relations avec le Parlement,*  
Octavie MODERT

\*

**TEXTE DES AMENDEMENTS**

Le projet de loi No 5415 a été transmis au Conseil de Presse visé à l'article 23 de la loi du 8 juin 2004 sur la liberté d'expression dans les médias pour avis.

Le Conseil de Presse, qui est composé de journalistes et d'éditeurs et qui a notamment pour mission d'étudier toutes les questions relatives à la liberté d'expression dans les médias, vient de rendre son avis.

Afin de tenir compte des observations faites par le Conseil de Presse, les amendements ci-après reproduits sont retenus par le Gouvernement.

*Amendement No 1*

A la première phrase du paragraphe 4 de l'article 19 du projet de loi, sont insérés entre les mots „journalistes“ et „sont soumis“ les mots „éditeurs et diffuseurs“.

Le paragraphe 4 de l'article 19 a dès lors la teneur suivante:

„Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 2.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.“

*Amendement No 2*

A la première phrase du paragraphe 4 de l'article 20 du projet de loi, sont insérés entre les mots „journalistes“ et „sont soumis“ les mots „éditeurs et diffuseurs“.

Le paragraphe 4 de l'article 20 a dès lors la teneur suivante:

„Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 3.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.“

\*

## MOTIVATION DES AMENDEMENTS

*Les amendements No 1 et No 2* ont pour objet d'étendre les dispositions en question aux éditeurs et diffuseurs. En effet, le Conseil de Presse a pour mission d'élaborer un code de déontologie qui définira les droits et obligations des journalistes et éditeurs. Dans l'hypothèse où ce code serait qualifié d'auto-régulation équivalente appropriée, cette extension devrait avoir pour effet de soustraire non seulement les journalistes du champ d'application des articles 19 paragraphes (1) et (2) et 20 paragraphes (1) et (3), mais également les éditeurs qui seraient alors soumis aux mesures d'autorégulation mises en place par le Conseil de Presse au même titre que les journalistes. Quant aux diffuseurs, dans la mesure où ils sont visés par les amendements, ils pourront invoquer l'existence d'une réglementation appropriée, considérée comme équivalente, qui se substituera dès lors aux dispositions légales en question.

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/08

N° 5415<sup>8</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AMENDEMENTS ADOPTES PAR LA COMMISSION  
DES FINANCES ET DU BUDGET****DEPECHE DU PRESIDENT DE LA CHAMBRE DES DEPUTES  
AU PRESIDENT DU CONSEIL D'ETAT**

(12.1.2006)

Monsieur le Président,

Par la présente j'ai l'honneur de vous saisir pour avis de deux amendements supplémentaires au projet de loi sous objet, arrêtés par la Commission des Finances et du Budget lors de sa réunion du 12 janvier 2006.

Ces amendements se présentent comme suit:

*Article 22*

Le paragraphe 5. de l'article 22 est complété comme suit: „5. Les paragraphes 1 à 3 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs, qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée ...“.

*Commentaire de l'amendement*

Compte tenu des amendements arrêtés par le Conseil de Gouvernement lors de sa séance du 6 janvier 2006 et soumis à l'avis du Conseil d'Etat – amendements qui concernent les articles 19 paragraphe 4 et 20 paragraphe 4 du projet de loi 5415 – il convient de modifier par analogie la disposition afférente figurant à l'article 22 paragraphe 5.

*Article 33*

La Commission propose une nouvelle version du paragraphe (4) (ancien paragraphe 7.) de l'article 33 du projet de loi, qui se présente comme suit:

„(4) Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle qui s'en sont rendues coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte et soumises à sa surveillance prudentielle, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.“

*Commentaire de l'amendement*

La Commission s'est ralliée aux observations formulées par l'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg dans son avis complémentaire du 9 décembre 2005 sur le projet de loi sous objet (cf. document parlementaire 5415<sup>5</sup>) et a par conséquent décidé d'ajouter après les termes „personnes physiques ... agissant pour leur compte“ ceux de „et soumises à sa surveillance prudentielle“.

Pour des raisons de conformité avec l'article 29 du projet de loi, la Commission a en outre légèrement reformulé le paragraphe (4) de l'article 33 dans son ensemble par rapport à la version proposée dans les amendements parlementaires du 9 décembre 2005 et par rapport au texte proposé par l'Ordre des Avocats.

\*

Copie de la présente est envoyée pour information à Monsieur Jean-Claude Juncker, Ministre des Finances, et à Madame Octavie Modert, Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement.

\*

Tout en vous sachant gré de bien vouloir faire aviser les amendements ci-dessus dans vos meilleurs délais, je vous prie d'agréer, Monsieur le Président, l'expression de ma considération très distinguée.

*Le Président de la Chambre des Députés,*  
Lucien WEILER

5415/09

**N° 5415<sup>9</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**AVIS COMPLEMENTAIRE DU CONSEIL D'ETAT**

(7.3.2006)

Par dépêche du 9 décembre 2005, le Président de la Chambre des députés a saisi pour avis le Conseil d'Etat d'une série d'amendements au projet de loi sous rubrique, arrêtés par la Commission des Finances et du Budget.

Par dépêche du 10 janvier 2006, le Conseil d'Etat a été saisi d'une série d'amendements gouvernementaux. Le texte de ceux-ci était accompagné d'une motivation.

Par dépêche du 12 janvier 2006, le Président de la Chambre des députés a soumis pour avis au Conseil d'Etat deux amendements supplémentaires arrêtés par la Commission parlementaire des finances et du budget.

Le Conseil d'Etat commente dès lors l'ensemble des amendements dans le cadre d'un seul avis complémentaire.

Pour ce qui est de l'amendement portant sur l'intitulé du projet de loi sous examen, il correspond à la suggestion faite par le Conseil d'Etat dans son avis du 15 novembre 2005 et n'appelle pas d'observation.

Quant à l'article 6, le Conseil d'Etat approuve la suppression de la dernière phrase, alors qu'elle répond à ses observations y relatives dans son avis précité.

Les modifications proposées à l'endroit de l'article 16 répondent au souci d'informer les personnes à considérer comme initiées de cet état de choses en leur notifiant leur inscription sur une liste d'initiés. La directive n'interdisant pas une telle mesure protectrice des intérêts des personnes concernées, la proposition trouve l'accord du Conseil d'Etat.

Les amendements proposés à l'endroit des articles 19, 20 et 22 qui consistent tous à ajouter au texte existant les termes „éditeurs et diffuseurs“ n'appellent pas d'observation de la part du Conseil d'Etat.

Le Conseil d'Etat tient ensuite à attirer l'attention sur une erreur de transcription manifeste qui s'est glissée dans la rédaction de l'article 24 du projet de loi qui transpose l'article 7 de la directive 2003/125/CE.

Il convient de redresser cette erreur, alors que le commentaire de l'article 24 montre clairement que le législateur voulait correctement transposer la directive.

L'article 7 de la directive se lit en effet comme suit:

„Les Etats membres s'assurent qu'il existe une réglementation appropriée pour garantir que, lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation produite par un tiers, l'identité de cette personne concernée est indiquée clairement et d'une façon bien apparente dans ladite recommandation.“

L'article 24 du projet de loi se lit actuellement comme suit:

„Lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation d'investissement produite par un tiers, l'identité de la personne qui a produit la recommandation d'investissement est indiquée clairement et d'une façon apparente dans ladite recommandation d'investissement.“

L'article 24 du projet devrait toutefois se lire de la façon suivante:

„**Art. 24.** Lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation d'investissement produite par un tiers, l'identité de cette personne concernée est indiquée clairement et d'une façon apparente dans ladite recommandation d'investissement.“

L'amendement apporté à l'article 29 ne constituant qu'une clarification de bon sens, le Conseil d'Etat y marque son accord.

Concernant l'article 30, la restriction supplémentaire proposée par l'amendement peut apaiser les inquiétudes du Conseil d'Etat qui s'étaient effectivement portées sur l'intervention éventuelle d'autorités de pays tiers n'offrant, le cas échéant, pas les garanties requises en matière de secret bancaire.

Pour ce qui est des amendements proposés à l'endroit de l'article 33, le Conseil d'Etat ne peut pas donner son accord au texte, qui rencontre les mêmes critiques fondamentales que le texte initial, par rapport auquel le Conseil d'Etat avait formulé une opposition formelle. Le Conseil d'Etat maintient dès lors son opposition formelle, alors que le texte nouveau se heurte à son tour au principe *ne bis in idem* et qu'il viole de surcroît le principe de la légalité des incriminations, principe qui a cours en matière administrative aussi bien qu'en matière pénale. Pour remédier à cet état de choses, les auteurs du projet devraient en premier lieu citer précisément et limitativement les articles de la loi qui sont punis par des sanctions administratives. En second lieu, les comportements susceptibles d'être punis pénalement ne doivent en outre encourir qu'une sanction administrative non pécuniaire, telle un avertissement ou un blâme.

Enfin, les propositions relatives aux articles 34 et 36 suivent les observations y relatives du Conseil d'Etat dans son avis précité et n'appellent dès lors pas d'observation.

Ainsi délibéré en séance plénière, le 7 mars 2006.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

5415/10

**N° 5415<sup>10</sup>****CHAMBRE DES DEPUTES**

Session ordinaire 2005-2006

**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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**RAPPORT DE LA COMMISSION DES FINANCES  
ET DU BUDGET**

(14.3.2006)

La Commission se compose de: M. Laurent MOSAR, Président; M. Lucien THIEL, Rapporteur; MM. François BAUSCH, Ben FAYOT, Gast GIBERYEN, Charles GOERENS, Norbert HAUPERT, Claude MEISCH, Mme Lydia MUTSCH, MM. Roger NEGRI et Michel WOLTER, Membres.

\*

**1. ANTECEDENTS**

Le projet de loi sous rubrique a été déposé le 9 décembre 2004 par Monsieur le Ministre du Trésor et du Budget.

Une première série d'amendements gouvernementaux date du 21 octobre 2005.

Le Conseil d'Etat a rendu son avis au cours de sa réunion du 15 novembre 2005.

L'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg a émis un avis en date du 30 novembre 2005.

Lors de la réunion du 1er décembre 2005, la Commission des Finances et du Budget a désigné M. Lucien THIEL comme rapporteur et a examiné le projet de loi ainsi que l'avis du Conseil d'Etat.

L'avis de l'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg ainsi que quelques propositions d'amendements parlementaires ont été analysés au cours de la réunion du 7 décembre 2005. Les amendements parlementaires adoptés portent la date du 9 décembre 2005.

Durant sa réunion du 20 décembre 2005, la Commission juridique a discuté du projet de loi.

En date du 9 décembre 2005, l'Ordre des Avocats du Barreau de Luxembourg a rendu son avis complémentaire qui a été analysé par la Commission des Finances et du Budget au cours de sa réunion du 5 janvier 2006.

La Chambre de Commerce a rendu son avis en date du 14 décembre 2005.

Une deuxième série d'amendements gouvernementaux a été déposée le 10 janvier 2006.

La Commission s'est de nouveau réunie le 12 janvier 2006 pour examiner et adopter des amendements parlementaires.

Le Conseil d'Etat a rendu son avis complémentaire en date du 7 mars 2006.

L'analyse de cet avis complémentaire ainsi que l'adoption du projet de rapport ont fait l'objet de la réunion du 14 mars 2006.

\*

## 2. INTRODUCTION

En 1474, le Dominicain Antonius Florentius publiait à Venise un petit livre intitulé „Summula Confessionis“. Ce „confessionnal“ énumérait à l'adresse des commerçants de l'époque les péchés à ne pas commettre, comme par exemple „commercer avec le Sultan ottoman sans autorisation papale“, ou encore les manipulations de change, les délits d'initiés et les profits abusifs.

