

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

Session ordinaire 2005-2006

**PROJET DE LOI**

relative aux abus de marché, portant transposition de

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

\* \* \*

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

(14.3.2006)

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

\*

**1. ANTECEDENTS**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\*

## 2. INTRODUCTION

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

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

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

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

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

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

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

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

\*

### 3. LA LEGISLATION EUROPEENNE

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

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

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

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

- La directive 2004/72/CE du 29 avril 2004 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes. Elle prévoit des mesures de lutte contre les abus de marché.

\*

## 4. OBJET DU PROJET DE LOI

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

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

### 4.1. Le champ d'application

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

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

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

La Chambre de Commerce accueille favorablement l'élargissement et la définition de la notion d'information privilégiée qu'opère le projet de loi. Elle constate également que le champ d'application du projet de loi est plus vaste que celui des directives européennes. Cet élargissement constituerait „un progrès certain pour l'intégrité des marchés dans la perspective de la reconnaissance par la CSSF de pratiques de marché ayant cours sur des marchés réglementés“. Le projet de loi satisferait de plus aux exigences de proportionnalité et d'équité devant prévaloir lors du prononcé des sanctions.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### 4.6. Les autorités compétentes

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

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

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

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

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

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

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

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

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

\*

## 5. LE COMMENTAIRE DES ARTICLES

### *Intitulé du projet de loi*

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

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

*„Projet de loi relative aux abus de marché et portant transposition de*

- *la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché),*
- *la directive 2003/124/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché,*

- la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts,
- la directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des transactions suspectes.“

#### *Article 1er*

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

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

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

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

#### *Article 6*

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

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

#### *Article 16*

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

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

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



approuve donc cette proposition qui a l'avantage de clarifier la nature de l'information communiquée entre personnes concernées.

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

La Commission retient donc que l'article 16.4 est complété par la phrase suivante:

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

L'Ordre des avocats propose également, à l'instar de ce qui est prévu dans le cadre de la loi du 12 novembre 2004 relative à la lutte contre le blanchiment et contre le financement du terrorisme, que les demandes de transmission de listes d'initiés qui seraient adressées par la CSSF aux avocats ainsi que les réponses y relatives passent par l'intermédiaire du Bâtonnier de l'Ordre des avocats. Or, à la différence des informations à transmettre dans le cadre de la loi contre le blanchiment, il ne s'agit pas, dans le contexte du présent projet de loi, de transmettre des informations sensibles et confidentielles sur un client, à l'insu de celui-ci, à l'autorité de surveillance, mais il s'agit de transmettre une liste de personnes qui ont connaissance d'une information que l'émetteur a l'obligation de rendre publique. Comme déjà mentionné ci-dessus, sauf en cas de délégation de l'émetteur à ses avocats, ce sera l'émetteur qui tiendra cette liste et ce sera ce dernier qui est soumis à l'obligation de la communiquer à la CSSF. Au cas où un avocat se verra confier un mandat pour l'établissement de la liste des initiés dans un cas spécifique, ce mandat devra inclure la transmission de la liste des initiés à la CSSF. Eu égard à ce qui précède, la Commission retient, dans le contexte de ce projet de loi, qu'il ne convient pas de passer par l'intermédiaire du Bâtonnier de l'Ordre des avocats.

Compte tenu des arguments avancés ci-avant, les changements demandés à l'article 16.7 ainsi que l'insertion d'un nouvel article 16.8 deviennent sans objet.

#### Articles 18 à 26

Le Conseil d'Etat déduit du terme „*soumis*“ à l'article 19 qu'il s'agit d'une référence à des normes d'autorégulation et à des codes de conduite rendus „*obligatoires*“ dans leur juridiction d'origine par l'autorité prudentielle compétente ou par une organisation professionnelle ayant le pouvoir d'engager ses membres. En effet, il ne semble *a priori* pas approprié d'inclure toutes sortes de codes de nature même non obligatoire et l'approche prudente du Conseil d'Etat dans ce contexte est tout à fait compréhensible. Néanmoins, la Commission estime que le libellé proposé est utile en ce qu'il permet de couvrir aussi les codes auxquels les personnes visées par cet article se soumettent volontairement.

