

# **La Lutte Contre Les Operations D'inities: Double Protection En France\***

*Asst. Kenan Evren Yaşar\*\**

## **Abréviations**

AMF	Autorité des Marchés Financiers.
Al.	Alinéa.
Arr.	Arrêté.
Art.	Article.
Banque	Revue Banque.
Banque et Droit	Revue Banque et Droit.
Bull. COB	Bulletin de la Commission des Opérations de Bourse.
Bull. Joly	Bulletin mensuel Joly d'information des sociétés.
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse et produits financiers.
Bull. Cri.	Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation.
C. civ.	Code civil Dalloz.
C. com.	Code de commerce Dalloz.
C. pén.	Code pénal Dalloz.
C. pr. pén.	Code de procédure pénale Dalloz.
C. soc.	Code des sociétés Dalloz.

---

\* Cette article est un résumé du Thèse de master droit pénal recherche La Thèse a été soutenue le 10 Septembre 2011 devant le trois jury.

\*\* Res. Asst. L'université d' Yalova Faculté de drait, Département de Droit Pénal et De La Procédure Penale.

---

Cass. Com.	Arrêt de la Chambre commerciale de la Cours de Cassation.
Cass. Cri.	Arrêt de la Chambre criminelle de la Cours de Cassation.
Cass. Soc.	Arrêt de la Chambre Sociale de la Cours de Cassation.
COB	Commission des opérations de Bourse.
C. mon. Fin	Code monétaire et financier.
C.M.F	Conseil des Marchés Financiers.
C.D.G.F.	Conseil de Discipline de la Gestion Financière.
D.C.	Dalloz, Recueil critique.
D. ou D.S.	Recueil Dalloz ou Dalloz Sirey.
Décis.	Décision.
Décr.	Décret.
D. H.	Recueil Dalloz hebdomadaire.
D. P.	Recueil Dalloz périodique.
Dr. Pénal	Droit pénal.
Dr. Sociétés	Droit des sociétés.
Gaz. Pal.	Gazette du Palais.
J.	Jurisprudence.
JCP	La Semaine juridique
JCP E	La Semaine juridique - Entreprise et affaires.
JCP éd. G.	Semaine Juridique, édition générale.
J.O	Journal Officiel.
Ibid.	Au même endroit.
Infra	Ci-dessous.
L.	Loi.
N°	Numéro.
Ord.	Ordonnance.
P.	Page.
Petites affiches.	Les petites affiches
Rapp.	Rapport.
Règle.	Règlement.
Rev. pénit.	Revue pénitentiaire et de droit pénal
Revu. sc. crim.	Revue de science criminelle.
Revu. Société	Revue des sociétés (Dalloz).

---

Revu. Trim. Dr com.	Revue trimestrielle de droit commercial.
Revu. Trim. Dr. hom.	Revue trimestrielle de droit de l'homme.
RG proc.	Revue générale des procédures.
RID pén.	Revue internationale de droit pénal.
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial (Sirey).
Et s.	Et suivant.
somm.	sommaire.
sect.	section.
Supra	Ci-dessus.
T.corr.	Tribunal correctionnel
T.G.I.	Tribunal de grande instance.
T.I.	Tribunal d'instance

## **Abstract :**

Theoretically, financial markets are considered a place of transparency and fairness. They must be efficient, which implies that there is perfect information and known to all. However, it happens that some people are likely to harm them or to undermine equality among its investors. Especially when one of them in possession of inside information, decided to take advantage of the knowledge of others, who, unaware of this information. Investors who profited from the situation can then be prosecuted and / or administratively for «insider trading.» The study of this offense and failure to initiate the state of the current legislation is the subject of this work.

## **Introduction**

Théoriquement, les marchés financiers sont considérés comme un lieu de transparence et de loyauté. Ils se doivent d'être efficaces, ce qui implique que l'information y soit parfaite et connue de tous. Cependant, il arrive que certaines personnes soient susceptibles de leur porter atteinte ou d'ébranler l'égalité entre ses investisseurs. Notamment lorsque l'un d'eux, en possession d'une information privilégiée, décide d'en tirer avantage à l'insu d'autres qui, eux, ignorent cette information. L'investisseur ayant tiré profit de sa situation pourra alors être poursuivi pénalement et/ou administrativement pour « délit d'initié ». L'étude de ce délit et manquement d'initié que l'état de la législation actuelle fait l'objet de ce travail.

En effet, dans le droit pénal des affaires l'infraction est imputée à certaines personnes remplissant certaines fonctions, on parle d'ailleurs de délit de fonction. Car, ce matière est très pragmatique : les délits de fonction s'adressent à des personnes particulières mais le problème est un peu différent pour les qualités d'initié et d'annonceurs parce que ces catégories sont plus souples. Donc, le délit et manquement d'initié qui exige la qualité d'initié. Il faut se pencher sur la notion d'initié.

Après la notion d'initié, il faut alors de se poser la question de savoir ce qu'est une information privilégiée et quels sont ses fondements

? La détention d'une telle information étant l'élément majeur dans la constitution d'un éventuel délit d'initié, il importera de définir celle-ci au regard de la loi mais également d'établir ses éléments constitutifs.

Une fois le caractère privilégié d'une information établi, il conviendra de se tourner vers la notion même de délit d'initié. Il faut qualifier ce délit et c'est pourquoi la réunion de deux conditions sera nécessaire à la commission de cette infraction. Il sera question, d'une part, de la connaissance du caractère privilégié et, d'autre part, de l'utilisation de cette information.

Après, on va s'attarder à détailler la double protection du délit d'initié.

Tout d'abord, les mesures préventives en vue d'éviter une telle infraction seront explicitées. Ces mesures auront pour objectif de favoriser la création d'un « code bonne conduite » pour chaque entreprise cotée, d'obliger les émetteurs à lister les personnes en possession d'informations privilégiées, d'imposer aux dirigeants de déclarer les transactions qu'ils opèrent ainsi que d'exiger que les intermédiaires suspectant un délit d'initié le notifie à l'autorité compétente.

Ensuite, nous verrons que l'autorité actuellement compétente en matière délit et manquement d'initié est l'Autorité des marchés financiers (« AMF »). Cette Autorité Administrative Indépendante (« AAI ») détient des prérogatives liées à l'investigation mais elle dispose également d'un pouvoir d'injonction et d'imposition d'amendes administratives.

Cependant, le point noir de la répression de la criminalité économique et financière réside dans la détection des délits. Nous allons essayer d'évaluer l'efficacité de la politique mise en place par l'AMF pour détecter les délits d'initiés.

La politique de détection de l'AMF est une politique de seuil : lorsque des variations suspectes sont observées, seules celles impliquant des volumes de transaction importants donneront lieu à investigation<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> En pratique, l'AMF dispose d'outils informatiques qui permettent de retracer l'historique des ordres de bourse. Le système affiche minute par minute, pour chaque

Les juridictions répressives ayant également la possibilité d'infliger une sanction pénale, il sera question de déterminer si ce cumul de sanctions est compatible avec le principe pénal du non bis in idem et le principe de proportionnalité.

Pour terminer, nous nous allons intéresser le rapport le principe légalité avec délit d'initié français au sein de convention européen. Dans ce chapitre, nous nous allons plus particulièrement attardés sur la question de l'impact de l'arrêt « Soros » dans la poursuite des opérations d'initiés. En même temps nous allons rester sur le rapport Coulon qui propose de la dépénalisation de la vie des affaires.

Donc premièrement on doit se poser pour faire introduire ce qu'est la notion marché que la notion marché réglementé. Car le marché est une piste où effectuée ces opérations qui nous allons étudier.

Les termes marchés financiers dans un sens général et Bourses de valeurs sont plus économiques que juridiques. La Bourse est un élément essentiel des circuits de financement et permet d'assurer la liquidité des placements<sup>2</sup>.

Le marché est souvent défini comme un lieu fictif de rencontre entre acheteurs et vendeurs où se déroulent des transactions<sup>3</sup>. Il convient à ce titre de distinguer le lieu de rencontre entre offre et demande, de la loca-

---

valeur, le volume de titres échangés, le cours en temps réel et la liste des valeurs pour lesquelles les cotations sont suspendues. En revanche, les ordres de bourses individuels transitent obligatoirement par un intermédiaire habilité. C'est pourquoi, l'AMF ne peut pas observer les transactions boursières individuelles, mais seulement l'ensemble des ordres exécutés par chaque intermédiaire.

<sup>2</sup> JEANDIDIER W. *Droit pénal des affaires*, coll. Dalloz, éd.6, 2005, p. 146 ; COSTANTINI P., *les infractions relatives au fonctionnement du marché boursier*, Mémoire pour le D.E.A de Droit Pénal et de Sciences criminelles, 1994, p.1 et s.; RENUCCI J.F, *Le Délit d'Initié*, Que sais-je ? éd. 1, 1995, p. 3 et s; PAULSEN J., *Le délit de manipulation des cours*, Mémoire pour le D.E.A de Droit privé de Droit Commercial, p.1 et s. ; PAVKOVIC D., *Le délit d'initié en droit comparé : Europe, Etats-Unis et Japon*, ANRT, Thèse doctorat, Nice, juillet 2000, p.5 et s. ;N. Rontchevsky, « Droit pénal boursier », *Gaz. Pal.*, 12 mars 2002, n°71, p.15.

<sup>3</sup> G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, PUF, 2004 ; S. Valdez, *An introduction to Western Financial Markets*, MacMillan, p.28, 1993.

lisation géographique des places de marché. Le marché peut également être identifié aux contrats conclus entre acheteurs et vendeurs<sup>4</sup>.

Un marché financier se décompose en un marché primaire (marché à l'émission) qui assure la création des nouveaux titres, et un marché secondaire (marché boursier) qui permet la négociation (vente et achat) de titres déjà émis. Si le marché primaire joue le rôle primordial de drainage de l'épargne au profit des agents à besoin de financement, la présence d'un marché secondaire dynamique est indispensable car elle permet la liquidité des placements des agents épargnants.

Ce marché elle est souvent comparée à un casino où se joueraient des destinées humaines, voire à un temple immoral de la spéculation. Ainsi, Balzac fait-il dire à son personnage Mercadet alors qu'il se prépare à une manipulation de cours boursier pour un retour à meilleure fortune, technique dite de la « bouilloire » : « l'excessive habilité n'est pas l'indélicatesse, l'indélicatesse n'est pas la légèreté, la légèreté n'est pas l'improbité, mais tout cela s'emboîte comme des tubes de lorgnette. Bref les nuances sont imperceptibles, et, pourvu qu'on s'arrête juste au code, si le succès arrive...<sup>5</sup> Ce qui était vu comme preuve d'habilité financière parfois est à présent passible de sanctions pénales.

Quand on arrive la notion de délit d'initié; les menaces de voir la confiance des investisseurs diminuer sont nombreuses et complexes. Parmi celles-ci, on peut notamment relever le risque que des délits d'initié soient commis par certains acteurs de la vie économique. En effet, les initiés, en possession d'une information privilégiée, décident d'en tirer avantage à l'insu d'autres qui, eux, ignorent cette information. L'investisseur ayant tiré profit de sa situation pourra alors être poursuivi administrativement et/ou pénalement pour « manquement d'initié » et/ou « délit d'initié ». L'étude de ces opérations relative généralement aux abus de marché.

---

<sup>4</sup> T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3<sup>e</sup>, 2010.

<sup>5</sup> H. de Balzac, *Le Faiseur*, Imprimerie Nationale, coll. Répertoire Comédie-Française, 1993 ; citée dans H. de Vauplane, « La speculation boursiere dans le droit et la littérature française du XIXe siècle », PA, 23 novembre 2006, n°234, p.5.

On doit se poser pourquoi protection pénal de marches financières ? La lutte contre les délits d'initiés est un phénomène dont l'envergure varie considérablement à travers le globe. La réglementation interdisant les délits initiés aux États-Unis date de 1934, alors que, dans plusieurs pays européens.

L'information financière se doit d'être une source transparente d'alimentation des marchés financiers pour permettre aux investisseurs d'agir en connaissance de cause. Cependant, il arrive que certaines personnes soient susceptibles de leur porter atteinte ou d'ébranler l'égalité entre ces investisseurs. La confiance des investisseurs semble être la clé de voute pour juger de la bonne santé des marchés financiers. Cette confiance repose sur la transparence de la Bourse, sa sécurité, mais également sur l'égalité des investisseurs.

Les nombreux scandales financiers ont amené les différents organismes de réglementation des marchés financiers à durcir leurs règles en matière d'abus boursier. Cependant, se pose encore la question de savoir comment détecter ces délits boursiers de manière plus appropriée, dans la mesure où certaines failles persistent.

De nombreuses sanctions ont été mises en place afin de décourager tous les agents qui commettraient des actes délictueux économiquement inefficients en absence de sanction.

Comment l'entreprise peut-elle se prémunir des risques de délits d'initiés ? Lorsqu'il est avéré que les dirigeants d'une entreprise sont reconnus coupables d'avoir commis un délit d'initié, c'est toute l'image de l'entreprise qui risque d'en subir les conséquences avec une perte de confiance automatique des marchés financiers et des différents actionnaires de l'entreprise.

La loi impose aux entreprises de mettre à disposition de l'AMF une liste comportant l'ensemble des personnes susceptibles d'avoir à un moment ou à un autre accès à une information privilégiée.

Par ailleurs, l'entreprise peut également veiller à ce que ses cadres dirigeants respectent un code de bonne conduite en s'engageant à divulguer l'information privilégiée le plus tôt possible aux marchés financiers et à ne pas en faire un usage frauduleux. Voici quelques extraits de son code de bonne conduite : « La diffusion d'informations privilégiées est susceptible d'entraîner la réalisation d'opérations répréhensibles sur les titres de l'entreprise et peut avoir un impact négatif sur sa situation » ; « ... contacter le directeur juridique en cas de doute sur le caractère privilégié d'une information... » ; « ... attendre dix jours de Bourse après que l'information a été rendue publique avant de passer un ordre sur les marchés... » ; « ... s'interdire toute divulgation auprès des membres de sa famille... » ; « ... tout dirigeant ou personne parente doit détenir les titres Valeo sous forme nominative... ».

Nous sommes partis des trois notions qui sont au cœur du délit d'initié – personnes initiées, information privilégiée, nature des actes interdits – pour nous poser trois questions principales.