Depuis le temps de la République de Venise, les échanges économiques se sont énormément développés. La sphère financière a pris une dimension prépondérante dans l'activité économique. Mais les tentations des gains faciles, des manipulations de marchés et d'autres délits d'initiés sont, malheureusement, toujours d'actualité. Au fur et à mesure que les produits financiers sont devenus de plus en plus sophistiqués, les abus de marché sont devenus plus subtils, plus difficiles à cerner et à combattre. Les marchés financiers vivent des anticipations à la hausse ou à la baisse, donc de l'aléatoire. Grande est dès lors la tentation d'utiliser des informations privilégiées ou de propager des informations fausses ou trompeuses pour influencer dans un sens voulu sur les mécanismes de fixation des cours d'instruments financiers de toutes sortes.

Les opérations d'abus de marché sont souvent effectuées par des opérateurs agissant par l'intermédiaire de personnes se trouvant à l'étranger. Ceci a motivé le législateur européen d'arrêter en date du 13 novembre 1989 la directive 89/592/CEE portant coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés. Cette directive a été transposée en droit luxembourgeois par la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.

Avant la transposition de cette directive, le Grand-Duché ne pouvait recourir qu'à un arrêté ministériel du 20 novembre 1987 portant approbation de la modification du règlement d'ordre intérieur de la Bourse de Luxembourg. Ce règlement d'ordre intérieur prévoyait des sanctions disciplinaires à l'égard des personnes agréées exploitant des informations privilégiées en relation avec des valeurs mobilières admises en Bourse de Luxembourg.

Le cadre juridique de la directive 89/592/CEE n'a pas donné entièrement satisfaction. En effet, elle se borne à proscrire l'usage constitutif d'abus d'informations privilégiées. Au niveau des Etats membres, les règles sont très disparates et les obligations légales varient selon les juridictions. Ces différences peuvent entraîner des distorsions de concurrence sur les marchés financiers. En outre, il faut tenir compte de l'émergence de nouveaux produits et de nouvelles technologies, de l'intensification des opérations transfrontalières et du développement des marchés interconnectés. Ainsi, à titre d'exemple, l'internet peut accroître le risque de propagation d'informations fausses ou trompeuses.

Le Conseil européen de Lisbonne du 24 mars 2000 avait fixé 2005 comme date butoir pour réaliser l'intégration des marchés financiers européens. Le Conseil européen de Stockholm des 23 et 24 mars 2001 avait considéré que l'on devait parvenir à un marché intégré des valeurs mobilières jusqu'à la fin

2003 en donnant la priorité aux mesures prévues par le plan d'action pour les services financiers. Conformément aux recommandations du Rapport Lamfalussy, il était tenu compte des nouvelles pratiques et techniques de marché pour garantir le respect de la transparence et la sécurité juridique du marché des valeurs mobilières. En outre, les attaques terroristes du 11 septembre 2001 ont montré que les abus de marché peuvent s'inscrire dans une stratégie terroriste de déstabilisation plus générale.

Rappelons aussi que la succession de scandales sur les marchés financiers américains (Enron, etc.) a mis en lumière le manque d'intégrité professionnelle de certains intermédiaires financiers. On y a trouvé pêle-mêle la falsification des comptes par des chefs d'entreprise peu scrupuleux, la destruction de documents comptables par un cabinet d'auditeurs, la duplicité des analystes financiers, vouant aux gémonies en privé les titres qu'ils conseillent au public et la complicité des banques d'affaires en raison de leurs conflits d'intérêt. En outre, des soupçons d'opérations d'initiés ont été portés à l'encontre de sociétés cotées en bourse. Les dirigeants, connaissant la situation critique de leur entreprise, se seraient délestés massivement de leurs titres tout en continuant de recommander publiquement à leurs salariés de profiter de la baisse pour compléter leur portefeuille.

\*

### 3. LA LEGISLATION EUROPEENNE

Le domaine des abus de marché est actuellement réglementé au niveau européen par plusieurs textes:

- La directive-cadre 2003/6/CE du 28 janvier 2003 concernant les opérations d'initiés et les manipulations de marché complétait et réaménageait le cadre communautaire de la répression de l'ensemble des abus de marché. Cette directive définit les notions de manipulation de marché et d'opérations d'initiés et s'est inspirée de la réglementation britannique concernant le „Financial Services and Markets Act 2000“ et le „Code of Market Conduct“. Elle interdit d'utiliser, pour acquérir ou céder des valeurs mobilières, des informations privilégiées obtenues par le fait de la profession ou des fonctions, et oblige les émetteurs de divulguer toute information privilégiée. Elle consacre le principe d'une seule autorité administrative compétente dans chaque Etat membre chargée de l'application de la directive et elle prévoit des sanctions suffisamment dissuasives et rapides contre des abus de marché. Enfin, la directive indique les modalités techniques d'exécution à déterminer par la Commission européenne selon la procédure de comitologie préconisée par le rapport Lamfalussy.

La directive-cadre du 28 janvier 2003 précitée a été complétée par trois directives et un règlement, à savoir:

- La directive 2003/124/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché. Elle précise les éléments suivants:
  - o la définition de l'information privilégiée ainsi que les modes et les délais de publication de telles informations et les mesures tendant à garantir la confidentialité de leur accès;
  - o le „faisceau d'indices“ permettant d'identifier les manipulations consistant à donner des indications fausses ou trompeuses ou à fixer les cours à un niveau normal ou artificiel, constitutifs d'une manipulation de marché ainsi que les signaux et indices permettant d'identifier les manipulations consistant à recourir à des procédés fictifs ou à toute forme de tromperie ou d'artifice;
  - o les intérêts légitimes de l'émetteur justifiant le report de l'information du public afin de protéger le secret des affaires.
- La directive 2003/125/CE du Parlement européen et du Conseil du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêt. Elle encadre les activités d'analyste financier et apporte des garanties aux journalistes financiers quant à l'exercice de leur profession.
- Le règlement No 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers. Elle encadre les opérations effectuées par les émetteurs sur leurs propres titres.

- La directive 2004/72/CE du 29 avril 2004 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE 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 opérations suspectes. Elle prévoit des mesures de lutte contre les abus de marché.

\*

#### 4. OBJET DU PROJET DE LOI

Le présent projet de loi a pour objet de transposer dans la législation nationale les mesures communautaires en matière de lutte contre les abus de marché. A cet effet le texte sous rubrique remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés. Afin d'éviter un vide juridique, les dispositions de la loi de 1991 restent toutefois applicables aux faits antérieurs à l'entrée en vigueur du présent projet de loi, sauf que les dispositions du présent projet de loi sont applicables dans la mesure où elles sont moins sévères.

Par le biais du présent projet de loi seront transposées quatre directives, ce qui ne manquera pas d'avoir un impact très positif sur le bilan du Grand-Duché en matière de transposition de directives financières.

##### 4.1. Le champ d'application

Le champ d'application du projet de loi est large puisqu'il concerne toute personne physique ou morale ayant accès au marché et tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé ou pour lequel une procédure d'admission est en cours, c'est-à-dire lorsqu' „une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non“.

S'y ajoutent, en ce qui concerne les dispositions des articles 8, 9 et 10:

- tout instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier coté sur un tel marché. Cette dernière catégorie vise plus particulièrement les titres convertibles et certains produits dérivés;
- tout instrument financier admis à la négociation sur au moins un marché alternatif dit „MTF“<sup>1</sup> ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel MTF a été présentée, que l'opération elle-même soit exécutée sur ce MTF ou non;
- et, tout instrument financier non admis à la négociation sur un MTF, mais dont la valeur dépend d'un instrument financier négocié sur un MTF.

La Chambre de Commerce accueille favorablement l'élargissement et la définition de la notion d'information privilégiée qu'opère le projet de loi. Elle constate également que le champ d'application du projet de loi est plus vaste que celui des directives européennes. Cet élargissement constituerait „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“. Le projet de loi satisferait de plus aux exigences de proportionnalité et d'équité devant prévaloir lors du prononcé des sanctions.

##### 4.2. Le régime de l'information privilégiée et du délit d'initié

L'article 1er, point 1), enrichit et précise la définition de l'information privilégiée, notion centrale dans le délit d'initié, par rapport à celle qui était posée dans la directive de 1989. Il s'agit d' „une information à caractère précis qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés“. Le Conseil d'Etat souligne que cette définition „met deux

<sup>1</sup> Les marchés alternatifs dits „MTF“ sont instaurés par la directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.

*éléments en exergue: le caractère précis de l'information et l'ampleur de son impact sur les cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés“.*

Les articles 8 et 9 prévoient plusieurs interdictions pour toute personne détentrice d'une information privilégiée, dont la transgression apparaît constitutive du délit d'initié, sans que ce dernier soit expressément défini pour autant. Cette interdiction s'applique à

- l'utilisation de cette information pour la tentative ou la réalisation effective d'une transaction (achat ou cession, de manière directe ou indirecte, pour compte propre ou pour compte de tiers) sur les instruments financiers concernés,
- la communication de cette information à toute personne hors du cadre normal de l'activité professionnelle et
- la recommandation à une autre personne d'acquérir ou de céder les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Cette dernière interdiction a pour effet d'inclure les analystes et journalistes financiers dans le champ de l'information privilégiée. Par contre, les agences de notation de crédit ne sont pas visées dans la mesure où elles ne sont pas réputées produire ou diffuser des recommandations d'investissement au sens du projet de loi.

### **4.3. Le régime de la manipulation de marché**

L'article 11 pose un principe général d'interdiction à toute personne de procéder à des manipulations de marché. Les comportements que recouvre la notion de marché sont définis par l'article 1er, point 2). Il s'agit en particulier du „*fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui donnent des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers*“ et „*qui fixent (...) le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel*“.

La manipulation du marché concerne également „*le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice*“ et la diffusion d'informations trompeuses, c'est-à-dire „*le fait de diffuser des informations que ce soit par l'intermédiaire des médias (dont Internet) ou par tout autre moyen qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses (...)*“. L'imprécision et l'interprétation potentiellement large de certains termes permettent donc d'englober une grande variété d'intentions délictueuses et le fait que la personne aurait dû connaître le caractère trompeur de l'information tend à créer une présomption d'intention de nuire.

Un régime d'exception à cette définition est toutefois prévu lorsqu'il est établi que les opérations ou ordres réalisés répondent à des raisons légitimes et qui sont „*conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné*“. Les pratiques de marché admises sont définies comme celles qui „*sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers*“ et qui sont acceptées conformément à l'article 31 du projet de loi. Ainsi, la liste non exhaustive de critères à prendre en considération par la CSSF se lit comme suit:

- *le degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché;*
- *le besoin de sauvegarder le libre jeu des forces du marché et l'interaction adéquate entre offre et demande;*
- *l'intensité de l'impact de la pratique de marché concernée sur la liquidité et l'efficacité du marché;*
- *la mesure dans laquelle la pratique concernée prend en compte les mécanismes de négociation du marché en question et permet aux participants à ce marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée;*
- *le risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés qui se rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocie le même instrument financier (...).*

Ce régime d'exception a, en particulier, une incidence sur l'encadrement des programmes de rachat d'actions.

#### 4.4. La gestion des informations privilégiées par les émetteurs et les intermédiaires financiers

Afin de prévenir l'utilisation délictueuse de toute information privilégiée – dont la simple détention ne constitue pas un motif de sanction –, l'article 14 précise certaines obligations d'information du marché imposées aux émetteurs d'instruments financiers sur le marché réglementé. Ceux-ci doivent ainsi rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées les concernant et les faire figurer sur leur site Internet pendant une période de trois mois. Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant pour son compte, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de ses fonctions, la publicité de cette information doit advenir simultanément, en cas de communication intentionnelle, ou rapidement en cas de communication non intentionnelle, sauf si la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité (article 16).