Au sujet des interrogations du Conseil d'Etat en relation avec la dispense dont bénéficient les journalistes au vu de plusieurs dispositions du projet de loi et de l'éventuelle équivalence de la réglementation à laquelle ils sont soumis par rapport aux obligations résultant du projet présenté, la Commission relève qu'il ne s'agit pas d'une dispense *a priori* mais d'une dispense conditionnelle. Ensuite, il faut noter qu'actuellement, les journalistes ne sont pas soumis à une réglementation équivalente et qu'ils devront y remédier suite à la mise en vigueur des obligations résultant de la présente loi.

Suite à l'avis du Conseil de Presse, le Gouvernement a amendé la première phrase du paragraphe 4 de l'article 19 et la première phrase du paragraphe 4 de l'article 20 du projet en insérant entre les mots „*journalistes*“ et „*sont soumis*“ les mots „*éditeurs et diffuseurs*“. Un amendement parlementaire allant dans le même sens a été porté à l'article 22, paragraphe 5. Ces amendements ont pour objet d'étendre les dispositions en question aux éditeurs et aux diffuseurs. En effet, le Conseil de Presse a pour mission d'élaborer un code de déontologie qui définira les droits et obligations des journalistes et des éditeurs. Dans l'hypothèse où ce code serait qualifié d'autorégulation équivalente appropriée, ceci devrait avoir pour effet d'exclure non seulement les journalistes du champ d'application des articles 19 paragraphes (1) et (2) et 20 paragraphes (1) et (3), mais également les éditeurs qui seraient alors soumis aux mesures d'autorégulation mises en place par le Conseil de Presse au même titre que les journalistes. Quant aux diffuseurs, dans la mesure où ils sont visés par les amendements, ils pourront invoquer l'existence d'une réglementation appropriée, considérée comme équivalente, qui se substituera dès lors aux dispositions en question.

La Commission a bien pris note des commentaires du Conseil d'Etat sur le relativisme introduit par les notions d' „*intérêt significatif*“ et de „*conflit d'intérêt significatif*“. Elle rappelle cependant que ces notions ont effectivement été reprises textuellement de la directive sous-jacente. Or, en l'absence de définition communautaire de ces deux notions, la Commission est d'avis que le texte de la loi ne peut pas aller jusqu'à régler de façon détaillée ces notions et qu'il y a lieu de procéder à une évaluation suivant les circonstances qui peuvent se présenter.

Dans l'article 22, le Conseil d'Etat dénote un non-sens par rapport à notre système juridique étant donné qu'une personne morale ne peut pas s'engager dans un contrat de travail avec une personne concernée. Dans ce contexte, la Commission souligne que le projet présenté situe la relation dans le „*cadre d'un contrat de travail ou non*“ et que, dès lors, les personnes morales sont couvertes par cette dernière indication. Par ailleurs, il faut noter que la notion de „*travail*“ utilisée dans ce contexte a une portée très large et inclut les prestations de services.

La Commission décide donc de maintenir inchangés les articles 18 à 26, sauf la première phrase du paragraphe 4 de l'article 19, la première phrase du paragraphe 4 de l'article 20 et le paragraphe 5 de l'article 22. L'erreur matérielle à l'article 24, signalée par le Conseil d'Etat dans son avis complémentaire, a été redressée par la Commission.