L'information est un élément très important pour la théorie d'efficacité du marché financier. L'information financière doit être : l'intelligibilité, la pertinence, la fiabilité et la comparabilité. La réunion de ces quatre qualités conditionne l'efficacité de l'information financière. La protection de l'information financière se construit par la mise en œuvre de sanctions contre les délits d'initiés et les manipulations de cours. En effet, pour être considérée comme privilégiée, une information devra être méconnue du public, précise, susceptible d'avoir un impact sur le cours de la bourse et, enfin, concerner des émetteurs ou directement des instruments financiers.

Pourquoi les informations privilégiées sont-elles dangereuses pour le système des marchés financiers ? La réponse est cachée dans la notion d'égalité. J. Rawls, pressentant l'utilisation induite d'informations, plaide en faveur de ce que « nul ne doit être avantagé ou désavantagé par l'intervention du hasard de la nature ou des circonstances sociales<sup>6</sup> ». L'enrichissement sans cause qui résulterait d'une situation d'inefficience

<sup>6</sup> J.Rawls, *Théorie de la justice*, Le Seuil, février 1987, p. 39.

de l'information financière compromettrait gravement la confiance de l'ensemble des investisseurs. Ainsi, l'exploitation d'informations privilégiées, réprimée sur le plan pénal et administratif lorsque des délits et manquements d'initiés sont caractérisés, implique pour J. Rawls des restrictions nécessaires pour que soit préservée l'impartialité. « Il faut [...] imaginer une situation où tous seraient privés de ce type d'information. Il faut exclure la connaissance de ces contingences qui sème la discorde entre les hommes et les conduits à être soumis à leurs préjugés. De cette façon, on parvient tout naturellement à l'idée du voile d'ignorance. »<sup>7</sup>.

Dans l'approche économique, la philosophie de la lutte contre les opérations d'initiés est basée sur l'information financière. F. Compin, a adapté à l'information financière, le concept de bien public<sup>8</sup> qui signifie que les mêmes informations doivent être disponibles pour l'ensemble des individus<sup>9</sup>. Aucune information privilégiée ne peut être utilisée sans risquer de nuire au principe d'égalité de traitement entre acteurs économiques. De par sa qualité immatérielle, l'information est de fait un bien indivisible qu'il convient de ne pas fausser ni manipuler. La confiance dans la production et la diffusion d'un bien public comme l'information financière fonde la légitimité des institutions, tenues pour garantes de l'optimum social et du développement des liens sociaux entre individus<sup>10</sup>.

L'approche juridique de l'utilisation des informations privilégiée se fonde sur d'autres critères pour justifier les sanctions encourues lors des délits d'initié ou des manquements d'initié. Le droit cherche à assurer l'égalité de traitement entre investisseurs, en protégeant les intérêts des actionnaires, notamment minoritaires. Il cherche à créer des catégories juridiques capables de donner des solutions concrètes autour d'objectifs

<sup>7</sup> Ibid., p. 45.

<sup>8</sup> J. Rawls « L'idée principale est qu'un bien public a deux caractéristiques, l'indivisibilité et le caractère public. C'est-à-dire qu'il existe de nombreux individus, qu'on appelle le public, qui veulent avoir plus ou moins de ce bien, mais, pour y avoir accès, il faut que tous aient la même quantité. La quantité produite ne peut être divisée, comme pour les biens privés, ni achetée par les individus selon qu'ils préfèrent en avoir plus ou moins. »

<sup>9</sup> F. Compin, *Le pouvoir du droit face à la désinformation financière*, Jets d'Encre, 2009, p. 33.

<sup>10</sup> Ibid., p. 34.

prédéfinis, ici la protection de la partie faible. L'utilisation d'informations privilégiées conduit à créer en amont des catégories juridiques d'initiés, les sanctions pénales et administratives étant la réponse aux ruptures d'égalité de traitement entre investisseurs. La nature immatérielle et la rapidité de circulation de cet élément essentiel qu'est l'information, contribuent donc à accroître la gravité potentielle d'un abus de marché, qui est non seulement de nature à créer un profit individuel illicite, mais également un préjudice général et contagieux.

B. Defains et F. Stasiak rappellent que, sur le marché financier, « il existe assurément une asymétrie d'information entre les non-initiés, les investisseurs individuels, d'une part et certains initiés, les investisseurs institutionnels et les dirigeants de sociétés cotées d'autre part. Ces derniers, grâce à leur fonction ou à leur profession, disposent d'informations privilégiées auxquelles n'ont pas accès les non-initiés »<sup>11</sup>. En fait, l'utilisation d'informations privilégiées par des initiés aboutit à une perte de confiance des investisseurs, inhérentes à l'atteinte à la fiabilité de l'information et l'atteinte à l'égalité d'accès à l'information. Selon le rapport Ducouloux-Favard, « ce n'est pas l'enrichissement soudain et rapide qui est réprimé, c'est l'enrichissement sans risque, de celui qui sait par avance, parce qu'il est informé par privilège »<sup>12</sup>.

## **I. La Lutte Contre Les Operations D'inities**

L'expression « mondialisation du droit », largement utilisée de nos jours, traduit la réalité de l'omniprésence des règles juridiques dans la sphère économique comme d'ailleurs dans toutes les autres sphères sociales<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> B. Defains, F. Stasiak, « Les Prejudices resultant des infractions boursieres : approche juridique et economique », colloque du 23 mars 2001 consacré aux « Sciences juridiques de l'économie ? un défi pour les économistes et juristes européens », organisé par le GDR de droit économique et le Ladef Sorbonne, sous le haut patronage M.J.Lang, ministre de l'éducation nationale, REDEF, recherches en droit économique francophone, juillet 2001, p.8.

<sup>12</sup> Rapport Ducouloux-Favard, Les Raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers, Mélanges AEDBF-France 1997, p. 177 et s., p. 182 cité par B. Defains, F. Stasiak, op. cit.

<sup>13</sup> C.A. Morand (Dir), Le droit saisi par la mondialisation, BRUYLANT, Edition de

L'économie de marché n'a pas d'autonomie en soi, mais qu' « elle est née du droit et demeure encadrée par ses instruments et exigences », la règle de droit doit donc sans cesse évoluer pour s'adapter aux dynamiques des marchés financiers<sup>14</sup>. On peut dire c'est pourquoi la régulation normative des informations privilégiées constitue une condition *sine qua non* de l'égalité d'accès et de traitement des investisseurs sur les marchés financiers. L'opération d'initié est une notion qui relève tant du droit pénal comme délit d'initié.

## II. Le délit d'initié en matière pénal

On découvre les débats sur les difficultés construction de délit d'initié en cadre national et international : Le délit d'initié étant un délit boursier commis par une personne ayant abusé d'une information privilégiée au détriment des autres investisseurs, il est nécessaire d'explicitier ce que recouvre ce délit. Dans l'examen du délit d'initié en matière pénal on va montrer les difficultés inhérentes au délit d'initié au plan national.

La transparence des marchés financiers repose sur la disponibilité d'une information en quantité illimitée, publique et accessible, autant de qualité qui confèrent à l'information privilégiée ou information non publique un statut spécial<sup>15</sup>. Il faut donc réguler normative des informations.

Les analyses économiques portant sur les opérations d'initiés, n'intègrent que très sommairement les conséquences d'une telle opération cependant l'approche juridique consistant à se focaliser sur le résultat. Dans cet approche juridique ; le délit d'initié une partie des abus de marchés. Dans ce concept le délit d'initié est réprimée parce qu'elle implique la violation d'un devoir de loyauté. C. Ducouloux-Favard estime que : « *La foi en la démocratie suppose une lutte contre les privilégiés où qu'ils*

L'université de Bruxelles, HELBING&LICHTENHAHN, 2001.

<sup>14</sup> M.A. Frison-Roche, « Définition du droit de la régulation économique », en M.A. Frison-Roche (Dir), Les régulations économiques : légitimité et efficacité, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2004, P.9.

<sup>15</sup> Directive européenne 2004/25, considérant premier et 3 alinéa d'article L. 433-1 du C. mon. Fin précisent que « les actionnaires doivent prendre leur décision sur la base d'une information loyale, claire et complète ».

se situent. Or, maintenant, les «patriciens» du monde des affaires sont ceux qui acquièrent le pouvoir dans les société de capitaux et qui ont su, face aux «plébéiens» qui sont les petits épargnants, couvrir leurs privilèges du secret des affaire»<sup>16</sup>.

L'expression « délit d'initié » reprend deux termes fondamentaux, il s'agit d'une infraction donnant lieu à un procès devant un tribunal « *terme délit* » qui a été commise par une personne disposant d'informations privilégiées sur une entreprise cotée en bourse « *terme initié* ».

A la lumière de cette expression il faut analyser le délit d'initié, d'abord l'histoire du délit d'initié va nous montrer pourquoi lutter contre les opérations d'initié (A) après apprendre cette nécessité on va se pencher la condition préalables et les éléments constitutifs du délit d'initié (B).

## A. Un Historique du Délit D'initié

Actuellement, beaucoup de pays connaissent une législation sanctionnant le délit d'initié mais. Les premiers pays à avoir adopté une législation en cette matière furent les États-Unis<sup>17</sup>, la France<sup>18</sup>, le Japon<sup>19</sup> et le Royaume-Uni<sup>20</sup>. Les autres pays européens membres de l'Union Européenne<sup>21</sup> ont dû, suite à la directive communautaire sur le délit d'initié de 1989, l'intégrer dans leur législation avant le 1 Juillet 1992<sup>22</sup>. Cependant,

<sup>16</sup> DUCOULOUX-FAVARD C., *Le délit d'initié « dix ans de jurisprudence et d'activité de la C.O.B*, Gaz. Pal., 29 sept. 1984, p.419 col.1.

<sup>17</sup> Article 16 de la Securities Exchange Act de 1934, Exchange Act release n°34-412, nov. 6 1935, Federal Securities Law Report de 1988 au §200, p.1060-1064, Commerce Clearing House Inc 1356, 20 septembre 1989, voir D.Pavkovic « Le délit d'initié en droit comparé Europe, États-Unis et Japon. », p.108, Thèse Doctorat, Nice juillet 2000

<sup>18</sup> Article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967

<sup>19</sup> Article 58 de la Securities Exchange Law de 1948 (SEL),

<sup>20</sup> Company Securities ( Insider Dealing Act) du 11 mars 1985, « Le droit du délit d'initié en Europe », Cahiers « Finance, Ethique, Confiance », Association d'Economie Financière, 1994, p.208 à 216.

<sup>21</sup> Pays-Bas, Allemagne, Belgique, Espagne, Italie, Danemark, Irlande, Portugal et Grèce.

<sup>22</sup> Directive 89/592/CEE concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initié du 13 novembre 1989, J.O.C.E., L 334 du 18 novembre 1989, p.

du point de vue international, deux tendances majeures dans la manière de réprimer les délits d'initié méritent d'être repris dans une discussion éthique : la tendance anglo-saxonne spécialement c'est les États-Unis(1) et la tendance européenne spécialement c'est la France(2).

### 1. Le rôle fondateur des Etats-Unis

La répression des initiés en droit américain s'est construite sur la base de différentes théories de culpabilité développées par la jurisprudence : Le « *classic insider* », ou l'initié interne, qui a un devoir de fiducie envers la société en raison de ses positions (dirigeant, administrateur, actionné à concurrence de plus de 10%) ; le « *constructive/temporary insider* », qui reçoit l'information en rapport avec le service qu'il doit rendre à la société (avocat, comptable, banque d'affaires...) ; la relation « *tipper/tippee* », impliquant la réception d'une information venant d'une personne violant son devoir de fiducie par une personne ayant connaissance de cette violation ; la « *misappropriation theory* », basée sur le vol de l'information appartenant à une autre, tel que son employeur.

Le Securities Exchange Act de 1934 et après les Blue Sky Laws vont instaurer et organiser la SEC comme autorité administrative indépendante qui devra surveiller le marché dans le but de protéger les épargnants pour qu'ils aient à nouveau confiance le marché américain après ce crack boursier de 1929. La SEC a mis en œuvre les différentes dispositions de ses deux lois qui prévoient le délit d'initié (insider trading).

L'article 16 et l'article 10b du Securities and Exchange Act de 1934 et le règlement 10b(5) de la SEC définissent le délit d'initié tel qu'appliqué aux États-Unis. A l'heure actuelle la plupart des cas impliquant une opération d'initié sont condamnés pour violation de l'article 10b(5). L'article 10b(5) stipule qu'il est interdit d'opérer en violation de tout règlement ou règle émanant de la SEC<sup>23</sup>.

---

0030-0032. La nouvelle directive européenne 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initié et les manipulations de marché (ci-après la « Directive Abus de Marché »), J.O.C.E., L 96 du 12 avril 2003, p. 0016-0025.

<sup>23</sup> Traduction de l'article 10b de la loi de 1934 d'Edouard Chamy dans « Le délit d'initié aux États-Unis et en France », Banque et Droit n°15, janvier-février 1991, p.21 : « Il est

En France, comme aux Etats-Unis, les marchés se sont développés de façon parallèle. Pourtant, certaines divergences culturelles persistent et le concept de marché financier en est naturellement affecté. L'approche du droit américain est économique alors que l'objectif du droit français est de rationaliser les marchés financiers.

## **2. Rationaliser les marchés en France**

La première disposition française en la matière se retrouve dans l'ordonnance n°67-833 du 28 septembre 1967 instituant la Commission des Operations de Bourse (COB). Elle se réduit à une disposition préventive similaire à la première disposition américaine du Security Exchange Act de 1934. Cependant dans cette loi aucune sanction n'a été prévue en cas de non-respect de cette disposition. Donc la loi n°70-1208 du 23 décembre 1970<sup>24</sup> réprimant le délit d'initié, par l'article 10-1<sup>25</sup>. Cette loi prévoit des sanctions pénales contre toute personne qui viole l'égalité

---

interdit à tout personne, directement ou indirectement, par l'usage de tous moyens ou instruments relevant du commerce inter-étatique ou des voies postales ou de tout agence relevant d'une bourse de valeurs mobilières.

a) D'effectuer une vente à découvert ou d'utiliser ou d'employer un ordre ayant trait à l'achat ou à la vente de toutes valeurs mobilières cotées sur une bourse de valeurs mobilières en infraction avec toutes règles ou règlements que la Commission pourrait prescrire »

<sup>24</sup> la loi n°70-1208 du 23 décembre 1970, Loi portant modification de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant l'Autorité des marchés financiers et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse, J. o. , 24 décembre 1970, p.11891 ;

<sup>25</sup> Loi n°70-1208 du 23 décembre 1970, J.O. du 24 décembre 1970, p. 11891 : «... est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 10 millions de francs dont le montant peut être porté au delà de ce chiffre jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit ou de l'une de ces deux peines seulement, le fait pour les dirigeants d'une société commerciale et pour les personnes disposant à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre sciemment de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations».

des investisseurs et la transparence du marché par l'usage abusif d'une information privilégiée.