Un émetteur dispose toutefois de la possibilité de différer la publication de l'information lorsque deux conditions cumulatives sont réunies: „*afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur ait mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité de ladite information.*“ (article 15)

Les émetteurs et les personnes agissant au nom ou pour le compte de ceux-ci sont également astreints à trois grandes obligations d'information de la CSSF:

- l'établissement d'une liste d'initiés, c'est-à-dire des personnes salariées ou non, qui ont accès à des informations privilégiées et qui travaillent pour les émetteurs et leurs intermédiaires. Cette liste doit être régulièrement actualisée et communiquée sur demande à la CSSF (article 16).
- une déclaration des opérations réalisées par les dirigeants des émetteurs: ceux-ci, et le cas échéant les personnes ayant un lien étroit avec eux, doivent communiquer à la CSSF l'existence des opérations effectuées pour leur propre compte et portant sur des actions, des produits dérivés ou d'autres instruments financiers de l'émetteur. Le public doit rapidement disposer d'un accès aisé aux informations sur ces opérations (article 17).
- une déclaration de soupçon portant sur les opérations suspectes: les établissements de crédit et les autres professionnels du secteur financier doivent avertir sans délai la CSSF s'ils ont „*des raisons de soupçonner qu'une opération pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché*“ (article 12, paragraphe 1).

Il importe de relever que la section 3 du chapitre III prévoit des dispositions particulières pour les personnes qui produisent ou diffusent au Grand-Duché des recommandations d'investissement. Cette section vise donc la recherche, l'analyse et la presse financière. Conformément au point 5 de l'article 6 de la directive 2003/6/CE, le Luxembourg transpose ainsi l'exigence communautaire de „*disposer d'une réglementation tendant à assurer une réelle transparence sur les conflits d'intérêt potentiels auxquels ces professionnels pourraient être confrontés*“.

#### 4.5. La présomption de légitimité de certaines transactions offertes par les „safe harbours“

Les articles 6 et 7 prévoient que le projet de loi ou les interdictions qu'il comporte ne s'appliquent pas à trois catégories d'opérations financières qui bénéficient dès lors d'une présomption de légitimité:

- celles relevant de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique conduite par un Etat membre ou un pays tiers, par le Système européen de banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour leur compte;
- les opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat;
- les mesures de stabilisation d'un instrument financier suite à une opération de marché primaire.

Les deux dernières doivent toutefois satisfaire au règlement (CE) No 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE.

#### 4.6. Les autorités compétentes

Aux termes du chapitre IV du projet de loi, la prévention et la sanction des abus de marché relève de la CSSF qui est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice

de ses fonctions, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires. L'article 29 énumère les droits de la CSSF, notamment:

- le droit d'accès à tout document sous quelque forme que ce soit et d'en recevoir copie;
- le droit de demander des informations à tout intermédiaire financier et de l'entendre, le cas échéant, de procéder à des inspections sur place;
- le pouvoir d'injonction de cesser toute pratique contraire aux dispositions du projet de loi;
- la possibilité de suspendre la négociation des instruments financiers concernés;
- le droit de requérir le gel et/ou la mise sous séquestre d'actifs auprès du Président du tribunal statuant sur requête, et
- le droit de requérir l'interdiction temporaire d'activité d'un professionnel impliqué dans les infractions visées par le projet de loi.

La CSSF a une obligation de coopération, d'échange d'informations et de concours avec les autorités compétentes étrangères, chaque fois que cela est nécessaire à l'accomplissement de sa mission respective. La communication d'informations est toutefois soumise à trois conditions (article 30):

- les informations communiquées doivent être nécessaires à l'accomplissement de la mission de l'autorité compétente qui les reçoit;
- les informations communiquées tombent sous le secret professionnel de l'autorité qui les reçoit;
- l'autorité compétente qui reçoit des informations de la part de la CSSF ne peut les utiliser qu'aux fins pour lesquelles elles lui ont été communiquées et doit être en mesure d'assurer qu'aucun autre usage n'en sera fait.

Des exceptions à ce principe de coopération sont également prévues. La CSSF peut ainsi refuser de donner suite à une demande d'information lorsque

- la communication de l'information concernée est susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'Etat luxembourgeois;
- une procédure judiciaire est déjà engagée pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes devant les tribunaux luxembourgeois;
- lorsque ces personnes ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits au Luxembourg;
- lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que cette autorité n'accorde pas le même droit d'information à la CSSF.

De même, le paragraphe 7 de l'article 30 prévoit que la CSSF peut refuser de procéder à une enquête au titre d'une demande ou ne pas autoriser les agents de l'autorité compétente requérante à l'accompagner, lorsque cette enquête convient aux mêmes situations que celles exposées précédemment.

Lorsque ces conditions ne sont pas réunies, une autorité compétente dont la demande d'information (ou visant à ouvrir une enquête) ne reçoit pas de suite dans des délais raisonnables ou est rejetée, peut porter cette carence à l'attention du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières.

\*

## 5. LE COMMENTAIRE DES ARTICLES

### *Intitulé du projet de loi*

Le Conseil d'Etat rend attentif au fait que le projet de loi ne se limite pas à la transposition des quatre directives libellées dans l'intitulé, mais étend le champ d'application matérielle de la loi également aux marchés réglementés d'Etats tiers. La Commission estime que la modification proposée par le Conseil d'Etat est tout à fait justifiée.

L'intitulé de la loi se lira donc comme suit:

*„Projet de loi relative aux abus de marché et 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'intérêts,
- 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.“

#### *Article 1er*

Le Conseil d'Etat estime qu'une présentation par ordre alphabétique des notions définies contribuerait à la clarté et à la lisibilité du texte. La Commission préfère la présentation du projet de loi dans sa version initiale pour deux raisons: premièrement, il semble plus logique de commencer par les définitions les plus importantes du projet de loi (comme proposé par la directive 2003/6/CE) et deuxièmement, il semble plus justifié de procéder à une logique de définitions par palier (c'est-à-dire de ne pas définir certaines notions utilisées dans une définition avant la définition même de cette notion).

L'approche adoptée dans le projet de loi qui consiste à ne pas reproduire dans les définitions du concept même la liste exemplative de comportements répréhensibles (telle qu'exposée dans la directive 2003/6/CE), reste inchangée. Etant donné que les éléments constitutifs de l'infraction de manipulation de marché sont définis, il ne semble pas nécessaire, d'un point de vue juridique, ou même en vue de la correcte transposition de la directive 2003/6/CE, de compléter le texte légal en insérant une liste non exhaustive d'exemples de comportements qui sont considérés comme constituant une manipulation de marché.

En ce qui concerne la définition de la notion d'instruments financiers, la Commission estime, à l'opposé du Conseil d'Etat, qu'il n'est pas opportun de recourir à la définition plus vaste figurant dans la directive 2004/39/CE, alors qu'un tel choix modifierait la portée et le champ d'application de la loi par rapport à ceux de la directive sous-jacente, ce qui pourrait entraîner des complications en matière de coopération avec les pays ayant opté pour une transposition plus stricte de la directive.

La Commission décide donc de maintenir inchangé l'article 1er.

#### *Article 6*

Suite au commentaire du Conseil d'Etat qui se pose la question si le libellé relatif aux „Etats fédérés ou autorités locales“ constitue une transposition correcte de la directive qui ne prévoit l'exclusion de son application que pour les Etats membres par rapport à leurs propres Etats fédérés ou à leurs propres autorités locales comparables, la Commission estime qu'il est en fait plus prudent de limiter l'exclusion prévue à cet article en stricte conformité avec la directive.

La Commission décide donc de supprimer la dernière phrase de l'article 6.

#### *Article 16*

L'Ordre des avocats estime que le projet de loi introduit une contrainte nouvelle pour les avocats qui est celle d'établir une liste d'initiés.

Dans ce contexte, la Commission tient tout d'abord à souligner que le projet de loi n'a en principe pas pour objet d'imposer aux avocats l'établissement d'une liste d'initiés. En effet, le projet de loi prévoit l'établissement d'une seule liste d'initiés qu'il appartiendra à l'émetteur d'établir soit seul, soit en concertation avec ses avocats. Sauf au cas où un émetteur donne mandat à ses avocats d'établir pour son compte la liste d'initiés, le rôle des avocats se limite dans ce contexte à la simple transmission des noms des personnes (avocats ou employés) qui travaillent pour le compte de l'avocat mandaté auprès de son étude sur un dossier spécifique relatif à l'émetteur. La simple communication de ces informations n'est pas de nature à toucher au secret professionnel des avocats luxembourgeois.

En ce qui concerne plus spécifiquement le changement proposé par l'Ordre des avocats à l'article 16.2, la Commission estime que la notification de l'inscription sur la liste aux personnes concernées correspond à une pratique qui s'est déjà partiellement établie en cette matière et qui est tout à fait en ligne avec la sensibilisation des personnes concernées décrite à l'article 16.6. Elle

approuve donc cette proposition qui a l'avantage de clarifier la nature de l'information communiquée entre personnes concernées.

Dans le même ordre d'idées, l'Ordre des avocats propose de compléter l'article 16.4 du projet de loi par la phrase suivante: „*Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifient les changements effectués conformément aux premier et troisième tirets aux personnes concernées.*“ La Commission est d'accord avec cette proposition. Pour ne pas créer d'ambiguïté quant à l'application du principe par rapport au deuxième tiret qui vise les ajouts à la liste, elle retient cependant de supprimer la référence aux premier et troisième tirets.

La Commission retient donc que l'article 16.4 est complété par la phrase suivante:

„*Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifient les changements effectués aux personnes concernées.*“

L'Ordre des avocats propose également, à l'instar de ce qui est prévu dans le cadre de la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, que les demandes de transmission de listes d'initiés qui seraient adressées par la CSSF aux avocats ainsi que les réponses y relatives passent par l'intermédiaire du Bâtonnier de l'Ordre des avocats. Or, à la différence des informations à transmettre dans le cadre de la loi contre le blanchiment, il ne s'agit pas, dans le contexte du présent projet de loi, de transmettre des informations sensibles et confidentielles sur un client, à l'insu de celui-ci, à l'autorité de surveillance, mais il s'agit de transmettre une liste de personnes qui ont connaissance d'une information que l'émetteur a l'obligation de rendre publique. Comme déjà mentionné ci-dessus, sauf en cas de délégation de l'émetteur à ses avocats, ce sera l'émetteur qui tiendra cette liste et ce sera ce dernier qui est soumis à l'obligation de la communiquer à la CSSF. Au cas où un avocat se verra confier un mandat pour l'établissement de la liste des initiés dans un cas spécifique, ce mandat devra inclure la transmission de la liste des initiés à la CSSF. Eu égard à ce qui précède, la Commission retient, dans le contexte de ce projet de loi, qu'il ne convient pas de passer par l'intermédiaire du Bâtonnier de l'Ordre des avocats.

Compte tenu des arguments avancés ci-avant, les changements demandés à l'article 16.7 ainsi que l'insertion d'un nouvel article 16.8 deviennent sans objet.

#### Articles 18 à 26

Le Conseil d'Etat déduit du terme „*soumis*“ à l'article 19 qu'il s'agit d'une référence à des normes d'autorégulation et à des codes de conduite rendus „*obligatoires*“ dans leur juridiction d'origine par l'autorité prudentielle compétente ou par une organisation professionnelle ayant le pouvoir d'engager ses membres. En effet, il ne semble *a priori* pas approprié d'inclure toutes sortes de codes de nature même non obligatoire et l'approche prudente du Conseil d'Etat dans ce contexte est tout à fait compréhensible. Néanmoins, la Commission estime que le libellé proposé est utile en ce qu'il permet de couvrir aussi les codes auxquels les personnes visées par cet article se soumettent volontairement.