#### *Articles 28 à 31*

En ce qui concerne le pouvoir attribué à la CSSF, en vertu de l'article 29 du projet de loi, d'exiger la communication des enregistrements téléphoniques et des données échangées existants, le Conseil d'Etat demande en premier lieu quelle serait la base légale pour cette disposition et pose ensuite la question de la légitimité de la collecte initiale des données par la personne concernée et les éventuelles conséquences sur le transfert des enregistrements à la CSSF. La Commission est d'avis que la base légale pour la communication est assurée par le texte du présent projet de loi. Quant à la seconde interrogation du Conseil d'Etat, il faut souligner que le projet de loi n'introduit pas l'exigence pour les intermédiaires professionnels de procéder à un enregistrement téléphonique, mais qu'il se limite à prévoir la possibilité pour la CSSF d'en demander la communication au cas où des enregistrements existent. Quant à la question sur l'utilisation de ces informations au cas où leur collecte initiale n'aurait pas été faite en conformité avec la législation applicable, la Commission estime qu'elle dépasse le cadre du présent projet de loi.

La Commission n'a pas d'objection à la modification de l'article 29.1 telle que proposée par l'Ordre des avocats qui clarifie la portée de l'interdiction temporaire d'activité que peut prononcer la CSSF.

En ce qui concerne la remarque de l'Ordre des avocats à propos de l'article 29.1, dernier tiret, sur le respect du contradictoire et des droits de la défense, la Commission souligne que la CSSF est soumise aux règles de la procédure administrative non contentieuse et d'une manière générale au droit administratif.

Au sujet des remarques formulées par le Conseil d'Etat sur le paragraphe 3 de l'article 29 qui dispose que l'article 29 même s'applique sans préjudice des dispositions légales en matière de secret professionnel, la Commission ne voit pas la nécessité d'ajouter des précisions relatives à la portée de ce paragraphe. En effet, le seul objectif de ce paragraphe est de rappeler l'existence des dispositions relatives au secret professionnel et il ne saurait en résulter une modification de ces dispositions.

En ce qui concerne la modification proposée par l'Ordre des avocats relative à l'article 29.3, la Commission renvoie à ses conclusions ci-avant en relation avec les remarques du Conseil d'Etat. Il s'y ajoute qu'on ne peut pas valablement citer en exemple seulement certaines professions soumises à un secret professionnel, alors qu'une liste exhaustive sera difficile à établir (avec tous les risques d'oubli que cela pourrait inclure). Par conséquent, il paraît plus prudent de ne pas modifier cette disposition prévue dans le projet de loi, considérant notamment que les commentaires des articles donnent toutes les précisions utiles à son application.

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

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

La Commission retient d'ajouter un tiret supplémentaire à la fin du deuxième alinéa du paragraphe (7) de l'article 30, libellé comme suit:

*„– lorsque la demande émane de l'autorité compétente d'un pays tiers et que le secret professionnel de cette autorité n'offre pas des garanties au moins équivalentes au secret professionnel auquel la Commission est soumise.“*

#### Article 32

Après avoir analysé l'argumentation avancée par le Conseil d'Etat sur la confiscation spéciale, la Commission estime qu'il ne convient pas de faire de la confiscation spéciale une règle absolue. Il s'agit en effet d'un système difficile à réaliser en pratique, qui se conçoit de façon exceptionnelle et que l'on pourra toujours appliquer le cas échéant sans que son utilisation ne soit rendue obligatoire. Le texte retenu par le projet de loi qui prévoit une amende liée au profit réalisé convient mieux pour décourager les comportements malsains visés par cet article.

La Commission décide donc de maintenir inchangé l'article 32.

#### Article 33

En conclusion de sa lecture de l'article 33, le Conseil d'Etat formule une opposition formelle à cet article et en propose un nouveau libellé. Au vu du risque de court-circuitage du pénal par l'administratif, la Commission se rallie globalement au texte proposé par le Conseil d'Etat. Ainsi, l'application du premier paragraphe sera restreinte aux seules violations des obligations professionnelles.