L'intervention législative est encore apparue insuffisante au regard du développement des marchés boursiers<sup>26</sup>. En effet, les développements des nouvelles technologies de la communication et de l'information a rendu presque obsolètes les moyens juridiques pris par le législateur pour sanctionner le délit d'initié. Cette révolution technologique a incité le législateur français à promulguer la loi n° 83-1 du 3 Janvier 1983<sup>27</sup> qui a étendu le champ des opérations incriminées en redéfinissant l'information privilégiée. La législation française a aussi adopté la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988<sup>28</sup> qui a étendu l'incrimination aux marchés à terme négociable et qui a annulé la nécessité de prouver le lien entre l'information privilégiée et l'opération réalisée sur le marché<sup>29</sup>. Dans la même logique, la loi n° 89-531 du 2 août 1989<sup>30</sup> a accordé à la COB le droit d'infliger des sanctions administratives. En outre, constitue un délit d'initié, la communication d'une information privilégiée à un tiers. Par ailleurs, cela alourdit les sanctions pécuniaires qui peuvent être prononcées par le juge<sup>31</sup>. De plus, la loi du 2 juillet 1996 reconnaît la responsabilité de la personne morale pour le délit d'initié en vertu de l'article 10 - 4 de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 modifié par la loi n° 96-597 de 1996<sup>32</sup>. Cette loi confie aussi l'affaire au juge pénal pour appliquer les dispositions relatives au délit d'initié concernant les transactions de gré à gré « *hors du marché* » ou sur le marché réglementé. La promulgation du Code monétaire et financier « *C. mon. Fin* » par l'ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000 a permis de rassembler un grand nombre de lois particulières, comme le mentionne le livre IV, Titre VI concernant les

<sup>26</sup> RENUCCI J.F, *ibid.*, p.7; COSTANTINI P., *op. cit.* p.37.

<sup>27</sup> J. o. 4 janvier 1983, p. 162 et s.

<sup>28</sup> J. o. 23 janvier 1988, p.1111.

<sup>29</sup> RENUCCI J.F, *ibid.* p.7 ; COSTANTINI P., *ibid.* p.37 ; BLANC O., *op. cit.* p.24.

<sup>30</sup> J. o. 4 août 1989, p. 9822.

<sup>31</sup> RENUCCI J.F, *ibid.*, p.7 ; COSTANTINI P., *op. cit.*, p.24.

<sup>32</sup> « *les personnes morales peuvent être déclarées responsables pénalement dans les conditions prévues par l'article 121-2 du Code pénal, des infractions définies aux articles 10-1 et 10-3 de la présente ordonnance*

infractions propres au marché réglementaire et notamment sous l'intitulé «*des infractions relatives à la protection des investisseurs*»<sup>33</sup>.

Après les attentats du 11 septembre 2001 le législateur français a modifié l'article L.465-1 du «*C. mon. Fin*». Il y avait deux modifications de portée générale sur le délit d'initié. D'une part, *le délit de communication d'informations privilégiées* dans l'alinéa 2<sup>34</sup>. Et d'autre part, en créant d'un nouvel alinéa 3 de l'article L. 465-1 du «*C. mon. Fin*». Cet alinéa punit désormais un nouvel d'initié qui peut être qualifié d'initié «*tertiaire*»<sup>35 36</sup>.

Le législateur a adopté l'article 31 de la loi 2003-239 du 18-3-2003 sur la Sécurité intérieure modifié par l'article 22 précité qui précise que «*le Parlement sera saisi par le gouvernement, avant le 31 déc. 2003 d'un rapport d'évaluation sur l'application de la disposition du présent chapitre adoptée pour une durée allant jusqu'au 31 déc. 2005*». Le délit a été plusieurs fois modifié, et dans son dernier état résulte des modifications apportées par la loi no 2005-842 du 26 juillet 2005 sur la confiance et la modernisation de l'économie.

Le texte aujourd'hui intégré à l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier a été modifié à plusieurs reprises et, en dernier lieu, par la loi du 22 octobre 2010. Selon la formule utilisée dans ce Code pour qualifier les dispositions légales, ce texte sanctionne des «*atteintes à la transparence des marchés*». texte classé parmi les infractions relatives à la protection des investisseurs.

Ce 5 novembre 2013, l'Assemblée nationale a adopté le projet de loi relatif à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance éco-

<sup>33</sup> Voir Annexe

<sup>34</sup> qui énonce : «*Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 € d'amende le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la communication d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonction*».

<sup>35</sup> L'article L. 465-1 du «*C. mon. Fin*» alinéa 3.

<sup>36</sup> Règlement. COB 90.08, Art.2, 3, 4.

nomique. L'un des objectifs était de créer un procureur de la République financier et de lui donner une compétence exclusive en matière d'infractions boursières. Le projet de loi adopté le 5 novembre 2013 reproduit la même erreur. Son nouvel article 705-1 du code de procédure pénale s'est contenté de transférer la compétence exclusive du procureur de la République en matière de délits boursiers au procureur de la République financier et continue de ne viser que les seuls articles L. 465-1 et L. 465-2 du code monétaire et financier (délit d'initié, délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses et délit de manipulation de cours) sans viser l'article L. 465-2-1 du code monétaire et financier relatif au délit de manipulation d'indice<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> L. 465-1 : Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de 1 500 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser, de tenter de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

Est puni d'un an d'emprisonnement et de 150 000 euros d'amende dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait, pour toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis

L'évolution du délit d'initié, notamment ses éléments constitutifs, et en particulier de son cadre juridique sont le résultat pour l'essentiel des exigences européennes, parfois anticipées par le législateur français<sup>38</sup>.

## **B. Les éléments constitutifs**

Les éléments constitutifs du délit d'initié sont l'élément matériel et l'élément moral comme autres infractions. Mais, il faut d'abord rappeler la nature de l'opération incriminée. La notion d'initié et celle d'information sont nécessaires on dira les éléments préalables à la constitution de ce délit.

### **1. Les conditions préalables**

Pour comprendre le délit d'initié, il convient dans un premier temps de cerner et préciser la qualité des personnes visées comme notion d'ini-

---

sur un marché réglementé, de la communiquer à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Est puni d'un an d'emprisonnement et d'une amende de 150 000 euros dont le montant peut être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, le fait pour toute personne autre que celles visées aux deux alinéas précédents, possédant en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou de ses titres admis aux négociations sur un marché réglementé au sens de l'article L. 421-1 ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée, ou sur un système multilatéral de négociation qui se soumet aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations ou négociés sur un système multilatéral de négociation, admis à la négociation sur un tel marché ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ou d'un actif visé au II de l'article L. 421-1 admis sur un marché réglementé, de réaliser, de tenter de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. Lorsque les informations en cause concernent la commission d'un crime ou d'un délit, les peines encourues sont portées à sept ans d'emprisonnement et à 1 500 000 euros si le montant des profits réalisés est inférieur à ce chiffre.

<sup>38</sup> Répertoire Dalloz, Délit et manquement d'initiés - Muriel GIACOPELLI - Nicolas CATELAN - janvier 2009.

tié et les caractéristiques de l'information privilégiée comme la condition préalable. La condition préalable à l'infraction est expliquée par professeur Jean-Paul DOUCET dans le dictionnaire de droit criminel « est une circonstance particulière à partir de laquelle certaines infractions peuvent se développer. Elle est extérieure à l'infraction, et parfois même au droit criminel. »<sup>39</sup>.

### a) *La qualité d'initié des personnes visées*

En droit pénal des affaires la responsabilité pénal c'est très important en cadre d'imputer. De telle sorte que si l'infraction est commise dans l'entreprise, le problème de l'imputation se pose avec acuité : il va falloir déterminer quelle est la personne responsable, ce qui peut être problématique au sein d'une entreprise (décision collégiale, succession de fautes, ...). La notion initiée a été développée parfois par la jurisprudence, de temps en temps par le législateur et parfois par la directive d'européen.

Dans sa version initiale, le délit ne concernait que deux catégories de personnes : Les dirigeants de société ; *initiés de droit ou initiés de première main* (a.1). Les personnes qui disposent à l'occasion de l'exercice de leur profession d'informations privilégiées qui sont *initiés de fait ou initiés de seconde main* (a.2). L'interprétation de cette deuxième catégorie de personne a été faite très soupement par la jurisprudence puisqu'elle a pu y englober une secrétaire, ou même un architecte qui avait vu sortir du bureau de direction les dirigeants de deux sociétés alors qu'il avait lu dans un journal la possibilité d'une fusion des sociétés. On vu qu'il y a eu ensuite la volonté d'incriminer des personnes moins proches de l'information et qu'il y a eu un élargissement de la notion d'initié, à tel point que cela a pu rendre la répression imprécise. En effet le législateur a été créée une nouvel initiés qui s'appellent *initié tertiaire* (a.3). L'article L.465-1 du C. mon. Fin<sup>40</sup> et le règlement de l'AMF du 12 octobre 2004<sup>41</sup>

<sup>39</sup> <http://ledroitcriminel.free.fr/dictionnaire.htm> (15.08.2012)

<sup>40</sup> Art. L. 465-1 C. mon. Fin.

<sup>41</sup> Le règlement de L'A.M.F du 22 octobre 2004 (*Journal officiel du 29 octobre 2004*), modifié par arrêté 12 novembre 2004 (*Journal officiel du 24 novembre 2004*) et modifié par arrêté du 15 avril 2005 (*Journal officiel du 22 avril 2005*) modifié par arrêté du 1er septembre

distingue vraiment ces trois groupes d'inities différents qui peuvent être composés de personnes physiques ou morales.

### a.1. Les inities du droit ou primaires

Ce sont les inities au sens strict. L'article 465-1 vise en premier lieu les dirigeants mentionnés à l'article L. 225-109 du Code de commerce<sup>42</sup>, c'est-à-dire : le président, les directeurs généraux, les membres du directoire, les personnes physiques ou morales exerçant les fonctions d'administrateurs ainsi que les représentants permanents des personnes morales. Ces personnes sont présumées connaître l'information privilégiée<sup>43</sup>. Le législateur cherche à éviter que ces personnes, qui de par leur statut de dirigeants au sein d'une société détiennent des informations privilégiées, ne les utilisent à des fins strictement personnelles, ce qui romprait l'égalité entre les potentiels partenaires de la marche boursière.

---

2005, (*Journal officiel du 8 septembre 2005*) modifié par arrêté du 11 septembre 2007, (*Journal officiel du 27 septembre 2007*), modifié par arrêté du 27 décembre 2007 (*Journal officiel du 30 décembre 2007*), modifié par arrêté du 2 avril 2009, (*Journal officiel du 5 avril 2009*)

Modifié par arrêté du 20 août 2010 (*Journal officiel du 28 août 2010*), modifié par arrêté du 8 décembre 2010 (*Journal officiel du 11 décembre 2010*) modifié par arrêté du 22 février 2011 (*Journal officiel du 2 mars 2011*) et le règlement de la C.O.B relatif à utilisation de l'information privilégiée 90-08.

<sup>42</sup> **Article L225-109** : Le président, les directeurs généraux, les membres du directoire d'une société, les personnes physiques ou morales exerçant dans cette société les fonctions d'administrateur ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales qui exercent ces fonctions sont tenus, dans les conditions déterminées par décret en Conseil d'Etat, de faire mettre sous la forme nominative ou de déposer les actions qui appartiennent à eux-mêmes ou à leurs enfants mineurs non émancipés et qui sont émises par la société elle-même, par ses filiales, par la société dont elle est la filiale ou par les autres filiales de cette dernière société, lorsque ces actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé.

La même obligation incombe aux conjoints non séparés de corps des personnes mentionnées à l'alinéa précédent./Les droits de vote et les droits à dividende des actions détenues par toute personne n'ayant pas rempli les obligations du présent article sont suspendus jusqu'à régularisation de la situation. Tout vote émis ou tout versement de dividende effectué pendant la suspension est nul.

<sup>43</sup> T.corr.Paris, 26 mars 2006, Dr. Sociétés 200, comm. 79, note R. Salomon ; T. corr. Paris, 15oct. 1976, JCP 1976. II 18543, A.Tunc.

Les tribunaux ont analysé cette disposition légale comme un texte qui fait peser sur les dirigeants une présomption de connaissance de l'information est qualité. Cette analyse débouche sur une interdiction absolue pour tout dirigeant d'une société anonyme de réaliser une quelconque opération sur la marche boursière, au risque d'être poursuivi pour délit d'initié. Donc, ici, on peut se poser la question de savoir si cette présomption de connaissance est simple ou irréfragable?

Certains auteurs affirment qu'à propos de la présomption d'initié qui pèse sur ces personnes, il est pratiquement impossible de rapporter la preuve de l'ignorance de l'information<sup>44</sup>. Les autres estiment que la présomption de connaissance qui pèse sur les dirigeants sociaux est simple. Et J. F. Renucci voit que « *la position de la commission est particulièrement raisonnable, d'autant plus qu'une interprétation plus rigoureuse pourrait être retenue. Mais une lecture aussi rigide de l'article 10-1 est dangereuse et peut conduire à des solutions injustes* »<sup>45</sup>. On adhère à cette opinion, parce qu'elle est conforme avec la directive communautaire de 1989 qui considère la présomption comme simple<sup>46</sup> et qu'elle est sage et réaliste<sup>47</sup>.

A cotes ces réflexions, en jurisprudence français, l'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 15 mars 1993 considère qu'il existe une présomption simple de connaissance d'informations privilégiées pour les personnes visées<sup>48</sup>. Cependant, l'arrêt de la Chambre

<sup>44</sup> DUCOULOUX – FAVARD C., RONTYCHEVSKY N., op. cit. p.32; COSTANTINI P., op. cit. p. 42.

<sup>45</sup> RENUCCI J. F., op. cit. p.32.

<sup>46</sup> RENUCCI J.F., ibid.. p.38 ; CONTANTINI P., op. cit. p.42.

<sup>47</sup> «Les dirigeants de droit, ou de fait d'une personne morale sont expressément visés par le troisième alinéa 10-1 de l'ordonnance de 1967. Il est précisé que, si les opérations ont été réalisées par une personne morale, ses dirigeants de droit ou de fait commises. Ainsi, les dirigeant sociaux de droit ou de fait sont présumés avoir réalisé l'opération illicite faite pour compte de la société» RENUCCI J. F., ibid. p.33. Nous pouvons dire que cet alinéa est inutile depuis la loi du 2 juillet 1996 qui a adopté la responsabilité de la personne morale, d'autant plus que l'article 465-1 du Code 14 déc. 2000 ne mentionne pas cet alinéa.

