

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 inéquitables;
- 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'encourageaient 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 JAEGGER, 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 JAEGGER 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