Concernant ce même article 33 du texte gouvernemental, l'Ordre des avocats déduit que la CSSF peut prononcer une interdiction temporaire d'activité professionnelle non seulement vis-à-vis des personnes soumises à sa surveillance prudentielle, ou agissant sous l'autorité de celles-ci, mais d'une manière générale à l'encontre de toutes les personnes agissant pour compte de celles-ci. La Commission s'est ralliée à ces observations et a décidé d'ajouter après les termes *„personnes physiques ... agissant pour leur compte“* ceux de *„et soumises à sa surveillance prudentielle“*.

Finalement, en ce qui concerne la remarque de l'Ordre des avocats à propos de l'article 33 sur le respect du contradictoire et des droits de la défense, la Commission souligne que la CSSF est soumise aux règles de la procédure administrative non contentieuse et d'une manière générale au droit administratif.

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

- „1. Lorsque la Commission constate une violation des obligations professionnelles prévues par la présente loi ou par les mesures prises en exécution de cette dernière, elle peut infliger à l'égard de la personne à laquelle l'infraction est imputable une amende administrative de 125 à 125.000 euros.*
- 2. La Commission peut prononcer une amende d'ordre de 125 à 25.000 euros contre ceux qui font obstacle à l'exercice de ses pouvoirs de surveillance et d'enquête ou lui auront sciemment donné des informations inexactes ou incomplètes.*
- 3. La Commission peut rendre publiques les amendes d'ordre prononcées, ainsi que toute mesure et sanction appliquées pour non-respect des dispositions de la présente loi ou des mesures prises en exécution de celle-ci, excepté dans les cas où leur publication perturberait gravement les marchés financiers ou causerait un préjudice disproportionné aux parties en cause. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées.*
- 4. Lorsque les agissements dont est saisie la Commission sont constitutifs de manquements à la présente loi ou à des mesures prises en exécution de cette dernière, la Commission peut prononcer à l'encontre des personnes soumises à sa surveillance prudentielle qui s'en sont rendues coupables, ainsi que des personnes physiques placées sous leur autorité ou agissant pour leur*

*compte et soumises à sa surveillance prudentielle, l'interdiction à titre temporaire pour un terme ne dépassant pas cinq ans de la prestation de tout ou partie des services fournis.*“

*Article 34*

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

L'article 34 aura par conséquent la teneur suivante:

*„Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.“*

*Article 36 (renuméroté)*

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

L'article 36 aura par conséquent la teneur suivante:

*„La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.“*

\*

Compte tenu de ce qui précède, la Commission recommande à la Chambre des Députés d'adopter le projet de loi dans la teneur qui suit:

\*

## 6. TEXTE PROPOSE PAR LA COMMISSION

### PROJET DE LOI

relative aux abus de marché et portant transposition de

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

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

**Art. 1er.**– Aux fins de la présente loi, on entend par:

- 1) „information privilégiée“: une information
- à caractère précis,
  - qui n’a pas été rendue publique,
  - qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d’instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et
  - qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d’influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés ou le cours d’instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

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

Pour les personnes chargées de l’exécution d’ordres concernant des instruments financiers, on entend par „information privilégiée“ également toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client, sous réserve que l’information transmise réponde aux critères du premier alinéa;

- 2) „manipulations de marché“: les comportements suivants:
- a) le fait d’effectuer des opérations ou d’émettre des ordres:
- qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l’offre, la demande ou le cours d’instruments financiers, ou
  - qui fixent, par l’action d’une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d’un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel,