<sup>48</sup> Cass. crim., 15 mars 1993, bull. n° 13 ; D. 1993, p.610, note Ducouloux-Favard ; Rev. Sociétés 1993, p. 847, note Bouloc.

criminelle de la Cour de cassation du 19 octobre 1995<sup>49</sup> reconnaît que cette présomption peut être remise en cause si la preuve d'une *délégation de pouvoir* est apportée<sup>50</sup> ou si la preuve contraire est patente.

Cependant, la deuxième catégorie recouvre les inities dits secondaires sur lesquels aucune présomption ne pèse.

## a.2. Les initiés de fait ou secondaires

L'article 465-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier définit les initiés secondaires, indirects ou par occasion, comme « toute personne disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée »<sup>51</sup>. Ces personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur, sont également considérées comme initiées. J. F. Renucci précise que « la définition retenue dans l'article précité est extensive parce qu'elle englobe ainsi toutes les personnes imaginables ». En plus J. F. Renucci constate que « le but du législateur était d'imposer une obligation d'abstention aux personnes initiées dans le souci d'assurer l'égalité entre les actionnaires »<sup>52</sup>. Dès lors, le juge ne peut condamner pour le délit d'initié un prévenu autre qu'un dirigeant sur le fondement de l'article 225-109 du Code commerce sans prouver que l'information a été acquise à titre professionnel<sup>53</sup>.

<sup>49</sup> Cass. Crim., 19 octobre 1995, *aff. Société générale de Fonderie : Banque et Droit*, n°46, mars-avr. 1996, p. 28, note F. Peltier et H. De Vauplane où la cours considère que « si le chef d'entreprise est admise à s'exonérer de sa responsabilité pénal en reportant la preuve qu'il a délégué ses pouvoirs à une personne pourvue de la compétence, de l'autorité nécessaire et des moyens nécessaires, [il doit] toutefois, pour pouvoir exciper d'une telle délégation [ ] ne pas avoir pris une part personnelle à la réalisation de l'infraction ».

<sup>50</sup> Cass. Crim., 19 octobre 1995, *Rev. Sociétés* 1996, p. 323, note Bouloc, preuve non rapportée en l'espèce.

<sup>51</sup> DUCOULOUX – FAVARD C., RONTYCHEVSKY N., op. cit. p.33; COSTANTINI P., op. cit. p. 42; RENUCCI J.F., op. cit. p.34.

<sup>52</sup> RENUCCI J.F., *ibid.* p.34; T.G.I. , Paris, 15 oct. 1977; *Rev. Soc.* 1977, 123, note BOULOC B. ; *JCP*, 1977-II- 18543, note TOUNIC A.

<sup>53</sup> RENUCCI J.F., *ibid.*, p.35 ; DUCOULOUX – FAVARD C., RONTYCHEVSKY N., op. cit. p.33.

Quoi qu'il en soit, cette seconde catégorie d'initié peut être classée en deux catégories. En premier lieu, les initiés internes qui comprennent le personnel non dirigeant de la société émettrice. En second lieu, les initiés externes qui sont toutes les personnes en rapport avec la société. Cette dernière catégorie est très vaste : la jurisprudence y a inclus un conseiller technique<sup>54</sup>, le secrétaire général<sup>55</sup>, un journaliste financier ayant interrogé un dirigeant de la société<sup>56</sup>, un directeur de banque<sup>57</sup>, un liquidateur amiable de la société<sup>58</sup>, un expert d'études d'actuariat<sup>59</sup>, un chasseur de tête<sup>60</sup>, un trader<sup>61</sup>, un commis d'agent de change<sup>62</sup> ou encore un directeur de cabinet d'un ministre<sup>63</sup>. Par ailleurs, pourraient être des initiés externes, un commissaire aux comptes, un avocat<sup>64</sup> ou autre conseil suivant l'évolution de pourparlers entre des sociétés. Il faut se poser si l'incrimination est applicable à un chauffeur de taxi surprenant au cours d'un transport une conversation entre deux dirigeants de société ? Nous ne sommes pas d'accord car le but du législateur n'était pas d'empêcher définitivement la gestion de portefeuilles, mais d'imposer seulement une obligation d'abstention à personnes initiées dans un but d'égalité entre les actionnaires<sup>65</sup>. En effet, l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 24 mars 2005 qui a été cassé par la Cour de Cassation en précisant « ayant dispose, a l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leur fonction, d'information privilégiées sur les perspectives ou la situation de la société ou sur ses perspective évolution. <sup>66</sup> »

<sup>54</sup> T. Corr. Paris, 15 Oct. 1976: JCP 1977, -II-, n° 18543, 1<sup>er</sup> espace 2, note TONIC A.

<sup>55</sup> TGI Paris, 17 mars 1976.

<sup>56</sup> T.corr. Paris, 12 mai 1976: JCP 1976, -II-, n° 18496, 1<sup>er</sup> espace, note TONIC A.

<sup>57</sup> T.corr. Paris, 19 Oct. 1976: JCP 1977 -II-, n° 18543, 4<sup>ème</sup> espace, note TONIC A.

<sup>58</sup> T.corr. Paris, 30 mars 1979: JCP 1980 -II-, n° 19306, 1<sup>er</sup> espace, note TONIC A.

<sup>59</sup> T.corr. Paris 18 avril 1979: JCP 1980, -II-, n° 19306, 2<sup>ème</sup> espace, note TONIC A.

<sup>60</sup> T.corr. Paris, 13 mai 1986: Gaz. Pal., 1986 2. p.459, note MARCHI J.P.

<sup>61</sup> CA Paris, 8 nov.1993: Bull. Joly bourse, 1994, p.129, §21 ; Dr. Société 1994, n° 61, note HOVASSE H.

<sup>62</sup> Cass. Crim., 18 fév. 1991: Rev. Soc., 1991, p.787, note JEANDIDIER W.

<sup>63</sup> Cass. Crim., 24 oct. 1995: Petites affiches, 24 nov. 1995, p.22, note DUCOULOUX – FAVARD C.

<sup>64</sup> C.A. Paris 27 décembre 1990, Gaz. Pal. 1991,1, 157

<sup>65</sup> RENUCCI J.F., op. cit. p.35.

<sup>66</sup> Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, JCP Editions Entreprise et Affaires, 2007, 1146,

Enfin, la question se pose quant aux journalistes financiers, un traitement spécifique leur est réservé dans le cadre de leur profession. La directive 2003/6/CE, sur les abus de marché, transposée dans le règlement générale de l'AMF, vise à protéger les journalistes financiers dans le cadre de leur activité, à conditions qu'ils ne tirent aucun avantage ou profit quelconque de l'information privilégiée, directement ou indirectement<sup>67</sup>. Donc, se posera le problème de la preuve, parce qu'il est très rare qu'un prévenu avoue avoir réalisé une opération en raison de l'information privilégiée qu'il détenait ou que l'on puisse trouver des indices écrits<sup>68</sup>.

### a.3. Les initiés tertiaires

La loi du 15 mai 2001 est venue étendre le cercle des initiés aux personnes autres que celles que nous venons d'envisager et qui possèdent en connaissance de cause des informations privilégiées sur la situation ou les perspectives d'un émetteur. En effet, l'article L.465- 1 du *C. mon. Fin* était insuffisant aujourd'hui pour englober tous les comportements susceptibles d'être sanctionnés au titre de l'utilisation ou la communication d'information privilégiée. Cependant après cette modification le recours au recel n'est plus nécessaire car désormais tout le monde peut potentiellement être considéré comme un initié. En effet, dans l'affaire Pechiney, la Cour de cassation a approuvé l'application du délit d'initié de recel à l'infraction d'initié, le recel est caractérisé à l'égard de celui qui réalise en connaissance de cause des opérations sur le marché en utilisant une information qui lui a été confiée dès lors qu'il sait qu'elle est privilégiée.<sup>69</sup>

---

note G. Royer.

<sup>67</sup> Art. 632-1, règlement de l'AMF

<sup>68</sup> V. sur cette pointe, DUCOULOUX – FAVARD C., RONTYCHEVSKY N., op. cit. p.34; ROBERT J.- H., note sous Cass. Crim. , 26 oct. 1995 : Dr. Pénal 1996, n° 189; DIDIER P., *Droit commercial*, p.158-159.

<sup>69</sup> Cass. Crim. 26 octobre 1995, n° 94-83.780, Bull. Crim. n°324, Rev. Sociétés 1996. 326, note B. Bouloc. "Si le recel de délit d'initié peut résulter de la simple détention d'information privilégiés, il est caractérisé à l'égard de celui qui, réalisant, en connaissance de cause, des opérations sur le marché avant que ces informations soient connues du public, bénéficie du produit du délit d'initié ainsi consommé".

Il faut dire que cette jurisprudence a perdu de son intérêt à la suite d'une extension législative ayant admis l'existence des initiés de tertiaires. Ainsi la notion pénale d'initié rejoint celle du règlement général de l'AMF qui prévoit la possibilité dans son article 622-2 de poursuivre pour manquement d'initié toutes personnes « détenant une information privilégiée » sans faire référence aux circonstances dans lesquelles cette information leur est parvenues.

Ainsi, le recours aux textes du code pénal permet de combler les lacunes de l'ordonnance 2000. Ces personnes peuvent être poursuivies comme complices de l'infraction quand elles exécutent l'opération d'initié pour le compte de la personne initiée, en exploitant l'information privilégiée qui avait été obtenue par la personne initiée ou au titre de recel du délit d'initié lorsqu'ils consomment le délit pour leur compte parce qu'elle l'utilise pour son propre compte. Ici, l'initié est puni sur le fondement du délit de communication d'information privilégiée on dit « *le délit de dîner en ville* ».

Ces trois catégories d'initiés puis que commissent le délit/ou manquement d'initié il faut utiliser, transmette ou communiquer les « informations privilégiées ». La notion de l'information privilégiée est donc important pour le délit/ou manquement d'initié.

Dans l'article 2 de la directive européenne, celle-ci considère comme initiées les personnes qui disposent d'une information privilégiée : (1) en raison de leur qualité de membres des organes administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur ; (2) en raison de leur participation dans le capital de l'émetteur ; (3) ou qui y ont accès en raison de l'exercice de leur travail, de leur profession ou de leurs fonction<sup>70</sup>.

---

<sup>70</sup> 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). Journal officiel de l'Union européenne, FR 12.4.2003.

## **b) La notion de l'information privilégiée**

Une délimitation précise du concept d'information privilégiée est, importante pour permettre une poursuite efficace et effective par les autorités judiciaires et administratives des opérations d'initié. Les délits d'initié sanctionnent le fait de la part d'un initié, soit d'utiliser une information privilégiée, afin de spéculer en bourse et réaliser ainsi des profits qui peuvent être considérable, soit de la transmettre à un tiers ou communiquer.<sup>71</sup> Mais qu'entend par information privilégié ?

L'article L 465-1 du Code monétaire et financier n'en définit par les caractères. Il énonce uniquement que l'information privilégiée doit porter sur « les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres dont négociés sur un marché réglementé » ou sur « les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé ». C'est donc la jurisprudence qui est venu spécifiés les caractères de cette notion d'information privilégiée. Selon un arrêt de la Cour de Cassation du 14 juin 2006, l'information privilégiée doit être « une information confidentielle (**b.1**), précise (**b.2**), et de nature à influencer sur le cours de la valeur (**b.3**) information sciemment utilisée et déterminante des opérations réalisés».

### **b.1 Une information non publique-confidentielle-**

La notion de confidentialité est plus difficile à appréhender. Pour Monsieur Saint Pau, la confidentialité doit être définie sans référence au contenu des propos exprimés<sup>72</sup>. Donc, comment le droit pénal appréhende-t-il cette notion d'information à caractère confidentielle ? Simplement, l'information est considérée comme confidentielle tant qu'elle est ignorée du public<sup>73</sup>. La logique veut qu'une information soit consi-

<sup>71</sup> La protection pénale de l'information financière, M.-C. Guérin, Jurisclasseur, Droit pénal n°9, Septembre 2008, étude 20, p.1/6.

<sup>72</sup> *Sur ce débat J-C SAINT-PAU, L'anonymat et le droit, Thèse, Bordeaux IV, 1998, n°785 et s. - Comp. Cass. crim. 20 oct. 1998, DP, 1999, p. 9, note de J-C SAINT-PAU.*

<sup>73</sup> Délit et manquement boursier, F. Stasiak, Dalloz, répertoire de droit des sociétés, septembre 2007, p.6.

dérée comme privilégiée lorsque seulement un nombre très limité de personnes, par définition privilégiées par rapport aux autres, ont accès à l'information en question, tandis que la grande majorité des investisseurs n'en ont pas connaissance. En d'autres termes, l'information privilégiée est une information qui est tenue secrète.

Donc, la confidentialité de l'information est un caractère essentiel, puisqu'il doit s'agir d'une information méconnue du public. Elle reste néanmoins confidentielle même si elle est détenue par un groupe restreint de personnes. Car en effet le privilège ne réside pas dans le fait de savoir ce que les autres ignorent, mais de savoir avant eux. En revanche l'information cesse d'être privilégiée lorsqu'elle est portée à la connaissance du public (investisseurs potentiels et épargnants) par la publication d'un avis dans les journaux spécialisés, par conférence de presse, ou encore par un communiqué officiel à la presse spécialisée. Le caractère privilégié de l'information est déterminé par l'antériorité de la connaissance et non pas dans le nombre de ceux qui partagent cette information<sup>74</sup>. Certains considèrent que l'information devient générale, si elle a été diffusée suite à un communiqué officiel par l'intermédiaire des moyens de diffusion publics comme le site de l'entreprise concerné, ou les médias et si l'entreprise a envoyé une lettre d'information officielle à tous ses actionnaires. La deuxième tendance des législateurs consiste à interpréter la diffusion de l'information d'une manière étroite, c'est-à-dire que l'information reste confidentielle tant qu'elle n'est pas diffusée par les moyens habituels concernant la diffusion de l'information pour ses actionnaires<sup>75</sup>.