Au sujet des interrogations du Conseil d'Etat en relation avec la dispense dont bénéficient les journalistes au vu de plusieurs dispositions du projet de loi et de l'éventuelle équivalence de la réglementation à laquelle ils sont soumis par rapport aux obligations résultant du projet présenté, la Commission relève qu'il ne s'agit pas d'une dispense *a priori* mais d'une dispense conditionnelle. Ensuite, il faut noter qu'actuellement, les journalistes ne sont pas soumis à une réglementation équivalente et qu'ils devront y remédier suite à la mise en vigueur des obligations résultant de la présente loi.

Suite à l'avis du Conseil de Presse, le Gouvernement a amendé la première phrase du paragraphe 4 de l'article 19 et la première phrase du paragraphe 4 de l'article 20 du projet en insérant entre les mots „*journalistes*“ et „*sont soumis*“ les mots „*éditeurs et diffuseurs*“. Un amendement parlementaire allant dans le même sens a été porté à l'article 22, paragraphe 5. Ces amendements ont pour objet d'étendre les dispositions en question aux éditeurs et aux diffuseurs. En effet, le Conseil de Presse a pour mission d'élaborer un code de déontologie qui définira les droits et obligations des journalistes et des éditeurs. Dans l'hypothèse où ce code serait qualifié d'autorégulation équivalente appropriée, ceci devrait avoir pour effet d'exclure non seulement les journalistes du champ d'application des articles 19 paragraphes (1) et (2) et 20 paragraphes (1) et (3), mais également les éditeurs qui seraient alors soumis aux mesures d'autorégulation mises en place par le Conseil de Presse au même titre que les journalistes. Quant aux diffuseurs, dans la mesure où ils sont visés par les amendements, ils pourront invoquer l'existence d'une réglementation appropriée, considérée comme équivalente, qui se substituera dès lors aux dispositions en question.

La Commission a bien pris note des commentaires du Conseil d'Etat sur le relativisme introduit par les notions d' „*intérêt significatif*“ et de „*conflit d'intérêt significatif*“. Elle rappelle cependant que ces notions ont effectivement été reprises textuellement de la directive sous-jacente. Or, en l'absence de définition communautaire de ces deux notions, la Commission est d'avis que le texte de la loi ne peut pas aller jusqu'à régler de façon détaillée ces notions et qu'il y a lieu de procéder à une évaluation suivant les circonstances qui peuvent se présenter.

Dans l'article 22, le Conseil d'Etat dénote un non-sens par rapport à notre système juridique étant donné qu'une personne morale ne peut pas s'engager dans un contrat de travail avec une personne concernée. Dans ce contexte, la Commission souligne que le projet présenté situe la relation dans le „*cadre d'un contrat de travail ou non*“ et que, dès lors, les personnes morales sont couvertes par cette dernière indication. Par ailleurs, il faut noter que la notion de „*travail*“ utilisée dans ce contexte a une portée très large et inclut les prestations de services.

La Commission décide donc de maintenir inchangés les articles 18 à 26, sauf la première phrase du paragraphe 4 de l'article 19, la première phrase du paragraphe 4 de l'article 20 et le paragraphe 5 de l'article 22. L'erreur matérielle à l'article 24, signalée par le Conseil d'Etat dans son avis complémentaire, a été redressée par la Commission.

#### *Articles 28 à 31*

En ce qui concerne le pouvoir attribué à la CSSF, en vertu de l'article 29 du projet de loi, d'exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existants, le Conseil d'Etat demande en premier lieu quelle serait la base légale pour cette disposition et pose ensuite la question de la légitimité de la collecte initiale des données par la personne concernée et les éventuelles conséquences sur le transfert des enregistrements à la CSSF. La Commission est d'avis que la base légale pour la communication est assurée par le texte du présent projet de loi. Quant à la seconde interrogation du Conseil d'Etat, il faut souligner que le projet de loi n'introduit pas l'exigence pour les intermédiaires professionnels de procéder à un enregistrement téléphonique, mais qu'il se limite à prévoir la possibilité pour la CSSF d'en demander la communication au cas où des enregistrements existent. Quant à la question sur l'utilisation de ces informations au cas où leur collecte initiale n'aurait pas été faite en conformité avec la législation applicable, la Commission estime qu'elle dépasse le cadre du présent projet de loi.

La Commission n'a pas d'objection à la modification de l'article 29.1 telle que proposée par l'Ordre des avocats qui clarifie la portée de l'interdiction temporaire d'activité que peut prononcer la CSSF.

En ce qui concerne la remarque de l'Ordre des avocats à propos de l'article 29.1, dernier tiret, sur le respect du contradictoire et des droits de la défense, la Commission souligne que la CSSF est soumise aux règles de la procédure administrative non contentieuse et d'une manière générale au droit administratif.

Au sujet des remarques formulées par le Conseil d'Etat sur le paragraphe 3 de l'article 29 qui dispose que l'article 29 même s'applique sans préjudice des dispositions légales en matière de secret professionnel, la Commission ne voit pas la nécessité d'ajouter des précisions relatives à la portée de ce paragraphe. En effet, le seul objectif de ce paragraphe est de rappeler l'existence des dispositions relatives au secret professionnel et il ne saurait en résulter une modification de ces dispositions.

En ce qui concerne la modification proposée par l'Ordre des avocats relative à l'article 29.3, la Commission renvoie à ses conclusions ci-avant en relation avec les remarques du Conseil d'Etat. Il s'y ajoute qu'on ne peut pas valablement citer en exemple seulement certaines professions soumises à un secret professionnel, alors qu'une liste exhaustive sera difficile à établir (avec tous les risques d'oubli que cela pourrait inclure). Par conséquent, il paraît plus prudent de ne pas modifier cette disposition prévue dans le projet de loi, considérant notamment que les commentaires des articles donnent toutes les précisions utiles à son application.

Dans le cadre des mécanismes d'entraide entre autorités compétentes décrits à l'article 30, le Conseil d'Etat émet les „*réserves des plus formelles*“ à l'égard du paragraphe 7 qui prévoit qu'une autorité compétente requérante peut accompagner la CSSF lors d'une enquête auprès de professionnels luxembourgeois. Il faut, dans le contexte des mécanismes prévus, tout d'abord souligner qu'il s'agit d'une faculté accordée à la CSSF et ensuite qu'il faut différencier entre la collaboration avec des autorités compétentes d'un Etat membre et celle avec des autorités compétentes d'un pays tiers. Concernant les mécanismes d'entraide entre autorités compétentes des Etats membres, l'approche du projet de loi

correspond entièrement à celle déjà prise dans d'autres textes législatifs relatifs au secteur financier. L'obligation de secret professionnel des autorités compétentes européennes est assurée par une disposition spécifique reprise dans l'article 13 de la directive 2003/6/CE. L'opposition du Conseil d'Etat ne saurait donc viser que l'application du paragraphe 7 aux autorités compétentes de pays tiers. La Commission propose, pour rencontrer l'opposition du Conseil d'Etat, de lier pareille collaboration à la condition prévue au même article, paragraphe 2, deuxième tiret. Cette proposition permet aussi de tenir compte des remarques du Barreau.

La Commission retient d'ajouter un tiret supplémentaire à la fin du deuxième alinéa du paragraphe (7) de l'article 30, libellé comme suit:

*„– lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que le secret professionnel de cette autorité n'offre pas des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise.“*

#### Article 32

Après avoir analysé l'argumentation avancée par le Conseil d'Etat sur la confiscation spéciale, la Commission estime qu'il ne convient pas de faire de la confiscation spéciale une règle absolue. Il s'agit en effet d'un système difficile à réaliser en pratique, qui se conçoit de façon exceptionnelle et que l'on pourra toujours appliquer le cas échéant sans que son utilisation ne soit rendue obligatoire. Le texte retenu par le projet de loi qui prévoit une amende liée au profit réalisé convient mieux pour décourager les comportements malsains visés par cet article.

La Commission décide donc de maintenir inchangé l'article 32.

#### Article 33

En conclusion de sa lecture de l'article 33, le Conseil d'Etat formule une opposition formelle à cet article et en propose un nouveau libellé. Au vu du risque de court-circuitage du pénal par l'administratif, la Commission se rallie globalement au texte proposé par le Conseil d'Etat. Ainsi, l'application du premier paragraphe sera restreinte aux seules violations des obligations professionnelles.

Concernant ce même article 33 du texte gouvernemental, l'Ordre des avocats déduit que la CSSF peut prononcer une interdiction temporaire d'activité professionnelle non seulement vis-à-vis des personnes soumises à sa surveillance prudentielle, ou agissant sous l'autorité de celles-ci, mais d'une manière générale à l'encontre de toutes les personnes agissant pour compte de celles-ci. La Commission s'est ralliée à ces observations et a décidé d'ajouter après les termes *„personnes physiques ... agissant pour leur compte“* ceux de *„et soumises à sa surveillance prudentielle“*.

Finalement, en ce qui concerne la remarque de l'Ordre des avocats à propos de l'article 33 sur le respect du contradictoire et des droits de la défense, la Commission souligne que la CSSF est soumise aux règles de la procédure administrative non contentieuse et d'une manière générale au droit administratif.

La Commission retient donc le libellé suivant pour l'article 33:

- „1. Lorsque la Commission constate une violation des obligations professionnelles prévues par la présente loi ou par les mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut infliger à l'égard de la personne à laquelle l'infraction est imputable une amende administrative de 125 à 125.000 euros.*
- 2. La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou lui auront sciemment donné des informations inexactes ou incomplètes.*
- 3. La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.*
- 4. Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle qui s'en sont rendues coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur*

*compte et soumises à sa surveillance prudentielle, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.*“

*Article 34*

La Commission se rallie à la proposition du Conseil d'Etat de réduire cet article à sa première phrase.

L'article 34 aura par conséquent la teneur suivante:

*„Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.“*

*Article 36 (renuméroté)*

La Commission se rallie à la proposition du Conseil d'Etat de réduire cet article à sa première partie de phrase.

L'article 36 aura par conséquent la teneur suivante:

*„La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.“*

\*

Compte tenu de ce qui précède, la Commission recommande à la Chambre des Députés d'adopter le projet de loi dans la teneur qui suit:

\*

## 6. TEXTE PROPOSE PAR LA COMMISSION

### PROJET DE LOI

relative aux abus de marché et 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’intérêts,
- 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

#### Chapitre I: Définitions et champ d’application

**Art. 1er.**– Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 1) „information privilégiée“: une information
- à caractère précis,
  - qui n’a pas été rendue publique,
  - 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 le cours d’instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

Pour les instruments dérivés sur produits de base, on entend par „information privilégiée“ une information à caractère précis qui n’a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés et que les utilisateurs des marchés sur lesquels ces instruments dérivés sont négociés s’attendraient à recevoir conformément aux pratiques de marché admises sur ces marchés.