- à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse que les raisons qui l'ont poussée à le faire sont légitimes et que ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné;
- b) le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice;
- c) le fait de diffuser des informations, que ce soit par l'intermédiaire des médias ou par tout autre moyen, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris le fait de répandre des rumeurs et de diffuser des informations fausses ou trompeuses, alors que la personne ayant procédé à une telle diffusion savait ou aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses. Dans le cas de journalistes agissant dans le cadre de leur profession, cette diffusion d'informations doit être évaluée en tenant compte de la réglementation applicable à leur profession, à moins que ces personnes ne retirent, directement ou indirectement, un avantage ou des profits de la diffusion des informations en question;
- 3) „instruments financiers“:
- les valeurs mobilières,
  - les parts d'organismes de placement collectif,
  - les instruments du marché monétaire,
  - les contrats financiers à terme (futures), y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces,
  - les contrats à terme sur taux d'intérêt,
  - les contrats d'échange (swaps) sur taux d'intérêt, sur devises et actions,
  - les options visant à acheter ou à vendre tout instrument relevant de ces catégories, y compris les instruments équivalents donnant lieu à un règlement en espèces. Sont en particulier comprises dans cette catégorie les options sur devises et taux d'intérêt,
  - les instruments dérivés sur produits de base,
  - tout autre instrument admis ou faisant l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé;
- 4) „valeurs mobilières“: les catégories de titres négociables sur le marché des capitaux (à l'exclusion des instruments de paiement), telles que:
- les actions de sociétés et autres titres équivalents à des actions de sociétés, de sociétés de type partnership ou d'autres entités ainsi que les certificats représentatifs d'actions,
  - les obligations et les autres titres de créance, y compris les certificats représentatifs de tels titres,
  - toute autre valeur donnant le droit d'acquérir ou de vendre de telles valeurs ou donnant lieu à un règlement en espèces, fixé par référence à des valeurs mobilières, à une monnaie, à un taux d'intérêt ou rendement, aux matières premières ou à d'autres indices ou mesures;
- 5) „instruments du marché monétaire“: les catégories d'instruments habituellement négociés sur le marché monétaire, telles que les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie (à l'exclusion des instruments de paiement);
- 6) „marché réglementé“: un marché au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 14) de la directive 2004/39/CE, qui, lorsqu'il est agréé dans un Etat membre, est inscrit sur la liste que la Commission européenne est tenue de publier sur son site Internet conformément à l'article 47 de la directive 2004/39/CE, ou qui, lorsqu'il est agréé dans un pays tiers, répond à des exigences équivalentes à celles définies dans la directive 2004/39/CE;
- 7) „pratiques de marché admises“: les pratiques qui sont susceptibles d'être utilisées sur un ou plusieurs marchés financiers et qui sont acceptées conformément à la présente loi;
- 8) „personne“: toute personne physique ou morale;
- 9) „autorité compétente“: l'autorité administrative désignée par chaque Etat membre ou pays tiers pour veiller à l'application de la réglementation sur les abus de marché. Au Luxembourg, il s'agit de la Commission de surveillance du secteur financier (ci-après désignée Commission);