Le deuxième moyen de cassation présenté devant la Chambre criminelle dans l'arrêt du 26 juin 1995 soutenait que « l'information privilégiée s'oppose légalement à la notion d'estimation financière opérée par un expert, la licéité de cette dernière opération n'étant point contestable ; que par voie de conséquence, ni la compétence, ni davantage la spécialité de l'opérateur ne peuvent être prises en considération s'agissant de

<sup>74</sup> Cass. crim 29 novembre 2000

<sup>75</sup> RENUCCI J.F., op. cit. p. 41 ; COSTANTINI P., op. cit. p. 34; JCP 1995, éd. E., p. 635- JCP 96, éd. E, III 68046, Cass. Crime. 26 juin 1995.

caractériser l'information privilégiée<sup>76</sup>». De fait, le caractère privilégié ne saurait résulter selon l'arrêt de la Chambre criminelle de la Cour de cassation du 26 juin 1995 « de l'analyse que peut faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu<sup>77</sup> ».

Enfin, l'information privilégiée est définie, mais la jurisprudence a également exigé que l'information doive être précise. Nous développerons ce point ci-dessous.

## **b.2 Une information précise**

Il en résulte que l'information concernée, objet de protection pénale, doit correspondre à un renseignement particulier, précis et certain<sup>78</sup>. Ainsi, l'information doit porter des problèmes spécifiques à la société cotée, tel que son développement technique, commercial et financier. Donc, il faut distinguer l'information privilégiée des simples rumeurs et autres spéculations, et ce afin d'éviter de qualifier d'opération d'initié toute transaction opérée sur base d'une connaissance vague de la situation de l'émetteur (du type « les affaires vont bien » ou « elles vont très mal »). Comme précise que Renucci « le fait de savoir qu'une société est en pleine expansion ou qu'elle est en difficulté ne saurait être considéré comme une information précise »<sup>79</sup>. Ainsi, un arrêt de la Cour d'appel de Paris 30 mars 1977 a jugé que certains bruits alarmants sur les difficultés d'échéance et des échecs commerciaux ne présentent pas : « un caractère précis, particulier et certain que doit revêtir tout rensei-

---

<sup>76</sup> Cass. crim., 26 juin 1995, aff BUE- Ruche méridionale, Bull. Joly Bourse, juillet-août 1995, p. 285 § 53, note P. Le Cannu ; Petites Affiches, 26 juillet 1995, p. 44, note C. Ducouloux-Favard ; Rev. Sociétés, 1995, p. 562, note B. Bouloc ; JCP, 1996, éd E, II, 766, note A. Viandier, cité par Thierry Bonneau, France Drummond, Droit des marchés financiers, Economica, 2e édition, 2010, p. 451.

<sup>77</sup> Cass. crim., 26 juin 1995, préc

<sup>78</sup> La protection pénale de l'information financière, M.-C. Guérin, Jurisclasseur, Droit pénal n°9, Septembre 2008, étude 20, p.2/6.

<sup>79</sup> RENUCCI J.F., *ibid.* p.43.

gnement pour constituer l'information au sens de l'ordonnance du 28 septembre. 1967 »<sup>80</sup>.

La loi ne prévoit pas de définition particulière concernant la précision de cette information privilégiée. Toutefois, l'article 621-1 du règlement général de L'AMF décide : « *une information privilégiée est une information précise qui n'a pas été rendue publique* »<sup>81</sup>. Au même temps la directive 2003/124/CE, article premier, définit le « caractère précis »<sup>82</sup>.

De plus, ce critère a été adopté par le jugement de la 11<sup>e</sup> chambre du TGI de Paris, lors de l'affaire dite Pêchiney<sup>83</sup>. Actuellement la cour d'appel de Paris dont la décision a été confirmée par la Cour de cassation sur ce point, soutenait que la notion d'information précise « n'est pas nécessairement complète, elle doit concerner un projet suffisamment élaboré pour être mené à son terme, même si des aléas sont toujours possible, avoir un caractère confidentiel, donc inconnu du public, son utilisation doit être susceptible d'influer sur le cours de l'action, des rumeurs ne constituant pas une information privilégiée »<sup>84</sup> » Deux éléments se dégagent de cet arrêt, la confidentialité et la précision. « La confidentialité de l'information est justifiée par la théorie économique ; si cer-

<sup>80</sup> DUCOULOUX FAVARD C., op. cit. p.44.

<sup>81</sup> Article 621-1 du règlement de L'A.M.F

<sup>82</sup> Dir. Cons. CE n° 2003/6, 28 janvier 2003. Modifié par la Dir. 2008/26/CE du Parlement européen et du Conseil du 11 mars 2008 L 81 42 20.3.2008 ; Dir. 2010/78/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 L 331 : l'article premier : « *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.* »

<sup>83</sup> COSTANTINI P., op. cit., p.40 « Les informations sur l'existence et le déroulement des négociations entreprise en vue du rachat de la société américaine triangles par le groupe Pêchiney, présentaient biens, en elles même le caractère de certitude exigée par la jurisprudence ; qu'en effet, la nature des informations transmises s'apprécie notamment en fonction du rapport entre les avantages attendus et les risques encourus » ; DUCOULOUX FAVARD C. : Deuxième acte de l'affaire Pêchiney. Jugement du 29 septembre 1993, Petites affaires, 5 novembre 1993, p.12.

<sup>84</sup> Cass. crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, FS-P+F.S. : Juris 'Data n° 2006-034236, JCP ed Entreprises et affaires, 2007, 1146, note G. Royer

tains agents économiques utilisent une information boursière inconnue du grand public pour en tirer profit, alors d'autres opérateurs peuvent perdre confiance dans le marché et diriger leur capacité de financement vers d'autres placements. La Cour de cassation confirme ici sa vision large de la confidentialité<sup>85</sup> ».

### **b.3. Objectivité de l'information privilégiée<sup>86</sup> - influence sur le cours de valeur mobilières**

Madame Guérin souligne que : « ...les caractéristique d'une information s'apprécient de manière objective, indépendamment de la personne qui reçoit, communique ou utilise l'information, qu'il s'agisse de sa précision ou de son influence possible sur les cours.<sup>87</sup> »

La recommandation de la COB de 1974 qui a annoncé la nécessité que l'information soit « *de nature à influencer sur les cours* ». Cette exigence trouve dans l'article premier du règlement 90-08 de la COB<sup>88 89</sup>, et l'alinéa 3 de l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF.

En même temps, l'article L. 465-1 C. mon. Fin précise que l'information porte sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé.

<sup>85</sup> Ibid.

<sup>86</sup> Cass. crim., 26 juin 1995, aff BUE- Ruche méridionale, Bull. Joly Bourse, juillet-août 1995, p. 285 § 53, note P. Le Cannu ; Petites Affiches, 26 juillet 1995, p. 44, note C. Ducouloux-Favard ; Rev. Sociétés, 1995, p. 562, note B. Bouloc ; JCP, 1996, éd E, II, 766, note A. Viandier, CA Paris, 9<sup>e</sup> ch., Sect. B, 2 février 2007, n° 06/08079 : Bull. Joly Bourse 2007, § 30 p. 200. ; Cité par M.-C. Guérin, « la protection pénale de l'information financière ».

<sup>87</sup> La protection pénale de l'information financière, M.-C. Guérin, Jurisclasseur, Droit pénal n°9, Septembre 2008, étude 20, p.2/6.

<sup>88</sup> Qui précise que « *Le terme d'information privilégiée signifie une information qui pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné* »

<sup>89</sup> COSTANTINI P., op. cit. p.40, l'article 1<sup>er</sup> du règlement 90-08 de la C.O.B relatif à l'utilisation de l'information privilégiée ; *cette exigence se retrouve dans le communautaire de 1989 « l'article premier de la directive estime, en effet, que l'information doit influencer de façon sensible »*, RENUCCI J.F., op. cit. p. 47.

Le considérant 17 de la directive 2003/6/CE précise, en outre, que l'influence d'une information sera appréciée en fonction « des activités criminelles, dont la préparation ou l'exécution pourrait avoir une influence sensible sur le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ou sur la formation des cours sur un marché réglementé en tant que tel ».

Ce caractère est très important parce qu'elle complète le caractère confidentiel de l'information.

A cote ces éléments préalables, on sait que pour l'existence d'une infraction il exige les deux éléments essentiels. C'est d'une cote les éléments matériels et l'autre cote l'élément morale. Cependant, l'existence d'un fait justificatif permet, en dépit de la réunion de tous les éléments d'une infraction, d'exonérer la responsabilité de l'auteur de celle-ci.

## 2. L'élément matériel

Dans l'article L. 465-1 du *C. mon. Fin* il existe trois types d'actes aux initiés : l'utilisation d'informations (a), leur transmission à des tiers (b) et la communication d'informations privilégiées <sup>90</sup>(c). La violation de l'une de ces obligations suffit à l'heure actuelle à engager la responsabilité de l'initié. Enfin la résultat(d).

### a) *L'utilisation d'informations privilégiées*<sup>91</sup>

La loi de 1970 employait l'expression «exploiter une information privilégiée». Mais la loi de 1983, a modifié l'article 10-1, devenu aujourd'hui l'article 465-1 du Code monétaire et financier, qui ajoute : « réalisé soit directement, soit par personne interposée une ou plusieurs opé-

<sup>90</sup> DUCOULOUX-FAVARD C., RONTCHEVSKY N., op. cit., p.51

<sup>91</sup> Sur l'utilisation d'une information privilégiée, cf. C.J.U.E., 23 décembre 2009, Spector Photo Group NV, Bull. Joly 2010, p. 346, § 73, 1ère esp., note D. Schmidt ; Bull. Joly Bourse 2010, p. 92, § 12, note S. Torck ; R.D. bancaire et financier 2010, n° 80, note Th. Bonneau ; Banque & Droit janvier-février 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; R.T.D. com. 2010, p. 395, 4ème esp., obs. N. R.

rations »<sup>92</sup>. Au vu de la généralité des termes employés par le législateur, on peut dire que l'utilisation d'information privilégiée peut être effectuée par une personne initiée ou par une personne interposée pour le compte de l'initié : si l'initié utilise l'information qu'il a obtenue grâce à sa profession ou à ses fonctions, il sera l'auteur du délit d'initié ; mais lorsque l'initié a réalisé l'opération par personne interposée, l'initié sera l'auteur et la personne interposée pourra être poursuivie comme complice de l'infraction en tant que prête-nom de l'initié<sup>93</sup>.

La jurisprudence accepte que, l'article 465-1 du *C. mon. Fin* impose une obligation d'abstention aux initiées<sup>94</sup> pendant la période précédant la révélation d'information au public ; d'ailleurs ceux-ci doivent s'abstenir, non seulement d'opérer sur le marché mais aussi de révéler l'information à un tiers<sup>95</sup>. De nombreux arrêts de la Cour d'appel de Paris<sup>96</sup>, ont confirmé que cette obligation d'abstention était absolue ou totale<sup>97</sup>.

La Cour de justice de l'Union européenne précise que « le fait pour une personne qui détient une information privilégiée d'acquérir ou de céder, ou de tenter d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, des instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a utilisé cette information sous réserve du respect des droits de la défense, et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption. »<sup>98</sup>. Cependant l'abstention de l'initié n'est pas automatiquement exigée.

<sup>92</sup> DUCOULOUX-FAVARD C., RONTCHEVSKY N., op. cit., p.51; RENUCCI J.F., op. cit., p.51

<sup>93</sup> CH. BLANCHARD-SEBASTIEN M., *Lamy sociétés commerciales*, 1996, n° 4020.

<sup>94</sup> C. A. Paris, 26 févr. 1980, *Gaz. Pal.*, 1990, I, 34, note MARCHI J.-P. ; RENUCCI J.F., op. cit., p.51

<sup>95</sup> DUCOULOUX-FAVARD C., RONTCHEVSKY N., op. cit., p.51.

<sup>96</sup> CA. Prs, 26 mai 1993 : *bull. Joly bourse*, 1993, p.579, § 110, note JEANTIN M., CA. Paris, 12 janv.1994: *bull. Joly bourse*, 1994, §120, note DECOOPMAN N.

<sup>97</sup> VERON M., «Le délit d'initié, les contours de l'infraction », p.58.col.I.

<sup>98</sup> CJUE 23 déc. 2009, *Spector Photo Group*, aff. C-45/08, D. 2010. 85, obs. Lienhard; RSC 2010. 156, obs. Stasiak

Le législateur français a incriminé l'utilisation de l'information par l'initié ou par la personne interposée pour son compte. Mais l'initié pourrait transmettre l'information privilégiée à un tiers qui l'utilisera pour son propre compte. Depuis la loi 1983, le législateur français a puni une transmission d'information privilégiée. L'initié ne peut donc profiter lui-même de son information mais il ne peut non plus en faire profiter une autre personne.

### **b) *Transmission d'information privilégiée***

La législation française avait pris en compte ces comportements avant l'adaptation de la directive. Depuis la loi du 3 janvier 1983 qui a modifié l'article 10-1 de l'ordonnance 1967, en vertu de l'alinéa 2 de l'article 10-1 précité, toute personne disposant d'une information confidentielle qui « *aura sciemment permis* » à un tiers de réaliser une ou plusieurs opérations sur le marché est punissable. A partir de cette modification, la loi française est en conformité avec l'article de la directive 2003/6/CE qui interdit aux initiés primaires de transfère l'information ou recommander à un tiers.

De toute façon, ces comportements étaient insuffisants. La raison pour laquelle le législateur a prévu de réprimer le fait par une personne ayant eu connaissance d'une information privilégiée dans l'exercice de sa profession ou de sa fonction, de *communiquer* cette information à un tiers « en dehors du cadre normal de sa profession ou de sa fonction ».

### **c) *La communication d'information privilégiée*<sup>99</sup>**

Dans sa troisième et dernière forme, le délit consiste, pour l'initié, à communiquer l'information privilégiée à un tiers. Cette comportement a été interdite par la loi du 2 aout 1989. Ce comportement s'appelle parfois en doctrine comme « délit de dîner en ville<sup>100</sup> ».

<sup>99</sup> Certains auteurs appellent ce fait « prés 'délit d'initié « V. JEANDIDIER W., op. cit. , p.144; l'autre appel «délit de dîner de ville».

<sup>100</sup> Dans ce cas, le bénéficiaire pourra être poursuivi pour complicité si le tiers a provoqué

Dans la doctrine il y avait deux avis sur la nécessité de légiférer à ce comportement. Premier avis dit qu'il n'y a pas l'un des faits mentionnés par l'article 10 - 1 de l'ordonnance de 1967 donc le juge ne pourra pas non plus condamner l'initié ou le tiers. Le deuxième avis estime que ce délit n'avait pas besoin d'être créé par la loi, puisque le juge peut recourir au délit de divulgation de secret<sup>101</sup> ou aux règles de la complicité<sup>102</sup>.