Pour les personnes chargées de l’exécution d’ordres concernant des instruments financiers, on entend par „information privilégiée“ également toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client, sous réserve que l’information transmise réponde aux critères du premier alinéa;

- 2) „manipulations de marché“: les comportements suivants:
- a) le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres:
- qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l’offre, la demande ou le cours d’instruments financiers, ou
  - qui fixent, par l’action d’une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d’un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel,

- à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse que les raisons qui l'ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné;
- b) le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice;
- c) le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses. Dans le cas de journalistes agissant dans le cadre de leur profession, cette diffusion d'informations doit être évaluée en tenant compte de la réglementation applicable à leur profession, à moins que ces personnes ne retirent, directement ou indirectement, un avantage ou des profits de la diffusion des informations en question;
- 3) „instruments financiers“:
- les valeurs mobilières,
  - les parts d'organismes de placement collectif,
  - les instruments du marché monétaire,
  - les contrats financiers à terme (futures), y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces,
  - les contrats à terme sur taux d'intérêt,
  - les contrats d'échange (swaps) sur taux d'intérêt, sur devises et actions,
  - les options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de ces catégories, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont en particulier comprises dans cette catégorie les options sur devises et taux d'intérêt,
  - les instruments dérivés sur produits de base,
  - tout autre instrument admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé;
- 4) „valeurs mobilières“: les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exclusion des instruments de paiement), telles que:
- les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions,
  - les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres,
  - toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures;
- 5) „instruments du marché monétaire“: les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie (à l'exclusion des instruments de paiement);
- 6) „marché réglementé“: un marché au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 14) de la directive 2004/39/CE, qui, lorsqu'il est agréé dans un Etat membre, est inscrit sur la liste que la Commission européenne est tenue de publier sur son site Internet conformément à l'article 47 de la directive 2004/39/CE, ou qui, lorsqu'il est agréé dans un pays tiers, répond à des exigences équivalentes à celles définies dans la directive 2004/39/CE;
- 7) „pratiques de marché admises“: les pratiques qui sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées conformément à la présente loi;
- 8) „personne“: toute personne physique ou morale;
- 9) „autorité compétente“: l'autorité administrative désignée par chaque Etat membre ou pays tiers pour veiller à l'application de la réglementation sur les abus de marché. Au Luxembourg, il s'agit de la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après désignée Commission);

- 10) „Etat membre“: un Etat membre de l’Union européenne. Sont assimilés aux Etats membres de l’Union européenne les Etats parties à l’Accord sur l’Espace économique européen autres que les Etats membres de l’Union européenne, dans les limites définies par cet accord et des actes y afférents;
- 11) „pays tiers“: un Etat autre qu’un Etat membre;
- 12) „personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d’un émetteur“: une personne qui est:
- un membre des organes d’administration, de gestion ou de surveillance de l’émetteur,
  - un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au tiret précédent, dispose d’un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l’émetteur et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l’évolution future et la stratégie d’entreprise de cet émetteur;
- 13) „personne ayant un lien étroit avec une personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d’un émetteur d’instruments financiers“:
- le conjoint de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes, ou tout autre partenaire de cette personne considéré comme l’équivalent du conjoint par la loi nationale de la personne concernée,
  - les enfants qui, en vertu de leur loi, sont à charge de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes,
  - tout autre parent de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes qui partage le même domicile depuis au moins un an à la date de l’opération concernée,
  - toute personne morale, patrimoine fiduciaire ou autre trust, ou toute association sans personnalité juridique dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 12) du présent article ou aux trois tirets précédents du présent point, ou qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, ou qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne;
- 14) „entreprise d’investissement“: toute personne au sens de l’article 4, paragraphe (1), point 1) de la directive 2004/39/CE;
- 15) „établissement de crédit“: toute personne au sens de l’article 1er, paragraphe (1) de la directive 2000/12/CE;
- 16) „recommandation d’investissement“: des travaux de recherche ou d’autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d’investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d’instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public;
- 17) „travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d’investissement“:
- a) une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d’investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l’activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d’un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une recommandation d’investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d’instruments financiers,
  - b) une information produite par d’autres personnes que celles mentionnées sous la lettre a) ci-dessus, qui recommande directement une décision d’investissement déterminée concernant un instrument financier;
- 18) „canaux de distribution“: les canaux par lesquels l’information est rendue publique ou est susceptible de l’être, et par „information susceptible d’être rendue publique“: toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes;
- 19) „réglementation appropriée“: toute réglementation, y compris l’autorégulation, en vigueur dans les Etats membres ou pays tiers, telle que prévue par la directive 2003/6/CE ou considérée comme équivalente par la Commission;
- 20) „opérateur de marché“: une ou plusieurs personnes gérant et/ou exploitant l’activité d’un marché réglementé. L’opérateur de marché peut être le marché réglementé lui-même;

- 21) „MTF“: un système multilatéral de négociation au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 15) de la directive 2004/39/CE;
- 22) „émetteur“: aux fins du chapitre III, l'émetteur d'un instrument financier auquel une recommandation d'investissement se rapporte directement ou indirectement.

**Art. 2.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), 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 les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

2. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), on entend par „information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés“, une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.

3. Aux fins de l'application du second alinéa de l'article 1er, point 1), les utilisateurs des marchés sur lesquels sont négociés des instruments dérivés sur produits de base sont censés s'attendre à recevoir une information qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs de ces instruments dérivés lorsque cette information:

- est régulièrement mise à la disposition des utilisateurs de ces marchés, ou
- est obligatoirement divulguée en vertu de dispositions législatives ou réglementaires ou de règles de marché, de contrats ou de coutumes propres au marché du produit de base sous-jacent ou au marché d'instruments dérivés sur produits de base concernés.

**Art. 3.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 2), lettre a), la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils examinent des opérations ou des ordres, prennent en considération les signaux suivants, qui ne forment pas une liste exhaustive et ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une manipulation de marché:

- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces activités entraînent une variation sensible du cours de cet instrument;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse marquée sur un instrument financier entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé;
- si les opérations effectuées n'entraînent aucun changement de bénéficiaire économique d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées se traduisent par des renversements de positions sur une courte période et représentent une proportion importante du volume quotidien d'opérations réalisé sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, et pourraient être associés à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé;
- la mesure dans laquelle les ordres émis ou les opérations effectuées sont concentrés sur un bref laps de temps durant la séance de négociation et entraînent une variation de cours qui est ensuite inversée;
- la mesure dans laquelle les ordres émis modifient les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé, ou plus généralement la représentation du carnet d'ordres auquel ont accès les participants au marché, et sont annulés avant leur exécution;
- la mesure dans laquelle les ordres sont émis ou les opérations effectuées au moment précis où sont calculés les cours de référence, les cours de compensation et les évaluations, ou aux alentours de ce moment, et entraînent des variations de cours qui ont un effet sur ces cours et ces évaluations.

2. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 2), lettre b), la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils examinent des opérations ou des ordres, prennent en considération les signaux suivants, qui ne forment pas une liste exhaustive et ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une manipulation de marché:

- si les ordres émis ou les opérations effectuées par des personnes sont précédés ou suivis de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses par ces mêmes personnes ou des personnes qui leur sont liées;
- si les ordres sont émis, ou les opérations effectuées, par des personnes avant ou après que celles-ci, ou des personnes qui leur sont liées, produisent ou diffusent des travaux de recherche ou des recommandations d'investissement qui sont faux ou biaisés ou manifestement influencés par un intérêt significatif.

**Art. 4.–** La présente loi s'applique à tout instrument financier admis à la négociation sur au moins un marché réglementé, ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée, que l'opération elle-même soit effectivement exécutée sur ce marché ou non.

Les articles 8, 9 et 10 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un marché réglementé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé au premier alinéa.

Les articles 8, 9, 10 et 11 s'appliquent également à tout instrument financier admis à la négociation sur au moins un MTF ou pour lequel une demande d'admission à la négociation sur un tel MTF a été présentée, que l'opération elle-même soit exécutée sur ce MTF ou non.

Les articles 8, 9 et 10 s'appliquent également à tout instrument financier non admis à la négociation sur un MTF mais dont la valeur dépend d'un instrument financier visé à l'alinéa précédent.

**Art. 5.–** Les interdictions et obligations prévues par la présente loi s'appliquent, sauf dispositions contraires:

- aux actes accomplis au Luxembourg ou à l'étranger concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée;
- aux actes accomplis au Luxembourg concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé étranger ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée.

**Art. 6.–** La présente loi ne s'applique pas aux opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique par un Etat membre ou un pays tiers, par le Système européen de banques centrales, par une banque centrale nationale, par tout autre organisme officiellement désigné ou par toute autre personne agissant pour leur compte.

**Art. 7.–** Les interdictions prévues par la présente loi ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat, ni aux mesures de stabilisation d'un instrument financier, si ces opérations sont effectuées conformément au règlement (CE) No 2273/2003 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.

## **Chapitre II: *Interdiction des opérations d'initiés et des manipulations de marché***

**Art. 8.–** 1. Il est interdit à toute personne qui

- en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou
- en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou
- en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou
- en raison de ses activités criminelles,

détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

2. Lorsque la personne visée au paragraphe 1 est une personne morale, l'interdiction prévue à ce paragraphe s'applique également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

3. Le présent article ne s'applique pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée.

**Art. 9.**– Il est interdit à toute personne soumise à l'interdiction prévue à l'article 8:

- de communiquer une information privilégiée à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession ou de ses fonctions;
- de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder, ou de faire acquérir ou céder par une autre personne, sur la base d'une information privilégiée, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

**Art. 10.**– Les articles 8 et 9 s'appliquent également à toute personne autre que les personnes visées auxdits articles qui détient une information privilégiée et qui sait ou aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

**Art. 11.**– Il est interdit à toute personne de procéder à des manipulations de marché.

### **Chapitre III: *Obligations incombant aux participants au marché***

#### *Section 1: Obligation de notification des opérations suspectes*

**Art. 12.**– 1. Sans préjudice de l'article 27, paragraphe 3, tout établissement de crédit ou autre professionnel du secteur financier établi au Luxembourg est tenu d'avertir sans délai la Commission s'il a des raisons de soupçonner qu'une opération pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché.

2. Les personnes visées au paragraphe 1 décident, sur la base d'un examen au cas par cas, si une opération peut raisonnablement être soupçonnée de constituer une opération d'initiés ou une manipulation de marché. Pour ce faire, elles tiennent compte des éléments constitutifs de l'opération d'initiés ou de la manipulation de marché mentionnés à l'article 1er, points 1) et 2) ainsi qu'aux articles 2, 3 et 8 à 11.

3. Les personnes soumises à l'obligation de notification transmettent à la Commission les informations suivantes:

- description des opérations, en particulier du type d'ordre et du mode de négociation utilisé,
- les raisons amenant à soupçonner que les opérations pourraient constituer un abus de marché,
- les moyens d'identification des personnes pour le compte desquelles les opérations ont été réalisées et des autres personnes impliquées dans ces opérations,
- la qualité en vertu de laquelle agit la personne soumise à l'obligation de notification, telle que pour compte propre ou pour le compte de tiers,
- toute autre information pertinente concernant les opérations suspectes.

4. Lorsque les informations visées au paragraphe 3 ne sont pas disponibles au moment de la notification, celle-ci doit au moins mentionner les raisons pour lesquelles les personnes l'effectuant soupçonnent les opérations d'être constitutives d'une opération d'initiés ou d'une manipulation de marché. Les informations complémentaires sont communiquées à la Commission dès qu'elles deviennent disponibles.

5. La notification à la Commission peut être effectuée par lettre, courrier électronique, télécopie ou téléphone. Lorsque la notification se fait par téléphone, une confirmation doit être donnée par écrit sur demande de la Commission.

6. Lorsque la notification porte sur des opérations relatives à un instrument financier admis à la négociation sur un ou plusieurs marchés réglementés étrangers ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché, la Commission transmet immédiatement l'information notifiée aux autorités compétentes des marchés réglementés concernés.

7. Sauf disposition légale contraire, il est interdit aux personnes qui procèdent à une notification à la Commission d'en informer les tiers, y compris les personnes pour le compte desquelles les opérations ont été effectuées ou les parties liées à ces personnes. Le respect de cette obligation n'expose la personne ayant effectué la notification à aucune responsabilité d'aucune sorte pour autant que la personne qui notifie agisse de bonne foi.