- 10) „Etat membre“: un Etat membre de l’Union européenne. Sont assimilés aux Etats membres de l’Union européenne les Etats parties à l’Accord sur l’Espace économique européen autres que les Etats membres de l’Union européenne, dans les limites définies par cet accord et des actes y afférents;
- 11) „pays tiers“: un Etat autre qu’un Etat membre;
- 12) „personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d’un émetteur“: une personne qui est:
  - un membre des organes d’administration, de gestion ou de surveillance de l’émetteur,
  - un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au tiret précédent, dispose d’un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement l’émetteur et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l’évolution future et la stratégie d’entreprise de cet émetteur;
- 13) „personne ayant un lien étroit avec une personne exerçant des responsabilités dirigeantes au sein d’un émetteur d’instruments financiers“:
  - le conjoint de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes, ou tout autre partenaire de cette personne considéré comme l’équivalent du conjoint par la loi nationale de la personne concernée,
  - les enfants qui, en vertu de leur loi, sont à charge de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes,
  - tout autre parent de la personne exerçant des responsabilités dirigeantes qui partage le même domicile depuis au moins un an à la date de l’opération concernée,
  - toute personne morale, patrimoine fiduciaire ou autre trust, ou toute association sans personnalité juridique dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne visée au point 12) du présent article ou aux trois tirets précédents du présent point, ou qui est directement ou indirectement contrôlée par cette personne, ou qui a été constituée au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne;
- 14) „entreprise d’investissement“: toute personne au sens de l’article 4, paragraphe (1), point 1) de la directive 2004/39/CE;
- 15) „établissement de crédit“: toute personne au sens de l’article 1er, paragraphe (1) de la directive 2000/12/CE;
- 16) „recommandation d’investissement“: des travaux de recherche ou d’autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d’investissement, explicitement ou implicitement, concernant un ou plusieurs instruments financiers ou les émetteurs d’instruments financiers, y compris les opinions émises sur le cours ou la valeur présente ou future de ces instruments, destinés aux canaux de distribution ou au public;
- 17) „travaux de recherche ou autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d’investissement“:
  - a) une information produite par un analyste indépendant, une entreprise d’investissement, un établissement de crédit, toute personne dont l’activité principale consiste à produire des recommandations, ou une personne physique travaillant pour leur compte dans le cadre d’un contrat de travail ou non, qui, directement ou indirectement, exprime une recommandation d’investissement déterminée concernant un instrument financier ou un émetteur d’instruments financiers,
  - b) une information produite par d’autres personnes que celles mentionnées sous la lettre a) ci-dessus, qui recommande directement une décision d’investissement déterminée concernant un instrument financier;
- 18) „canaux de distribution“: les canaux par lesquels l’information est rendue publique ou est susceptible de l’être, et par „information susceptible d’être rendue publique“: toute information à laquelle ont accès un grand nombre de personnes;
- 19) „réglementation appropriée“: toute réglementation, y compris l’autorégulation, en vigueur dans les Etats membres ou pays tiers, telle que prévue par la directive 2003/6/CE ou considérée comme équivalente par la Commission;
- 20) „opérateur de marché“: une ou plusieurs personnes gérant et/ou exploitant l’activité d’un marché réglementé. L’opérateur de marché peut être le marché réglementé lui-même;

- 21) „MTF“: un système multilatéral de négociation au sens de l'article 4, paragraphe (1), point 15) de la directive 2004/39/CE;
- 22) „émetteur“: aux fins du chapitre III, l'émetteur d'un instrument financier auquel une recommandation d'investissement se rapporte directement ou indirectement.

**Art. 2.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 1), une information est réputée „à caractère précis“ si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés ou d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés.

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

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

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

**Art. 3.–** 1. Aux fins de l'application de l'article 1er, point 2), lettre a), la Commission et les participants au marché, lorsqu'ils examinent des opérations ou des ordres, prennent en considération les signaux suivants, qui ne forment pas une liste exhaustive et ne doivent pas être considérés comme constituant en eux-mêmes une manipulation de marché:

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Art. 7.–** Les interdictions prévues par la présente loi ne s'appliquent pas aux opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de programmes de rachat, ni aux mesures de stabilisation d'un instrument financier, si ces opérations sont effectuées conformément au règlement (CE) No 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3. La liste d'initiés doit mentionner:

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

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

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

Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, notifient les changements effectués aux personnes concernées.

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

6. Les émetteurs, ou les personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci, prennent les mesures nécessaires pour que toute personne figurant sur la liste d'initiés ayant accès à des informations

privilégiées soit dûment sensibilisée aux obligations légales et réglementaires qui lui incombent et soit informée des sanctions pénales, administratives ou disciplinaires prévues en cas d'utilisation illicite ou de circulation induite de ces informations.

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

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

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

3. La déclaration doit contenir les informations suivantes:

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

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

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

#### Sous-section 1: Principe général

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- les faits soient clairement distingués d'interprétations, estimations, opinions et autres types d'informations non factuelles;
- toutes leurs sources soient fiables ou, lorsque ce n'est pas le cas, à le signaler clairement;
- l'ensemble des projections, des prévisions et des objectifs de cours soit clairement indiqué comme tel et que les principales hypothèses retenues pour les établir et les utiliser soient mentionnées.