Il ne faut pas confondre une transmission et une communication. En premier, consiste au fait que l'initié sache que les tiers utilisera l'information sur le marché boursier avant qu'elle soit publiée<sup>103</sup>. Quant à la communication de l'information privilégiée elle consiste au fait que l'initié la communique à un tiers, et que ce dernier l'utilise ou non<sup>104</sup>. C'est-à-dire ; soit que ce dernier l'exploite, soit qu'il ne l'exploite pas. L'article 465-1 alinéa 2 sanctionne la personne qui communique volontairement une information qu'elle détient à titre privilégié. Cela concerne l'informateur et non pas le bénéficiaire de l'indiscrétion. Le tiers doit être en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

Si une information est divulguée par un agent dans le cadre de sa profession ou de ses fonctions, cette divulgation est licite, comme par exemple le cas du dirigeant qui communique une information privilégiée au commissaire aux comptes. C'est donc la révélation du secret qui caractérise l'élément matériel de l'infraction<sup>105</sup>. Pour M. VERON, il ne lui paraît pas possible «*d'étendre cette justification aux relations existantes entre ceux qui gèrent des portefeuilles des valeurs mobilières et leurs*

---

l'initié à parler ou pour recel de délit d'initié comme dans l'affaire Pechiney.

<sup>101</sup> VERON M., Droit pénal des affaires 10<sup>e</sup>, p.285, «L'infraction nouvelle comble un vide, car fait d'utilisation, il n'était pas possible alors de poursuivre l'initiateur comme complice de celui à qui l'information avait été communiqué».

<sup>102</sup> VIANDIER A., Sécurité et transparence de marché financier (commentaire des titres 1,2 de la loi de 2 août 1989), J.C.B 1989.3420. p.319 ; MOURRE A, La répression des infractions boursières après la loi n° 89-531 du 2 août 1989 G.P.1990, p.271.

<sup>103</sup> COSTANTINI P., op.cit, p.47.

<sup>104</sup> COSTANTINI P., ibid. p.47; VERON M., op. cit. p.288.et s.

<sup>105</sup> VERON M., op. cit. p.288; COSTANTINI P., op. cit. p.47.

*clients en considérant que la communication d'information privilégiée a eu lieu dans le cadre normal de leur profession ou de leurs fonctions*<sup>106</sup> ».

Le délit est une infraction instantanée et sa tentative n'est pas punissable.

C. Ducouloux-Favard considère que le délit d'initié est un délit de commission et non un délit d'abstention. Cependant les autres auteurs disent que la loi impose une obligation d'abstention aux initiés donc ce délit est délit abstention<sup>107</sup>.

Il reste néanmoins, une autre question que cette obligation de secret est à rapprocher de l'article 226-13<sup>108</sup> du code pénal qui sanctionne la violation du secret professionnel. La simple communication d'informations confidentielles est sanctionnée sous cet article. D'ailleurs, dans certains cas, cette communication pourra être poursuivie d'une part en violation de l'article 465-1 de code monétaire et financier et d'autre part en violation de l'article 226-13 du code pénal. Mais les personnes pouvant être concernées sont prévues par la loi et doivent savoir qu'elles sont tenues au secret professionnel. La différence avec le délit d'initié en communiquant est qu'il ne peut se commettre par négligence ou imprudence. L'élément moral de la violation du secret professionnel est la conscience de révéler un secret. C'est un véritable délit d'initié.

#### ***d) Les résultats d'actes illicites***

<sup>106</sup> VERONM., op. cit. P.288. s; RENUCCI J.F., op. cit. p.61, dit « la directive communautaire interdit aux initiés premiers de communiquer à des tiers toute information privilégiée dont il disposent, à moins qu cela ne soit fait dans le cadre normal de leur profession ou de leurs fonctions (art. 3 a, direct. 13nov. 1989), elle leur interdit aussi de recommander à des titres d'acquérir ou de céder des valeurs mobilières, sur la base d'information, privilégiée dont il pourrait disposer (art. 3b, direct. 13nov. 1989).

<sup>107</sup> V. STEFAN G., LEVASSEUR G., BOULOC B., op. cit. p.200, « L'élément matériel réside dans un acte positif qui consiste à faire ce que la loi prohibe, le délit est alors un délit d'action ou de commission. Parfois, mais plus rarement, l'élément matériel réside dans un acte négatif qui consiste à ne pas accomplir ce que la loi commande de faire dans l'intérêt général ».

<sup>108</sup> « La révélation d'une information à caractère secret par une personne qui en est dépositaire soit par état ou par profession, soit en raison d'une fonction ou d'une mission temporaire, est punie d'un an d'emprisonnement et de 15000 euros d'amende. »

Sur le plan droit pénal, le délit d'initié requiert un lien de causalité, sur base de l'article 2 de la directive 2003/6/CE, entre l'information ayant un caractère privilégié et la transaction représentative de l'infraction.

En ce qui concerne ce point, une question importante se pose : ces délits exigent-ils nécessairement que le prévenu ait réalisé un profit sur le fondement des opérations sanctionnées ? Selon le Professeur Conte, la question mérite assurément d'être posée si l'on considère que sous ses deuxièmes et troisième comportant, le délit d'initié est une infraction formelle. Pour l'auteur, il est possible que, dans la deuxième comportant qu'il a donné au délit, le législateur a voulu conditionner la consommation de l'infraction à la réalisation effective, par le tiers, de l'opération boursière. Il est vrai qu'une telle hypothèse serait plus à même de révéler l'utilité de la troisième comportement laquelle, modifiant simplement l'objet transmis, aurait alors pour finalité de réprimer, de façon détournée, la tentative punissable du délit commis en sa deuxième comporte mais non menée à son terme du fait de circonstances extérieures ou de l'abstention du tiers aidé. Quant à la première comporte du délit, un premier sentiment pourrait amener à pencher pour la nature formelle. Car qui dit « opération réalisée » ne dit pas « opération réussie ». De sorte que même si l'agent n'a pas l'intention de retirer un profit de l'opération et qu'il n'en retire effectivement pas, l'infraction sera malgré tout consommée. D'un autre côté, la spécificité de l'objet sur lequel porte l'élément matériel, c'est-à-dire l'opération, peut amener à plaider pour une nature matérielle. En effet pour que l'infraction soit constituée, une opération boursière doit être réalisée. Et une telle opération ne saurait être instantanée car elle se réalise forcément en deux temps : le temps de l'ordre de bourse et le temps de son exécution. Entre les deux, et malgré l'effet temporellement réducteur de l'électronique, un espace de temps plus ou moins long peut s'insérer. Cette scission de l'objet de la matérialité paraît alors se répercuter sur la matérialité elle-même, faisant alors de la passation de l'ordre de bourse le moyen de l'infraction, et son exécution le résultat pénal. Du reste, la jurisprudence n'a pas hésité à exploiter cette brèche pour donner application à la loi pénale française pour

un délit d'initié dont l'ordre de bourse avait été donné en France mais exécuté sur des places financières étrangères<sup>109</sup>. Elle considère donc bien que le délit d'initié se consomme avec l'exécution de l'ordre, mais que la passation de ce dernier est un élément constitutif du délit qui commis sur le territoire national, entraîne la compétence de la loi française par le jeu de l'ancien article 693 du Code de procédure pénale, et non celui de l'article 203 ou 382 du même Code. Admettre la nature matérielle de cette forme d'initié a donc des avantages réels. Par exemples créant une phase d'exécution continue entre l'ordre, le moyen et son exécution et le résultat pénal ladite théorie justifierait la punissabilité de la tentative du délit.

Cependant si on considère que le délit d'initié est une infraction matérielle, plusieurs résultats pénaux pourront se succéder dans le temps sans que plusieurs infractions distinctes ne se consomment ce qui paraît peu conforme à la théorie du résultat du pénal. Doit-on alors, comme le propose le Professeur Jeandidier<sup>110</sup>, défendre l'idée que le délit d'initié est une infraction complexe ? Nous répondrons par la négative car les éléments de la complexité doivent être formellement prévus par la loi, ce qui n'est pas le cas du délit d'initié.

### 3. L'élément moral

Pour que l'information existe juridiquement, il ne suffit pas que l'élément matériel ait été consommé. Il faut encore que cet acte matériel ait été l'œuvre de la volonté de son auteur c'est-à-dire le délit exige l'élément intentionnel depuis l'article 121-3 du Code pénal.

A partir de 1983, le *dol spécial* n'est plus exigé pour que l'opération soit incriminée. Il suffit démontrer que l'initié a utilisé lesdites informations avant que le public n'en ait eu connaissance. Dans le système américain l'intention n'est pas nécessaire. Actuellement, l'article 465-1 punit un délit intentionnel<sup>111</sup>, mais la preuve de cette intention ne suscite

<sup>109</sup> L'affaire Pechiney, Cour de Cassation du 26 octobre 1995.

<sup>110</sup> W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 20, 6<sup>e</sup> éd., n°125.

<sup>111</sup> La directive commentaire est précise : pour que l'opération soit incriminée, l'information

guère de problème. En même temps la jurisprudence a décidé qu'il ne résulte pas d'une disposition expresse du libellé de l'article 465-1 alinéa 1 qu'une intention délictueuse spéciale soit exigée<sup>112</sup>. Les initiés qui ont procédé à l'opération sur le marché de la bourse, soit directement, soit par personne interposée, la loi ne vise d'aucune façon l'intention délictueuse<sup>113</sup>. Par contre, la loi exige un dol général. S'agissant des initiés de droit la preuve du dol est pratiquement postulée de par leurs fonctions et la moindre imprudence risque de leur être fatale<sup>114</sup>. L'initié peut permis à un tiers de réaliser une opération. L'emploi de l'adverbe « sciemment » dans le texte de l'incrimination visant la divulgation à des tiers d'informations privilégiées laisse entendre que l'intention coupable est requise. Mais la jurisprudence est plus restrictive sur ce point considérant « sans qu'il soit nécessaire qu'elle ait eu, elle-même, connaissance de l'identité des opérateurs, ni des modalités des opérations réalisées<sup>115</sup> ». En outre, dans l'affaire Péchiney, la Cour d'appel de Paris a affirmé « qu'il suffit en effet que l'initié ait eu conscience, au préalable, de ce que les informations privilégiées qu'il livrait étaient destinées à être utilisées par les opérateurs sur le marché<sup>116</sup> ».

---

privilégiée doit avoir « avoir être exploitée en connaissance de cause (art.2,§1,in fin,direct. 13 nov. 1989.) l'élément morale est indispensable, mais sa preuve peut, semble 't- il, être déduite des circonstances objective de la cause, RENUCCI J.F., op. cit., P57

<sup>112</sup> RENUCCI J.F., op. cit., p.56;

<sup>113</sup> T. Corr. Paris ,30 mars1979; CA Paris ,26 mai 1977; T. Corr. Paris ,18 avril 1979 ; T. Corr., Paris, 28, janv.1985.

<sup>114</sup> T. G. I. Paris ,19 oct.1975, JCP.1976, 53, note DELMES-MARTY; W.JEANDIDIER op. cit. p.142.

<sup>115</sup> Cass. .crime.26 oct.1995, n° 324 ; Rev. Soc. 1996, 326, note BOULOC; DUCOULOUX-FAVARD C., RONTCHEVSKY N., op. cit. p. 55, JEANDIDIER W., op. cit. p.142. Bull. crim. , n°324 ; Banque et droit, n°46, mars-avr. 1996, chron. F. Peltier et H De Vauplane ; RJDA 1/96, n°73.

<sup>116</sup> CA. Paris 6 juillet 1994. Petite affiches 16 nov. 1994, n° 137, p.17.

### III. Double répression et les principes « Non bis in idem », « Proportionnalité »

#### A. Problème de dualité de poursuite à la lumière du principe « non bis in idem »

En matière des opérations d'initiés l'autorité administrative et des autorités judiciaires créent une situation de coexistence de deux system de répression. D'une part, les initiés pourront être poursuivis pour délit d'initié par les autorités judiciaires qui les condamneront à des sanctions pénales et parfois civiles. D'autre part, avec l'essor des autorités de contrôle administratives<sup>117</sup>, les initiés pourront encourir des peines administratives et, dans certains cas, des sanctions disciplinaires.

La loi du 22 octobre 2010 a, en effet, porté à 100 millions d'euros le plafond de l'amende que l'AMF peut prononcer (art. L. 621-15, III a et c), sans modifier le plafond de l'amende pénale prévue par les articles L. 465-1 et L. 465-2, montant resté à 1,5 million ou à 150 000 Euro selon les cas. Or, on sait que la commission de l'AMF se prononce en général la première en cas ce double poursuite des mêmes faits. Le risque est grand qu'elle ne prononce une amende dont le montant dépassera le plafond de celle prévue pour l'infraction pénale. Il ne restera au juge répressif

<sup>117</sup> Article 622-2 du Règlement général : Les obligations d'abstention prévues à l'article 622-1 s'appliquent à toute personne qui détient une information privilégiée en raison de :

- 1° Sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion ou de surveillance de l'émetteur ;
- 2° Sa participation dans le capital de l'émetteur ;
- 3° Son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ainsi que de sa participation à la préparation et à l'exécution d'une opération financière ;
- 4° Ses activités susceptibles d'être qualifiées de crimes ou de délits.

Ces obligations d'abstention s'appliquent également à toute autre personne détenant une information privilégiée et qui sait ou qui aurait dû savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée.

Lorsque la personne mentionnée au présent article est une personne morale, ces obligations d'abstention s'appliquent également aux personnes physiques qui participent à la décision de procéder à l'opération pour le compte de la personne morale en question.

que la possibilité – rarement utilisée jusqu'à présent – de prononcer une peine d'emprisonnement réservée à la seule répression des infractions pénales<sup>118</sup>.

Selon le principe de non bis in idem, inscrit à l'article 4 du protocole n° 7 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat ». Ce principe est également constaté par l'article 14, paragraphe 7, du Pacte international relatif aux droits civils et politiques.

Ce règle « non bis in idem » constituer une garanties fondamentales d'une bonne justice pénale. Elle participe, d'une manière indirecte, au droit à un procès équitable.

Pour que la règle « non bis in idem » s'applique à des procédures répressives concurrentes, l'identité de cause est également requise. Dans l'article 4 du protocole additionnel n°7 de la Convention européenne des droits de l'homme, texte qui consacre la règle « non bis in idem » la notion d'infraction dépend ainsi la détermination du champ d'application de la règle non bis in idem au sens de la CEDH. En droit interne, le mot infraction renvoie au champ pénal stricto sensu. Mais en droit européen des droits de l'homme, le terme n'a pas nécessairement la même signification car le juge européen contrôle la loi nationale par des notions autonomes c'est-à-dire par des notions indépendantes des qualifications<sup>119</sup>.