8. La Commission s'abstient d'informer quiconque de l'identité des personnes qui ont notifié ces opérations si en le faisant, elle nuit ou risque de nuire à ces personnes. Cette disposition est sans préjudice des exigences des régimes de contrôle d'application et de sanctions définies dans la présente loi et la loi du 2 août 2002 relative à la protection de la personne à l'égard du traitement des données à caractère personnel.

9. La notification à la Commission ne constitue pas une violation du secret professionnel, ni une violation d'une quelconque restriction à la divulgation d'informations requise en vertu d'un contrat ou d'une disposition législative, réglementaire ou administrative et n'entraîne, pour la personne l'ayant effectuée, aucune responsabilité d'aucune sorte relative à cette notification.

#### *Section 2: Obligations incombant aux émetteurs d'instruments financiers*

**Art. 13.**– Les articles 14, 15 et 16 s'appliquent aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg ou dont les instruments financiers font l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un tel marché, que ces émetteurs aient leur siège statutaire au Luxembourg ou à l'étranger.

Les articles 14, 15 et 16 ne s'appliquent pas aux émetteurs qui n'ont pas demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant au Luxembourg.

**Art. 14.**– 1. Les émetteurs rendent publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement.

Les émetteurs sont réputés avoir agi conformément à l'alinéa précédent si, lorsqu'un ensemble de circonstances s'est créé ou qu'un événement s'est produit, bien que non encore formalisé, ils en ont informé rapidement le public.

2. Les émetteurs rendent les informations privilégiées publiques, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise, en utilisant des canaux de distribution dont on peut raisonnablement attendre une diffusion efficace des informations privilégiées auprès du public.

Le mode et les modalités de publication peuvent être fixés par voie d'un règlement grand-ducal.

3. Les émetteurs veillent, avec une attention raisonnable, à synchroniser le mieux possible la divulgation d'informations privilégiées entre toutes les catégories d'investisseurs, tant au Luxembourg que dans les autres Etats membres et pays tiers où ils ont demandé ou accepté l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé.

4. Sans préjudice des dispositions du paragraphe 2, les émetteurs affichent, pendant une période de trois mois, sur leur site Internet, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise, toute information privilégiée qu'ils sont tenus de rendre publique.

5. Les émetteurs ne combinent pas, d'une manière susceptible d'induire en erreur, la fourniture d'informations privilégiées au public et la commercialisation de leurs activités.

6. Tout changement significatif concernant des informations privilégiées déjà rendues publiques doit être divulgué au public rapidement après qu'il s'est produit, par le même canal de distribution que celui qui a été utilisé pour rendre publiques les informations initiales.

**Art. 15.–** 1. Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve:

- que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et
- que l'émetteur ait mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité de ladite information.

2. Aux fins de l'application du paragraphe 1, l'émetteur est réputé avoir mis en place les dispositions nécessaires pour assurer la confidentialité d'une information privilégiée, lorsqu'il contrôle l'accès à cette information et, en particulier, lorsqu'il:

- a mis en place des dispositions efficaces pour empêcher l'accès à cette information aux personnes autres que celles qui en ont besoin pour exercer leurs fonctions au sein de l'émetteur;
- a pris les mesures nécessaires pour veiller à ce que toute personne ayant accès à cette information reconnaisse les obligations légales et réglementaires liées à cet accès et soit avertie des sanctions prévues en cas d'utilisation ou de diffusion indue de cette information;
- a mis en place les dispositions nécessaires permettant une publication immédiate de ladite information privilégiée dans le cas où il n'aurait pas été en mesure d'assurer sa confidentialité, sans préjudice du second alinéa de l'article 16, paragraphe 1.

**Art. 16.–** 1. Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, au sens du premier tiret de l'article 9, il doit rendre cette information intégralement et effectivement publique, soit simultanément en cas de communication intentionnelle, soit rapidement en cas de communication non intentionnelle.

Les dispositions de l'alinéa précédent ne s'appliquent pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle.

2. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, établissent une liste des personnes travaillant pour eux, que ce soit dans le cadre d'un contrat de travail ou non, et ayant accès, de manière régulière ou occasionnelle, à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l'émetteur et notifient l'inscription sur cette liste aux personnes concernées.

3. La liste d'initiés doit mentionner:

- l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées,
- le motif pour lequel elle est inscrite sur la liste et
- les dates de création et d'actualisation de la liste.

4. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, actualisent rapidement la liste d'initiés:

- en cas de changement du motif pour lequel une personne a été inscrite sur la liste,
- lorsqu'une nouvelle personne doit être ajoutée à la liste,
- en mentionnant si et quand une personne inscrite sur la liste cesse d'avoir accès à des informations privilégiées.

Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifient les changements effectués aux personnes concernées.

5. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent en leur nom ou pour leur compte, conservent la liste d'initiés pendant au moins cinq ans après sa création ou son actualisation.

6. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, prennent les mesures nécessaires pour que toute personne figurant sur la liste d'initiés ayant accès à des informations

privilégiées soit dûment sensibilisée aux obligations légales et réglementaires qui lui incombent et soit informée des sanctions pénales, administratives ou disciplinaires prévues en cas d'utilisation illicite ou de circulation induite de ces informations.

7. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, communiquent la liste d'initiés, sur demande, à la Commission.

**Art. 17.–** 1. Les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d'un émetteur ayant son siège statutaire au Luxembourg et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, déclarent à la Commission et à l'émetteur toutes les opérations effectuées pour leur compte propre et portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation d'un marché réglementé, ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions. La déclaration est à faire dans les cinq jours ouvrables suivant la conclusion de chaque opération individuelle.

2. Les émetteurs ayant leur siège statutaire dans un pays tiers déclarent à la Commission, dès qu'ils en ont pris connaissance, toutes les opérations que les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes en leur sein et, le cas échéant, les personnes ayant un lien étroit avec elles, ont effectuées pour compte propre et portant sur des actions de l'émetteur admises à la négociation d'un marché réglementé, ou sur des instruments dérivés ou d'autres instruments financiers liés à ces actions sous réserve que la Commission soit l'autorité auprès de laquelle ces émetteurs sont tenus de déposer les informations annuelles relatives à leurs actions en vertu de l'article 10 de la directive 2003/71/CE.

3. La déclaration doit contenir les informations suivantes:

- le nom de l'émetteur concerné,
- le nom de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein de l'émetteur ou, le cas échéant, le nom de la personne ayant un lien étroit avec celle-ci,
- le motif de l'obligation de notification,
- la description de l'instrument financier,
- la nature de l'opération (acquisition ou cession),
- la date et le lieu de l'opération,
- le prix par titre et le montant total de l'opération.

4. Les émetteurs veillent à ce que l'information visée aux paragraphes 1 et 2 soit accessible au public aisément et dès que possible, pour le moins en langue française, allemande ou anglaise.

### *Section 3: Obligations incombant aux personnes qui produisent ou diffusent des recommandations d'investissement*

#### Sous-section 1: Principe général

**Art. 18.–** Les personnes qui produisent ou diffusent au Luxembourg des recommandations d'investissement dans l'exercice de leur profession ou la conduite de leur activité veillent, avec une attention raisonnable, à ce que l'information soit présentée de manière équitable et mentionnent leurs intérêts ou l'existence de conflits d'intérêts en rapport avec les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Les personnes qui produisent ou diffusent au Luxembourg des recommandations d'investissement dans l'exercice de leur profession ou la conduite de leur activité sont désignées par „personnes concernées“ aux fins de l'application de la présente section.

#### Sous-section 2: Obligations incombant aux personnes qui produisent des recommandations d'investissement

**Art. 19.–** 1. Toute recommandation d'investissement doit mentionner clairement et de façon apparente l'identité de la personne responsable de sa production, et en particulier le nom et la fonction de la personne physique qui a élaboré la recommandation ainsi que le nom de la personne morale responsable de sa production.

2. Lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, elle doit indiquer dans la recommandation d'investissement l'identité de son autorité de surveillance prudentielle. Lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit établi au Luxembourg, elle doit indiquer dans la recommandation d'investissement en outre que le fait qu'elle soit soumise à la surveillance de la Commission ou, dans le cas d'une succursale d'un établissement d'origine communautaire, à la surveillance d'une autorité prudentielle étrangère n'implique en aucune manière que la Commission ou l'autorité prudentielle étrangère exerce un contrôle sur le contenu de la recommandation d'investissement.

Lorsque la personne concernée n'est ni une entreprise d'investissement ni un établissement de crédit, mais qu'elle est soumise à des normes d'autorégulation ou à un code de conduite, elle doit inclure dans la recommandation une référence à ces normes ou à ce code.

3. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, elle est dispensée du respect des obligations définies aux paragraphes 1 et 2 sous réserve qu'elle fasse une référence sur son site Internet à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

4. Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 2.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 20.–** 1. Les personnes concernées veillent, avec une attention raisonnable, à ce que:

- les faits soient clairement distingués d'interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles;
- toutes leurs sources soient fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, à le signaler clairement;
- l'ensemble des projections, des prévisions et des objectifs de cours soit clairement indiqué comme tel et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées.

2. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, elle est dispensée du respect de l'exigence énoncée au dernier tiret du paragraphe 1 sous réserve qu'elle fasse une référence sur son site Internet à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

3. Les personnes concernées doivent veiller, avec une attention raisonnable, à pouvoir démontrer, sur demande de la Commission, le caractère raisonnable de toute recommandation d'investissement.

4. Les paragraphes 1 et 3 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 et 3.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 21.–** 1. Outre les obligations énoncées à l'article 20, lorsque la personne concernée est un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée, toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, cette personne doit veiller, avec une attention raisonnable, à ce que:

- a) les sources matérielles soient indiquées de manière appropriée, y compris l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation d'investissement a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion;

- b) la base ou la méthode utilisée pour évaluer un instrument financier ou l'émetteur d'un instrument financier, ou pour fixer l'objectif de cours d'un instrument financier, soit résumée d'une manière appropriée;
- c) la signification de la recommandation d'investissement émise, le cas échéant l'horizon temporel de l'investissement auquel se rapporte la recommandation d'investissement, soit expliquée d'une manière adéquate et que tout avertissement approprié sur les risques (y compris une analyse de sensibilité des hypothèses significatives) soit indiqué;
- d) il soit fait référence le cas échéant à la fréquence prévue des mises à jour de la recommandation d'investissement ainsi qu'à toute modification importante de la politique de couverture précédemment annoncée;
- e) la date à laquelle la recommandation d'investissement a été diffusée pour la première fois aux fins de distribution soit indiquée clairement et de façon bien apparente, ainsi que la date et l'heure du cours indiqué pour tout instrument financier;
- f) lorsqu'une recommandation d'investissement diffère d'une recommandation d'investissement concernant le même instrument financier ou le même émetteur émise au cours des douze mois précédents, ce changement et la date de cette recommandation d'investissement antérieure soient indiqués clairement et d'une façon apparente.

2. Lorsque les exigences énoncées aux points a), b) ou c) du paragraphe 1 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les informations requises peuvent être directement et aisément consultées par le public, à condition que la base ou la méthode d'évaluation utilisée n'ait pas été modifiée.

3. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, elle est dispensée du respect des exigences énoncées aux points b), d) et e) du paragraphe 1 et de la présentation d'une analyse de sensibilité des hypothèses significatives visée au point c) du paragraphe 1 sous réserve qu'elle fasse une référence sur son site Internet à l'endroit où ces mentions peuvent être directement et aisément consultées par le public.

**Art. 22.**– 1. Les personnes concernées mentionnent toutes les relations et circonstances dont elles doivent raisonnablement penser qu'elles sont de nature à porter atteinte à l'objectivité de la recommandation d'investissement, en particulier lorsque les personnes concernées ont un intérêt financier significatif dans un ou plusieurs des instruments financiers faisant l'objet de la recommandation d'investissement ou un conflit d'intérêts significatif avec un émetteur auquel se rapporte la recommandation d'investissement.