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

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

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

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

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

- a) les sources matérielles soient indiquées de manière appropriée, y compris l'émetteur concerné, ainsi que le fait que la recommandation d'investissement a été le cas échéant communiquée à cet émetteur et modifiée suite à cette communication avant sa diffusion;

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

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

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

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

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

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

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

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

la recommandation d'investissement elle-même à l'endroit où les mentions requises peuvent être directement et aisément consultées par le public.

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

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

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

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

- a) les participations importantes existant entre la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée, d'une part, et l'émetteur, d'autre part. Ces participations importantes incluent les cas suivants:
  - lorsque la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée détient plus de 5% du capital émis de l'émetteur,
  - lorsque l'émetteur détient plus de 5% du capital émis de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée;
- b) les autres intérêts financiers significatifs de la personne concernée ou de toute personne morale qui lui est liée en rapport avec l'émetteur;
- c) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est un teneur de marché ou un apporteur de liquidité en ce qui concerne les instruments financiers de l'émetteur;
- d) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée a fait office, au cours des douze derniers mois, de chef de file ou de chef de file associé de toute offre d'instruments financiers de l'émetteur rendue publique;
- e) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la prestation de services de banque d'affaires, à condition que cela n'entraîne pas la divulgation d'informations commerciales confidentielles et que l'accord ait été en vigueur au cours des douze derniers mois ou ait donné lieu au paiement ou à la promesse d'une rémunération au cours de la même période;
- f) le cas échéant, une déclaration indiquant que la personne concernée ou toute personne morale qui lui est liée est partie à un accord avec l'émetteur concernant la production de la recommandation d'investissement.

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- elle doit indiquer clairement et d'une façon apparente le nom de l'autorité compétente en charge de la surveillance prudentielle de l'entreprise d'investissement ou de l'établissement de crédit;

- la personne qui diffuse la recommandation d’investissement doit respecter les obligations imposées aux producteurs à l’article 23 si le producteur de cette recommandation d’investissement ne l’a pas déjà diffusée par un canal de distribution;
- l’entreprise d’investissement ou l’établissement de crédit doit respecter les obligations imposées aux producteurs aux articles 19 à 23 s’il a modifié substantiellement la recommandation d’investissement.

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

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

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

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

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

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

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

Les pouvoirs de la Commission incluent notamment le droit:

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

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

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

**Art. 30.–** 1. La Commission collabore avec les autorités compétentes étrangères lorsque cela est nécessaire à l’accomplissement de leur mission respective, en faisant usage des pouvoirs qui lui sont

conférés par la loi. La Commission prête son concours aux autorités compétentes étrangères notamment en échangeant des informations et en coopérant dans le cadre d'enquêtes.

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

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

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

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

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

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

3. Sans préjudice des obligations lui incombant dans le cadre de procédures judiciaires à caractère pénal, la Commission peut uniquement utiliser les informations reçues au titre du paragraphe 1 pour l'exercice de ses fonctions telles que définies dans la présente loi et dans le cadre de procédures administratives ou judiciaires spécifiquement liées à cet exercice. Toutefois, si l'autorité compétente communiquant l'information y consent, la Commission peut utiliser l'information reçue à d'autres fins ou la transmettre à une autorité compétente étrangère.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

**Art. 34.–** Un recours en pleine juridiction est ouvert devant le Tribunal administratif à l'encontre des décisions de la Commission prises dans le contexte de la présente loi.

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

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

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

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

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

**Art. 36.–** La présente loi remplace et abroge la loi du 3 mai 1991 sur les opérations d'initiés.

**Art. 37.–** La référence à la présente loi pourra se faire sous forme abrégée en utilisant les termes de „loi relative aux abus de marché“.

Luxembourg, le 14.3.2006

*Le Rapporteur,*  
Lucien THIEL

*Le Président,*  
Laurent MOSAR