La Cour européenne des droits de l'homme, dans un arrêt du 10 février 2009, a harmoniser sa jurisprudence en spécifiant que « l'article 4 du Protocole n° 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde infraction pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en subs-

<sup>118</sup> La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 dite de modernisation de l'économie - Frédéric Stasiak - RSC 2009. 122.

<sup>119</sup> Cour eur. D.H., arrêt GRADINGER c. AUTRICHE du 23 octobre 1995, Hudoc A-328C, 15963/90

tance les mêmes »<sup>120</sup> que ceux ayant donné lieu à la première infraction. La notion de « même infraction » a été dégagée par la Cour dans trois approches<sup>121</sup>. Premièrement, le principe de non bis in idem viendra à s'appliquer lorsque les infractions seront basées sur le « même comportement »<sup>122</sup>. Deuxièmement, il s'appliquera également en présence de « même faits »<sup>123</sup> et, troisièmement, en présence de « même éléments essentiels »<sup>124</sup>.

L'article L. 621-15-1 du code monétaire et financier dispose que si « l'un des griefs notifiés conformément au deuxième alinéa du I de l'article L. 621-15 est susceptible de constituer un des délits mentionnés aux articles L. 465-1 et L. 465-2, le Collège transmet immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris ». De la sorte, si les manquements découverts par l'AMF sont susceptibles de recouvrir les qualifications de délits d'initiés, le Collège doit en informer sans délai le parquet du Tribunal de grande instance de Paris, comme l'y oblige, au demeurant, l'alinéa 2 de l'article 40 du code de procédure pénale. Dans la mesure où les libellés des incriminations pénales et administratives se recoupent sans parfaitement se chevaucher, il est assez logique que la transmission soit fréquente sans pour autant que cela ne doive mettre un terme à la procédure répressive administrative.

Les deux systèmes évoluent de manière parallèle ; néanmoins, des passerelles sont prévues entre les deux procédures afin qu'elles ne soient totalement hermétiques l'une à l'autre. Ainsi, article L. 621-15-1 du code monétaire et financier exige que, lorsque le procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris décide de mettre en mou-

<sup>120</sup> Cour eur. D.H., arrêt SERGUEÏ ZOLOTOUKHINE c. RUSSIE du 10 février 2009, § 82, R.A.G.B., 2009, p. 871.

<sup>121</sup> Ibid., §§ 70 à 77.

<sup>122</sup> Cour eur. D.H., arrêt GRADINGER c. AUTRICHE du 23 octobre 1995, § 55, Hudoc A-328C, 15963/90.

<sup>123</sup> Cour eur. D.H., arrêt GÖKTAN c. FRANCE du 2 juillet 2002, §§ 39 et 50, Rec. des arrêts et décisions, 2002 V, 33402/96.

<sup>124</sup> Cour eur. D.H., arrêt FRANZ FISCHER C. AUTRICHE du 29 mai 2001, § 25, Hudoc, 37950/97

vement l'action publique sur les faits, objets de la transmission, il en informe sans délai l'AMF<sup>125</sup>. Dans la même logique, « le procureur de la République près le Tribunal de grande instance de Paris peut transmettre à l'Autorité des marchés financiers, d'office ou à la demande de cette dernière, la copie de toute pièce d'une procédure relative aux faits objets de la transmission ».

La cour d'appel de Paris a jugé que la mise en oeuvre de la dualité procédurale ne doit pas conduire à un sursis à statuer au profit de la décision pénale<sup>126</sup>. Enfin, la Cour de cassation a considérablement facilité la résolution d'une telle problématique en soutenant, contrairement à la Cour européenne des droits de l'homme et au Conseil constitutionnel, que « la règle *non bis in idem* consacrée par l'article 4 du Protocole no 7, additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme, ne trouve à s'appliquer, selon les réserves faites par la France en marge de ce protocole, que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale et qu'elle n'interdit pas l'exercice des poursuites devant le juge répressif parallèlement à une procédure conduite devant la COB aux fins de sanctions administratives.

---

<sup>125</sup> La question vient juste d'être réformée puisque la *loi du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière*, dans son article 7, ajoute un article L621-14-1 au C. mon. Fin selon lequel lorsque le rapport d'enquête ou de contrôle établi par l'AMF fait état de manquements administratifs, le collègue de l'autorité peut, en même temps qu'il notifie les griefs, adresser une proposition d'entrée en voie de composition administrative. Cette proposition suspend le délai prévu à l'article L621-15, délai de prescription en matière administrative, délai de 3 ans. En procédure pénale, la suspension signifie seulement que le délai arrête de courir.

<sup>126</sup> CA Paris, 16 mars 1994, *Bergé c/ Agent judiciaire du Trésor*, Gaz. Pal. des 1<sup>er</sup> et 3 mai 1994. 31, obs. Jobard, JCP 1994. II. 22321, note Robert ; dans le même sens, CA Paris, 26 oct. 1999, Bull. Joly Bourse 2000. 153, note Rontchesky ; Crim. 1<sup>er</sup> mars 2000, Bull. Joly Bourse 2000. 444, note Rontchesky. La cour décide en effet « qu'il lui appartient d'examiner, au vu des éléments qui lui sont soumis dans le cadre de la procédure aux fins de sanction administrative dont elle est saisie sur le fondement du règlement n° 90-08 de la Commission, si un manquement dont les éléments constitutifs sont distincts de ceux de l'infraction visée à l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 a été commis en l'espèce ; qu'ainsi ni l'intérêt d'une bonne administration de la justice ni aucune prescription légale ou réglementaire ne justifient, en la cause, de surseoir à statuer ».

L'existence de deux voies répressives à raison de manquements quasi-similaires invite inexorablement à se pencher sur la difficile question de la règle *non bis in idem*. Il convient, toutefois, de remarquer qu'une telle dualité s'inscrit dans les prévisions de la directive no 2003/6/CE du 28 janvier 2003 : l'article 14 dispose, en effet, que « sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales, les États membres veillent à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures administratives appropriées puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions arrêtées en application de la présente directive. Les États membres garantissent que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives ».

Cependant bien que les procédures pénales et administratives tendent à s'harmoniser, on constate une persistance du recours au cumul des sanctions, n'entrant pas en contradiction avec la règle « non bis in idem » (prévu par l'article 4 protocole 7 de la CEDH) en raison du caractère administratifs des manquements boursiers.

Deux regrets sont à formuler concernant l'absence de suppression de la dualité de compétences.

On peut tout d'abord relever le risque, que pour un même manquement, dans une même affaire, le professionnel et le non-professionnel n'étant pas envoyé devant la même juridiction, la solution donnée par le juge soit différente. Le conseil constitutionnel avait rappelé que les décisions en cause concernaient principalement des litiges de droit privé et qu'il importait, dans l'intérêt d'une bonne administration de la justice, d'éviter ou de supprimer les divergences qui pourraient apparaître dans l'application ou l'interprétation des décisions en cause. Le rapporteur de la Commission des finances au Sénat avait, à cet effet, proposé un amendement visant à établir, au profit du juge judiciaire, un bloc de compétence regroupant l'ensemble des recours contre les sanctions infligées par l'AMF. Mais l'appel du Sénat et du conseil constitutionnel n'a pas été entendu par le législateur pour l'instant.

D'autre part, un autre regret peut être formulé. En effet, les personnes dont le recours s'effectue devant le Conseil d'Etat, c'est à dire les professionnels, ne bénéficient pas d'un double degré de juridiction alors même qu'ils sont exposés à de lourdes sanctions.

Le principe de non bis in idem sera également applicable eu sein des Etats membres de l'Union européenne pour autant qu'un jugement définitif ait été prononcé. C'est ici que le bât blesse car tant que le jugement ne sera pas définitif, d'autres procédures pourront être ouvertes dans d'autres pays. Cependant, dès qu'une des décisions aura un caractère définitif, il pourra être interjeté appel de toutes les autres décisions dans l'objectif de les soumettre au principe du non bis in idem et, par la suite, de les annuler. La doctrine estime, à raison, que l'issue de cette faille réside dans la suppression de cette condition relative au caractère définitif de la sanction.

Il aurait donc été plus juste et cohérent de donner compétence exclusive au juge judiciaire.

## **B. Le problème de cumul de sanction et le principe « proportionnalité »**

*L'article L621-16 C. mon. Fin* prévoit qu'en cas d'amende pécuniaire prononcée par l'AMF, elle s'impute sur l'amende pénale en cas de condamnation pénale. Cela permet de garantir le principe de la proportionnalité des peines. Il faut que l'amende prononcée par l'AMF soit définitive et que le juge pénal le précise dans sa condamnation.

La saisine du Conseil constitutionnel qui a jugé cette disposition conforme à la Constitution. S'agissant, en premier lieu, de l'atteinte au principe de la séparation des pouvoirs, le Conseil constitutionnel a considéré que le principe de proportionnalité impliquait qu'en cas de double procédure administrative et pénale, le montant global des sanctions éventuellement prononcées n'excède pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues et qu'il appartient aux autorités judiciaires

et administratives de veiller au respect de cette exigence<sup>127</sup>. « Le principe de proportionnalité implique, qu'en tout état de cause, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues »<sup>128</sup>.

La jurisprudence française a mis en œuvre ce principe de proportionnalité dans un jugement du Tribunal correctionnel de Paris qui a dispensé de peine l'auteur d'un délit d'initié au motif que la Commission des opérations de bourse lui avait déjà infligé la sanction pécuniaire maximale de 10 millions de francs pour manquement au règlement n° 90-08<sup>129</sup>. La décision n° 89-260 du 28 juillet 1989 par rapport au principe de la proportionnalité de peine, est susceptible de s'appliquer sans difficulté dans le cas où la C.O.B, se prononçant la première, fixe l'amende à un montant inférieur au plafond légal. Sur de nouvelles poursuites, le juge répressif pourra, lui aussi, prononcer une amende. Mais si la C.O.B condamne, pour manquement à son règlement, à une amende qui atteint un plafond de 10 000 000 francs, le juge répressif ne peut que prononcer une décision de culpabilité du prévenu, assortie d'une dispense de peine<sup>130</sup>.

L'article 621-16 de Code monétaire et financier « lorsque la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction

<sup>127</sup> DUCOULOUX-FAVARD C., op. cit. p. 59 et s; décision n° 89-260 du 28 juillet 1989 relative à la loi du 2 août 1989, p. 9676; RFDA, 1989, P. 671, note GENEVOIS B.; VERON M., op. cit. p. 264 et s.

<sup>128</sup> Décision n° 89-260 DC, 28 juillet 1989: J.o. 1<sup>e</sup> août 1989, p. 9676; décision n° 89-260 DC, 28 juillet 1989 et commentaire de Bruno Genevois, Revue française de droit administratif, p. 671; Revue de droit bancaire et de la bourse, art. préc., p. 96 et s; COSTANTINI P., op. cit. p. 99 et s; Revue de droit bancaire et de la bourse n° 61, mai-juin 1997, DE VAUPLAN H., SIMART O., art. préc., p. 85 et s; La C.O.B, ROBERT M.-C., p. 38 et s; Revue de droit bancaire et de la bourse n° 39, septembre-octobre 1993, *Le pouvoir de sanction administrative conféré à la loi du 2 août 1989*, Bilan des premières décisions, BORDE D., PONCELLET A., p. 217 et s.

<sup>129</sup> T. Corr. Paris, 3 décembre 1993: Petites affiches, 19 janvier 1994, note DUCOULOUX-FAVARD C., RJDA, 1994, n° 1152; DUCOULOUX-FAVARD C., RONTCHEVSKY N., op. cit. p. 60 et s.

<sup>130</sup> VERON M., op. cit. p. 264 et s; Gaz. Pal. 1994, 1, 277, conclu. JOBARD (Y.); DUCOULOUX-FAVARD C., op. cit. p. 59 et s.

*pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce». C'est la raison pour laquelle la double incrimination du délit d'initié devrait être supprimée. Donc, le risque de cumul de poursuites et de sanctions disparaîtrait<sup>131</sup>.*

## **Conclusion**

Ce travail a permis d'établir un cadre précis de la législation actuellement en vigueur relative au délit et manquement d'initié. Bien que provenant d'une directive européenne d'harmonisation complète, certaines disparités existent encore entre les législations nationales mais également au sein de la France.

L'utilisation d'une information privilégiée est présumée mais elle cette présomption se doit d'être irréfragable pour ne pas aller à l'encontre de la présomption d'innocence et des droits de la défense.

Il fut également préciser que deux types de sanctions existent en la matière. De par cette dualité, administrative et pénale, nous avons vu que les projets de loi et le rapport Coulon l'objet de controverses quant à la possibilité d'un tel cumul. Le principe de non bis in idem ne pouvant être transgressé, la jurisprudence européenne à confirmé son respect dans l'un de ses arrêts. En effet, la Cour estime que le principe ne sera pas violé pour autant qu'il s'agisse de faits différents ayant constitués manquement administrative d'une part et délit pénale d'autre part.

Suite aux nombreuses avancées technologiques, les marchés financiers ont beaucoup évolué ces dernières années. La complexité accrue des produits financiers et l'informatisation des procédures de transferts ont eu un impact important sur ceux-ci. C'est pourquoi, le système juridique a du être modifié et étendu afin de pouvoir couvrir les nouveautés instaurées par les financiers.

<sup>131</sup> Article L. 465-1 et 465-2; Article 621-16 du Code monétaire et financier et Article 17 de décret n° 2003-1109 du 21 novembre 2003; JACQUES-HENRI ROBERT, art. préc. op. cit. p. 455 et s, VERON M., op. cit. p. 265 et s; Petites affiches, 28 mars 2002, n° 63, RONTCHEVS N., p. 24 et s.

Cependant, l'accès aux informations (ayant un impact sur la décision d'investissement) reste toujours l'une des sources majeures d'inefficience des marchés et est, par ailleurs, l'une des plus difficiles à gérer. Chaque jour, des milliards de transactions financières sont exécutées au sein des divers marchés financiers mondiaux et seulement quelques poursuites pour abus de marché sont intentées. C'est donc dans un climat d'évolution et changements constants que le système légal financier doit évoluer afin d'être compatible avec ces avancées technologiques mais également afin d'intensifier la répression en matière de délit d'initié. Au même temps, on a vu que cet évolution vas amener à cote ses effets d'une risque américanisation du droit.