Lorsque la personne concernée est une personne morale, toute personne physique ou morale travaillant pour son compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui a participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement, est soumise vis-à-vis de la personne concernée *mutatis mutandis* à l'obligation de transparence de l'alinéa précédent. La personne concernée doit mentionner également l'information ainsi reçue en vertu de l'alinéa précédent.

2. Lorsque la personne concernée est une personne morale, les informations à fournir, conformément au paragraphe 1, incluent:

- les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont accessibles ou peuvent raisonnablement être considérés comme accessibles aux personnes participant à l'élaboration de la recommandation d'investissement;
- les intérêts ou conflits d'intérêts éventuels de la personne concernée ou des personnes morales qui lui sont liées, qui sont connus de personnes n'ayant pas participé à l'élaboration de la recommandation d'investissement mais ayant accès ou pouvant raisonnablement être considérées comme ayant accès à la recommandation d'investissement avant sa diffusion aux clients ou au public.

3. La recommandation d'investissement elle-même contient les mentions visées aux paragraphes 1 et 2. Lorsque ces exigences risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans

la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public.

4. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, il lui suffit de mentionner l'existence d'intérêts ou conflits d'intérêts éventuels à condition de fournir sur son site Internet les informations visées aux paragraphes 1 et 2.

5. Les paragraphes 1 à 3 ne s'appliquent pas aux journalistes, éditeurs et diffuseurs qui sont soumis à une réglementation équivalente appropriée, y compris une autorégulation équivalente appropriée, à condition que cette réglementation produise des effets similaires à ceux des paragraphes 1 à 3.

La Commission consulte l'autorité compétente étrangère concernée avant de se prononcer sur le caractère équivalent d'une réglementation étrangère et sur la nature similaire des effets produits par cette réglementation.

**Art. 23.–** 1. Outre les obligations énoncées à l'article 22, toute recommandation d'investissement produite par un analyste indépendant, une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, toute personne morale qui leur est liée ou toute autre personne concernée dont l'activité principale consiste à produire des recommandations d'investissement, mentionne clairement et d'une façon visible les informations suivantes sur leurs intérêts et conflits d'intérêts:

- a) les participations importantes existant entre la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part. Ces participations importantes incluent les cas suivants:
  - lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5% du capital émis de l'émetteur,
  - lorsque l'émetteur détient plus de 5% du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée;
- b) les autres intérêts financiers significatifs de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée en rapport avec l'émetteur;
- c) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur;
- d) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique;
- e) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la divulgation d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période;
- f) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation d'investissement.

2. Les modalités administratives et organisationnelles effectives arrêtées au sein de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit, y compris les barrières à l'information, sont à mentionner, en termes généraux, afin de prévenir et d'éviter les conflits d'intérêts eu égard aux recommandations d'investissement.

3. Pour les personnes physiques ou morales travaillant pour une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit, dans le cadre d'un contrat de travail ou non, qui participent à l'élaboration de la recommandation d'investissement, l'obligation visée à l'article 22, par. 1, deuxième alinéa, inclut en particulier la mention que leur rémunération est liée, le cas échéant, aux opérations de banque d'affaires effectuées par l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit ou toute personne morale qui leur est liée.

En outre, lorsque ces personnes physiques reçoivent ou achètent des actions des émetteurs avant l'offre publique de ces actions, le prix et la date d'acquisition de ces actions doivent être mentionnés.

4. Les entreprises d'investissement et les établissements de crédit mentionnent trimestriellement sur leur site Internet la part que représentent les recommandations d'„acheter“, de „conserver“, de „vendre“ ou de termes équivalents dans l'ensemble de leurs recommandations d'investissement, ainsi que la proportion d'émetteurs correspondant à chacune de ces catégories auxquels l'entreprise d'investissement ou l'établissement de crédit a fourni des services de banque d'affaires importants au cours des douze derniers mois.

5. La recommandation d'investissement elle-même doit contenir les mentions visées aux paragraphes 1 à 4. Lorsque les obligations énoncées aux paragraphes 1 à 4 risquent d'être disproportionnées par rapport à la longueur de la recommandation d'investissement diffusée, il suffit de faire référence clairement et de façon apparente dans la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public.

6. Lorsque la personne concernée fait des recommandations d'investissement non écrites, il lui suffit de mentionner l'existence d'intérêts ou conflits d'intérêts éventuels à condition de fournir sur son site Internet les informations visées au paragraphe 1.

### Sous-section 3: Obligations incombant aux personnes qui diffusent des recommandations d'investissement produites par des tiers

**Art. 24.**– Lorsqu'une personne concernée diffuse sous sa propre responsabilité une recommandation d'investissement produite par un tiers, l'identité de cette personne concernée est indiquée clairement et d'une façon apparente dans ladite recommandation d'investissement.

**Art. 25.**– 1. Lorsqu'une information diffusée modifie substantiellement une recommandation d'investissement produite par un tiers, cette information indique clairement et dans le détail la modification substantielle opérée. Lorsque la modification substantielle consiste à changer le sens directionnel de la recommandation d'investissement, les obligations énoncées aux articles 19 à 22 concernant le producteur de la recommandation d'investissement doivent être remplies par la personne qui la diffuse, dans la mesure de la modification substantielle effectuée.

2. En outre, les personnes morales concernées qui diffusent, elles-mêmes ou par l'intermédiaire de personnes physiques, une recommandation d'investissement substantiellement modifiée doivent disposer d'une politique écrite formelle, de façon à pouvoir donner aux destinataires de l'information la possibilité d'identifier la personne qui a produit la recommandation d'investissement et de localiser l'endroit où sont publiées la recommandation d'investissement elle-même ainsi que la mention des intérêts ou des conflits d'intérêts de ladite personne, pour autant que ces éléments sont publics.

3. Les paragraphes 1 et 2 ne s'appliquent pas aux informations de presse concernant des recommandations d'investissement produites par des tiers lorsque la substance de ces recommandations d'investissement n'est pas modifiée.

4. Dans le cas de la diffusion d'un résumé d'une recommandation d'investissement produite par un tiers, les personnes concernées diffusant ce résumé veillent à ce que ce dernier soit clair, ne soit pas trompeur, mentionne le document source et indique dans le résumé même à quel endroit le public peut accéder directement et aisément aux mentions concernant ce document source, pour autant que celles-ci sont publiques.

**Art. 26.**– Outre les obligations énoncées aux articles 24 et 25, lorsque la personne concernée est une entreprise d'investissement, un établissement de crédit ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d'un contrat de travail ou non et qu'elle diffuse des recommandations d'investissement produites par un tiers:

- elle doit indiquer clairement et d'une façon apparente le nom de l'autorité compétente en charge de la surveillance prudentielle de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit;

- la personne qui diffuse la recommandation d’investissement doit respecter les obligations imposées aux producteurs à l’article 23 si le producteur de cette recommandation d’investissement ne l’a pas déjà diffusée par un canal de distribution;
- l’entreprise d’investissement ou l’établissement de crédit doit respecter les obligations imposées aux producteurs aux articles 19 à 23 s’il a modifié substantiellement la recommandation d’investissement.

*Section 4: Obligations incombant aux marchés réglementés ainsi qu’aux établissements de crédit, entreprises d’investissement et opérateurs de marché exploitant un MTF*

**Art. 27.**– 1. Les marchés réglementés établis au Luxembourg ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d’investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg sont tenus d’adopter des dispositions structurelles visant à empêcher et à déceler les pratiques de manipulations de marché.

2. Les marchés réglementés établis au Luxembourg ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d’investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg surveillent les transactions effectuées par leurs membres, leurs participants ou leurs utilisateurs dans le cadre de leurs systèmes en vue de détecter tout comportement potentiellement révélateur d’un abus de marché.

3. Les marchés réglementés établis au Luxembourg, ou le cas échéant les opérateurs de ces marchés, ainsi que les établissements de crédit, les entreprises d’investissement et les opérateurs de marché exploitant un MTF au Luxembourg signalent à la Commission tout comportement potentiellement révélateur d’un abus de marché. Ils transmettent sans délai les informations pertinentes à la Commission pour instruire et poursuivre les abus de marché et prêtent à la Commission toute l’aide nécessaire pour instruire et poursuivre les abus de marché commis sur ou via leurs systèmes.

**Chapitre IV: Autorités compétentes**

**Art. 28.**– La Commission est l’autorité administrative compétente pour veiller à l’application des dispositions de la présente loi, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires.

**Art. 29.**– 1. La Commission est investie de tous les pouvoirs de surveillance et d’enquête nécessaires à l’exercice de ses fonctions.

Les pouvoirs de la Commission incluent notamment le droit:

- d’avoir accès à tout document sous quelque forme que ce soit et d’en recevoir copie;
- de demander des informations à toutes les personnes, y compris celles qui interviennent successivement dans la transmission des ordres ou dans l’exécution des opérations en cause ainsi qu’aux mandants de celles-ci, et, si nécessaire, de convoquer une personne et de l’entendre;
- de procéder à des inspections sur place auprès des personnes soumises à sa surveillance prudentielle;
- d’exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existants;
- d’enjoindre de cesser toute pratique contraire à la présente loi;
- de suspendre la négociation des instruments financiers concernés;
- de requérir le gel et/ou la mise sous séquestre d’actifs auprès du Président du tribunal statuant sur requête;
- de prononcer l’interdiction temporaire d’exercice d’activité professionnelle dans le secteur financier à l’encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle.

2. En outre, en vue d’assurer le respect des articles 14 à 18 et 27, la Commission peut prendre toute mesure nécessaire en vue d’assurer la bonne information du public.

3. Le présent article s’applique sans préjudice des dispositions légales sur le secret professionnel.

**Art. 30.**– 1. La Commission collabore avec les autorités compétentes étrangères lorsque cela est nécessaire à l’accomplissement de leur mission respective, en faisant usage des pouvoirs qui lui sont

conférés par la loi. La Commission prête son concours aux autorités compétentes étrangères notamment en échangeant des informations et en coopérant dans le cadre d'enquêtes.

2. La Commission communique immédiatement, sur demande, toute information requise aux fins visées au paragraphe 1. Lorsque la Commission reçoit une demande d'information, elle prend le cas échéant immédiatement les mesures nécessaires pour recueillir l'information demandée. Si la Commission n'est pas en mesure de fournir immédiatement l'information demandée, elle doit en notifier les raisons à l'autorité compétente qui a présenté la demande.

La communication d'informations par la Commission est soumise aux conditions suivantes:

- les informations communiquées doivent être nécessaires à l'accomplissement de la mission de l'autorité compétente qui les reçoit,
- les informations communiquées tombent sous le secret professionnel de l'autorité compétente qui les reçoit; lorsqu'il s'agit de l'autorité compétente d'un pays tiers, le secret professionnel de cette autorité doit offrir des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise,
- l'autorité compétente qui reçoit des informations de la part de la Commission ne peut les utiliser qu'aux fins pour lesquelles elles lui ont été communiquées et doit être en mesure d'assurer qu'aucun autre usage n'en sera fait.

La Commission peut refuser de donner suite à une demande d'informations lorsque:

- la communication de l'information concernée est susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'Etat luxembourgeois,
- une procédure judiciaire est déjà engagée pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes devant les tribunaux luxembourgeois,
- ces personnes ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits au Luxembourg, ou
- lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que cette autorité n'accorde pas le même droit d'information à la Commission.

Dans les cas visés aux deuxième et troisième tirets de l'alinéa précédent, la Commission le notifie à l'autorité compétente qui a présenté la demande en lui fournissant des informations aussi circonstanciées que possible sur la procédure ou le jugement en question.

3. Sans préjudice des obligations lui incombant dans le cadre de procédures judiciaires à caractère pénal, la Commission peut uniquement utiliser les informations reçues au titre du paragraphe 1 pour l'exercice de ses fonctions telles que définies dans la présente loi et dans le cadre de procédures administratives ou judiciaires spécifiquement liées à cet exercice. Toutefois, si l'autorité compétente communiquant l'information y consent, la Commission peut utiliser l'information reçue à d'autres fins ou la transmettre à une autorité compétente étrangère.

4. Lorsque la Commission a la conviction que des actes enfreignant les dispositions de la présente loi sont ou ont été accomplis à l'étranger, ou que des actes accomplis au Luxembourg portent atteinte à des instruments financiers négociés sur un marché réglementé étranger, elle en informe l'autorité compétente concernée d'une manière aussi détaillée que possible.

5. Lorsque la Commission est informée par une autorité compétente étrangère que des actes enfreignant les lois étrangères en matière d'abus de marché sont ou ont été accomplis au Luxembourg, ou que des actes accomplis à l'étranger portent atteinte à des instruments financiers négociés sur un marché réglementé agréé au Luxembourg, la Commission prend les mesures appropriées. Elle communique à l'autorité compétente qui l'a informée les résultats de son intervention et, dans la mesure du possible, l'informe des principaux développements provisoires de son action.

La Commission se consulte avec les autorités compétentes étrangères sur le suivi qu'il est proposé de donner à son action.

6. La Commission peut demander à une autorité compétente étrangère de mener une enquête sur son territoire. Elle peut demander à l'autorité étrangère concernée de pouvoir participer directement par l'intermédiaire de ses agents à l'enquête.

7. Lorsque la Commission reçoit une demande de la part d'une autorité compétente étrangère de mener une enquête au Luxembourg, elle donne une suite favorable à cette demande sous réserve des dispositions de l'alinéa suivant. Elle peut autoriser, sur demande, certains agents de l'autorité requérante à l'accompagner lors de l'enquête. Cependant, l'enquête est intégralement placée sous le contrôle de la Commission.

La Commission peut refuser de procéder à une enquête au titre d'une demande présentée conformément au premier alinéa ou peut ne pas autoriser les agents de l'autorité compétente requérante à l'accompagner, lorsque:

- cette enquête est susceptible de porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public de l'Etat luxembourgeois,
- une procédure judiciaire est déjà engagée au Luxembourg pour les mêmes faits et à l'encontre des mêmes personnes,
- ces personnes ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits au Luxembourg,
- lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que cette autorité n'accorde pas le même droit à la Commission, ou
- lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que le secret professionnel de cette autorité n'offre pas des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise.

Dans les cas visés aux deuxième et troisième tirets, la Commission le notifie à l'autorité compétente qui a présenté la demande en lui fournissant des informations aussi circonstanciées que possible sur la procédure ou le jugement concernés.

8. Lorsqu'une demande d'informations que la Commission a adressée à l'autorité compétente d'un autre Etat membre ne reçoit pas de suite dans des délais raisonnables ou est rejetée, la Commission peut porter cette carence à l'attention du Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières en vue de parvenir à une solution rapide et efficace. La Commission peut également faire usage de cette possibilité, lorsqu'une demande qu'elle a adressée à l'autorité compétente d'un autre Etat membre et dont l'objet est d'ouvrir une enquête sur le territoire de cet autre Etat membre ou de permettre aux agents de la Commission d'accompagner ceux de l'autorité compétente de cet autre Etat membre ne reçoit pas de suite dans des délais raisonnables ou est rejetée.

**Art. 31.**– 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), second alinéa et de l'article 1er, point 2), lettre a), la Commission, sans préjudice de sa collaboration avec d'autres autorités compétentes, prend en compte les critères suivants dans son évaluation de l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière:

- le degré de transparence de la pratique concernée au regard de l'ensemble du marché;
- le besoin de sauvegarder le libre jeu des forces du marché et l'interaction adéquate entre offre et demande;
- l'intensité de l'impact de la pratique de marché concernée sur la liquidité et l'efficacité du marché;
- la mesure dans laquelle la pratique concernée prend en compte les mécanismes de négociation du marché en question et permet aux participants à ce marché de réagir de manière adéquate et rapide à la nouvelle situation de marché qu'elle a créée;
- le risque que représente la pratique concernée pour l'intégrité des marchés qui s'y rattachent directement ou indirectement, sur lesquels se négocie le même instrument financier, qu'ils soient ou non réglementés;
- les conclusions de toute enquête sur la pratique de marché concernée réalisée par la Commission ou toute autre autorité compétente, en particulier lorsque la pratique concernée a enfreint des règles ou dispositions destinées à prévenir les abus de marché ou des codes de conduite, que ce soit sur le marché en question ou sur des marchés directement ou indirectement liés;
- les caractéristiques structurelles du marché en question, en particulier son caractère réglementé ou non, les types d'instruments financiers négociés et les types de participants à ce marché, notamment l'importance relative de la participation des investisseurs de détail.

Lorsque la Commission apprécie le besoin de sauvegarde visé au second tiret, elle s'efforce en particulier d'analyser l'impact de la pratique de marché concernée sur la base des principaux paramètres du marché, notamment les conditions de marché particulières qui prévalaient avant la mise en œuvre de la pratique de marché concernée, le cours moyen pondéré d'une session unique ou le cours de clôture quotidien.

2. La Commission ne considère pas les pratiques de marché, en particulier lorsqu'elles sont nouvelles ou émergentes, comme inacceptables du simple fait qu'elles n'ont pas encore été formellement reconnues sur le marché concerné.

3. La Commission procède régulièrement au réexamen des pratiques de marché qu'elle a acceptées, en particulier pour prendre en compte les évolutions significatives dans l'environnement du marché concerné, telles que des modifications des règles de négociation ou de l'infrastructure de marché.

4. La Commission observe la procédure prévue aux paragraphes 5 et 6 pour évaluer ou réévaluer l'acceptabilité d'une pratique de marché particulière.

5. La Commission consulte les autorités compétentes d'autres Etats membres dans lesquels il existe des marchés comparables, que ce soit du fait de leurs structures, des volumes traités ou des types d'opérations effectués.

6. La Commission rend publique sa décision sur l'acceptation de la pratique de marché concernée en l'accompagnant d'une description appropriée de celle-ci. Lorsque la décision concerne un marché situé ou opérant dans l'Union européenne, la Commission communique le plus rapidement possible sa décision au Comité européen des régulateurs des marchés des valeurs mobilières à des fins de publication.

L'information publiée précise quels ont été les facteurs pris en compte pour déterminer l'acceptabilité de la pratique concernée, en particulier dans les cas où les conclusions concernant cette acceptabilité diffèrent selon les marchés des Etats membres.

7. Lorsque des enquêtes portant sur des cas déterminés ont déjà commencé, la procédure de consultation prévue aux paragraphes 4 à 6 peut être reportée en attendant la conclusion de ces enquêtes.

8. Une pratique de marché qui a été acceptée à l'issue de la procédure de consultation prévue aux paragraphes 4 à 6 ne peut être modifiée sans que soit utilisée une procédure de consultation identique.

## **Chapitre V: *Sanctions***

**Art. 32.**– 1. Sont punies d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 125 à 1.500.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques mentionnées à l'article 8 qui violent sciemment les interdictions prévues par ce même article.

L'amende visée à l'alinéa précédent peut être portée jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans qu'elle ne puisse être inférieure à ce même profit.

2. Sont punies d'un emprisonnement de huit jours à un an et d'une amende de 125 à 150.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques ayant reçu des informations privilégiées en contravention aux articles 9 ou 10, qui violent sciemment les interdictions visées à l'article 8.

L'amende visée à l'alinéa précédent peut être portée jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans qu'elle ne puisse être inférieure à ce même profit.

3. Sont punies d'un emprisonnement de huit jours à un an et d'une amende de 125 à 25.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques visées à l'article 9 qui contreviennent sciemment aux dispositions de l'article 9.

4. Sont punies d'un emprisonnement de trois mois à deux ans et d'une amende de 125 à 1.500.000 euros, ou de l'une de ces peines seulement, les personnes physiques qui se rendent sciemment coupables de l'infraction visée à l'article 11.

5. La tentative de commettre les délits prévus à l'article 32, paragraphes 1 et 2 est punie des mêmes peines.

**Art. 33.–** 1. Lorsque la Commission constate une violation des obligations professionnelles prévues par la présente loi ou par les mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut infliger à l'égard de la personne à laquelle l'infraction est imputable une amende administrative de 125 à 125.000 euros.

2. La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou lui auront sciemment donné des informations inexactes ou incomplètes.

3. La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.

4. Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle qui s'en sont rendues coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte et soumises à sa surveillance prudentielle, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.

#### **Chapitre VI: Recours administratifs**

**Art. 34.–** Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.

#### **Chapitre VII: Dispositions modificatives**

**Art. 35.–** Le paragraphe (1) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers est complété par l'insertion du mot „soit“ avant les termes „sur un marché inscrit“ et par l'ajout à la fin du paragraphe des termes: „soit sur un MTF tel que visé à l'article 1er paragraphe 21 de la loi du ... relative aux abus de marché, que ces transactions aient eu lieu sur ce MTF ou non“.

Au paragraphe (5) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers, les termes „ou un MTF“ sont insérés après les termes „un marché réglementé“.

Le paragraphe (7) de l'article 5 de la loi modifiée du 23 décembre 1998 relative à la surveillance de marchés d'actifs financiers est modifié par l'ajout, après les expressions „sur un marché réglementé“ respectivement „sur ce marché réglementé“, des termes „ou sur un MTF“ respectivement „ou sur ce MTF“.

#### **Chapitre VIII: Dispositions abrogatoire et finale**

**Art. 36.–** La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.

**Art. 37.–** La référence à la présente loi pourra se faire sous forme abrégée en utilisant les termes de „loi relative aux abus de marché“.

Luxembourg, le 14.3.2006

*Le Rapporteur,*  
Lucien THIEL

*Le Président,*  
Laurent MOSAR

Service Central des Imprimés de l'Etat

5415/11

N° 5415<sup>11</sup>

## CHAMBRE DES DEPUTES

Session ordinaire 2005-2006

**PROJET DE LOI**

relative aux abus de marché et 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'intérêts,
- 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

\* \* \*

**DISPENSE DU SECOND VOTE CONSTITUTIONNEL  
PAR LE CONSEIL D'ETAT**

(2.5.2006)

*Le Conseil d'Etat,*

appelé par dépêche de la Secrétaire d'Etat aux Relations avec le Parlement du 10 avril 2006 à délibérer sur la question de dispense du second vote constitutionnel du

**PROJET DE LOI**

relative aux abus de marché et 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'intérêts,**
- **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**

qui a été adopté par la Chambre des députés dans sa séance du 4 avril 2006 et dispensé du second vote constitutionnel;

Vu ledit projet de loi et les avis émis par le Conseil d'Etat en ses séances des 15 novembre 2005 et 7 mars 2006;

*se déclare d'accord*

avec la Chambre des députés pour dispenser le projet de loi en question du second vote prévu par l'article 59 de la Constitution.

Ainsi décidé en séance publique du 2 mai 2006.

*Le Secrétaire général,*  
Marc BESCH

*Le Président,*  
Pierre MORES

5415




---

**RECUEIL DE LEGISLATION**

---

**A — N° 83**

**16 mai 2006**

---

**Sommaire**

**ABUS DE MARCHE**

- Loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché et 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'intérêts,
  - 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. . . . . page **1470**