Mis à part quelques difficultés rencontrées dans l'interprétation de certaines dispositions nationales, l'on peut conclure qu'il est nécessaire de continuer à œuvrer pour une plus grande intégrité des marchés au niveau législatif. Ceci dans l'objectif d'aboutir effectivement à un marché transparent et loyal dans lequel les investisseurs seraient tous sur un pied d'égalité. Il s'agit d'un objectif, certes très théorique et difficile à atteindre, mais dont il convient de se rapprocher au maximum dans l'avenir de systèmes financiers français.

## **Bibliographie**

### **§1. Dictionnaires et Encyclopedies**

-Encyclopédie philosophique universelle II Les notions philosophiques, tome 1, Presses universitaires de France 3e édition 2002 p.1297

-Vocabulaire juridique, G. Cornu, PUF, 8e éd., 2007, coll. « Quadrige »

-Le Grand Larousse universel, tome 8, 1997, p. 5586

-Le Grand Larousse de la langue française, 1996

-Le Grand Robert de la langue française, version électronique

-Le Petit Robert

### **§1. LEGISLATION**

#### **Européenne**

- Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950, approuvé par la loi du 13 mai 1955, article 6, § 2, M.B., 19 août 1955.

- Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne, art. 288, J.O.U.E., C 83 du 30 mars 2010, p. 47.

- Dir. (CE) 2004/72 de la Commission du 29 avril 2004 portant modalité d'application de la directive 2003/6/CE (abus de marché), J.O.U.E., L. 162, 30 avril 2004, p. 70.

- Dir. (CE) 2003/125 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, J.O.U.E., L. 339, du 24 décembre 2003, p. 73.

- Dir. (CE) 2003/124 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, J.O.U.E., L. 339, du 24 décembre 2003, p. 70.

- Dir. (CE) 2003/6 du Parlement et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marchés), J.O.U.E., L. 96, du 12 avril 2003, p. 16.

- Dir. (CEE) 89/852 du Conseil du 23 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, J.O.U.E., C 240, 28 août 2001, p. 265.

- Dir. (CEE) 77/91 du Conseil, du 13 décembre 1976, tendant à coordonner pour les rendre équivalentes les garanties qui sont exigées dans les États membres des sociétés au sens de l'article 58 deuxième alinéa du traité, en vue de la protection des intérêts tant des associés que des tiers, en ce qui concerne la constitution de la société anonyme ainsi que le maintien et les modifications de son capital, J.O.U.E., L. 26, du 31 janvier 1977, p. 1.

- Règl. (CE) n° 2003/2273 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 les dérogations prévues pour les programmes de rachat et la stabilisation d'instruments financiers, J.O.U.E., L. 336, du 23 décembre 2003, p. 33.

- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), J.O.U.E., n° 240 E, 28 août 2001, pp. 265-271.

- CESR/09.219, "Market Abuse Directive, Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of Directive to the market", 15 mai 2009.

- CESR/06-562b, "Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market", July 2007.

- CESR/02-089d, « CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive », décembre 2002.

- CESR/04.505b, "Market Abuse Directive, Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive", July 2007.

- Position du Parlement européen arrêtée en première lecture le 14 mars 2002 en vue de l'adoption de la directive 2002/.../CE du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), J.O.U.E., C 47, du 27 février 2003, p. E/511.

- Communication de la Commission du 11 mai 1999, « Mise en œuvre du cadre d'actions pour les services financiers: plan d'action », non publiée au Journal officiel.

- Conseil européen de Stockholm du 23 et 24 mars 2001, conclusions de la présidence.

### **Nationale**

- Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, Instituant une Commission des

Opérations de bourse.

- Loi n° 96-597 du 2 juillet 1996, loi de Modernisation des activités financières.

- Ordonnance n° 2000-1223 du 14 décembre 2000, promulgation du Code monétaire et financier.

- Loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 sur la Sécurité quotidienne.

- Loi n° 2003-706 du 1<sup>e</sup> Août 2003, de Sécurité financière créée l'Autorité des marchés financiers.

- Code Pénal, Deuxième Edition, Textes à jour au 1<sup>e</sup> novembre 1986, 1987, LITEC.

- Code de Commerce, éd., Dalloz, 2012.

- Code de Procédure Pénal, Dalloz, 2012.

- Code Monétaire et Financier, éd., Dalloz, 2012.

- Code des Sociétés, éd., Dalloz, 2010

- Règlement de l'AMF.

## §2. Doctrine

### Ouvrages

- AMBROISE-CASTEROT (M.-L.), *Droit pénal spécial et des affaires*, 2<sup>e</sup> éd., 2010, Gualino.

- AUBRY et RAU, *Droit civil français*, éd. 7, t. II, Librairies techniques, 1961

- AUBY (J.M.) DUCOS-ADER(R.), *Le droit de l'information*, 1982, n° 1, Dalloz

- BERGERÈS (M.-C.), DUPRAT (P.), *Les infractions boursières*, 1<sup>e</sup> éd 1996.

- BONNEAU (T.), DRUMMOND (F.), *Droit des marchés financiers*, 12<sup>e</sup> éd 2002.

- BOULOC (B.), MATSOPOULOU (H.), *Droit pénal général et procédure pénale*, 18<sup>e</sup> éd. 2011.

- CONTE (P), *Droit pénal spécial*, 3<sup>e</sup> éd., 2007, N° 555, Litec

- DAVID (M.), Diffusion de fausses informations, manipulation de cours, Paris 1996.
- DE VAUPLANS (H.), BONNET (J. P.), Droit des marches financières, LITEC, Paris, 1998.
- DUCOULOUX-FAVARD (C.), RONTCHEVSKY (N.), Infractions boursières « Délits boursiers- Manquements administratifs », 1997.
- COMPIN (F.), Le pouvoir du droit face à la désinformation financière, Jets d'Encre, 2009
- GARCON (E.), *Code pénal annoté*, par M. Rousselet, M. Patin, M. Ancel, Sirey, 1956, art. 379, N° 295
- GIUDIELLI-DELAGE (G.), Droit pénal des affaires, 6 e éd, 2006.
- HSS-FALLON (B.), SIMON (A.-M.), *Droit des affaires*, 16 e éd, 2005.
- JEANDIDIER (W.), *Droit pénal des affaires*, 6e éd., 2005, Dalloz
- LEHMANN (P.-J.), Bourse et marchés financiers, 2002.
- LARGUIER (J.), CONTE (P) *La procédure pénale*, 22e éd. 2010, Dalloz.
- MALABAT (V.), *Droit pénal spécial*, 3e éd., 2001, HyperCours.
- PRADEL (J.), *Procédure pénale*, Cujas, 16 e éd. 2011.
- PRADEL (J.), *Droit pénale général*, Cujas, 18e éd. 2011.
- PRADEL (J.), DANTI-JUAN (M.), *Droit pénal spécial : Droit commun – Droit des affaires*, 5e éd., 2010, Cujas
- RASSAT (M.-L.), *Droit pénal spécial*, 6e éd., 2001, Dalloz.
- PAVKOVIC (D.), *Le délit d'initié en droit comparé : Europe, Etats-Unis et Japon*, ANRT, Thèse doctorat, Nice, juillet 2000,

- VERON (M.), *Droit pénal spécial*, 14e éd., 2012, Sirey université.
- REAHINSKY (C.), *L'essentiel de la procédure pénale*, 2003.
- REAHINSKY (C.), *Procédure pénale*, 6 e éd. 2004.
- RENUCCI (J.-F.), *Le délit d'initié*, 1 e éd. juillet 1995, Que sais je ?
- ROBERT (M.-C.), LABBOZ (B.), *La Commission des opérations de bourse*, 1e éd: octobre 1991
- VÉRON (M.), *Droit pénal des affaires*, 10 e éd. 2013

### **Articles & Etudes & Thèse**

- APOSTOLOVA (N.), « Codes de bonne conduite et responsabilité dans le droit des marchés financiers », *Mémoire, D.E.A. DROIT DES AFFAIRES UNIVERSITE ROBERT SCUMANN, PROMOTION 2003/2004.*
- ANIVET (G.), *La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales*, RJDA 5/96, p.423 et s.
- BOURGEOIS (M.), « *La protection juridique de l'information confidentielle économique* », *Etude de Droit Québécois et Français*, Paris, *Revue Internationale de Droit Comparé*, 1988
- Couret (A.), « *Interrogations autour de la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire* », *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, mai 1997, p.391.
- Couret (A.), « *Interrogations autour de la réparation du préjudice individuel de l'actionnaire* », *Revue de jurisprudence de droit des affaires*, mai 1997, p.391.

- COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE, « *L'utilisation des informations détenues par les analystes financiers* », Bulletin COB n°350, octobre 2000, p. 40.

- Conac (P-H.), « *Le pouvoir de transaction de la Securities and Exchange Commission (SEC)* », février 2005, n°2, p.99

- DETRAZ (S.), OLLARD (R.), SAINT-PAU (J.C.), « *Contre l'incrimination du vol d'information* », in La réforme du Code pénal et du Code de procédure pénale, Opinio doctorum, D, 2009

- DEFAINS (B) et STASIAK (F)., « *Organisation des dispositifs de la lutte contre la criminalité économique et financière en Europe* », Mission de recherche Droit & Justice - <http://www.gip-recherche-justice.fr>, décembre 2001, pp. 2 et 3

- de Vauplane (H.)& Simart (O.), « *Délits boursiers : propositions de réforme* », Revue de droit bancaire et de la bourse, mai-juin 1997, n°61, p.85.

- de Vauplane (H.) & Simart (O.), « *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA* », Revue de droit bancaire et financier, juillet-août 1996, n°56, p.158.

- de Vauplane (H.), « *Protection nationale de l'épargne et concurrence entre places boursières* », mai-juin 1995, p.36

- de Vauplane (H.), « *Projet de mise en place d'un pouvoir transactionnel de l'AMF* », Revue de droit bancaire, avril 2005, n°668, p.86.

- Dompé (M-N.), « *La situation en France* », 1994, n°spécial, Contrôle des marchés et protection de l'épargne – L'information financière en France

- Daigre (J-J.)&. Conac (P-H), « *AMF et transaction* », novembre-décembre 2004, n°6, p.389.

- Huyghé (Y.) de Mahenge, « L'indemnisation des actionnaires victimes de délits boursiers », Revue de droit bancaire et financier mars-avril 2002, n°2, p.107.

- « Faut-il accorder à l'AMF le pouvoir de transiger ? », coll. organisé par l'AEDBF, 8 février 2005

- Freyria (C.), « Les aspects répressifs de la réglementation boursière actuelle », Revue de droit bancaire, juillet-août, 1988, n°8, p.113.

- GAILLARSPINGEL, « Les opérations d'initiales dans la Communauté économique européenne », Rev. Trim. Dr. Europ., avril-juin 1990

- GUINCHARD (S.), « Une class action à la française », Recueil Dalloz, 2005, p.2180

- GUÉRIN (M.C.), « La protection pénale de l'information financière », *Dr. pén.* 2008 Étude n° 20

- Guyon (Y.), « Faut-il des associations d'actionnaires et d'investisseurs », Revue des Sociétés, avril-juin 1995, n°2, p.215.

- JACOBET de NOMBEL(C.) « *Le recel de l'information* », Droit pénal n° 9, sept. 2008, étude 21-

- Le Bars (B.), « Introduction en droit français d'une procédure d'action collective : quand la régulation se fait judiciaire », 2005, p.811, §187

- Le Nabasque (H.), « Commentaire des principales dispositions de la loi n°2003-706 du 1er août 2003 sur la sécurité financière intéressant le droit des sociétés », août 2003, n°8-9, p.859

- Lipskier (M.), « Les entreprises peuvent-elles profiter de l'introduction des « class action » en droit français ? », JCP éd. G., 2005, p.746

- Magnier (V.), « La class action, un remède efficace ? », JCP éd. G. 2005, n°5, p.53

- Magnier (V.), « L'opportunité d'une « class action » en droit des sociétés », Recueil Dalloz ; 2004, n°8, p.554

- MALABAT (V.) « Variations sur la dématérialisation de l'abus de confiance », RPDP mars 2005

- X., « Organisation des dispositifs de la lutte contre la criminalité économique et financière en Europe », Mission de recherche Droit & Justice - <http://www.gip-recherche-justice.fr>, décembre 2001, pp. 2 et 3.

- PONS-HENRY (J.P.), « Opération d'inities : puisque le manquement se délite, supprimons le délit », Bull. Joly Bourse, mars 2011, n°3, p.212.

- RONTCHEVSKY (N.) « Droit pénal boursier », Gazette du Palais, mars 2002, n°71, p.15.

- RONTCHEVSKY (N.), « les sanctions administratives : régime et recours », Bull. Joly Bourse, janvier 2004 n°1. p.1

- RONTCHEVSKY (N.), « La responsabilité pénale », Bull. Joly Bourse, mai 2007, n°3, p.335

- STASIAK (F.), « L'utilisations d'une information privilégiée par un initié primaire », RDSC 2010, p.156

- STASIAK (F.), « La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 dite de modernisation de l'économie », RSC 2009. 122.

- Serra (Y.), « L'évolution du droit pénal des sociétés dans le cadre de la mission de la Commission des opérations de bourse », Recueil Dalloz, 1974, chron., p.9

- Schmidt (D.), « Le droit boursier en mouvement », Revue de jurisprudence commerciale, n°spécial, nov. 2003, p/118

- Schmidt (D.), « Les délits boursiers », Revue de jurisprudence commerciale, novembre 2001, p.7.

### **§3. JURISPRUDENCE**

#### ***Cour européenne des droits de l'homme***

- Cour eur. D.H., arrêt SERGUEÏ ZOLOTOUKHINE c. RUSSIE du 10 février 2009, point 83, Hudoc., 2009, p. 871.

- Cour eur. D.H., arrêt GÖKTAN c. FRANCE du 2 juillet 2002, §§ 39 et 50, Rec. des arrêts et décisions, 2002-V, 33402/96.

- Cour eur. D.H., arrêt FRANZ FISCHER c. AUTRICHE du 29 mai 2001, Hudoc, 37950/97.

- Cour eur. D.H., arrêt GRADINGER c. AUTRICHE du 23 octobre 1995, Hudoc A- 328C, 15963/90.

- Cour eur. D.H., arrêt SOROS c. France du 6 octobre 2011, Hudoc, 50425/06

#### ***Cour de Justice de l'Union européenne***

- C.J.U.E. (3e ch.), 23 décembre 2009 (SPECTOR PHOTO GROUP EN VAN RAEMDONCK c. C.B.F.A.), n° C-45/08, Dr. banc. fin., 2010, liv. 6, p. 386.

- C.J.U.E. (3e ch.), 23 décembre 2009 (SPECTOR PHOTO GROUP EN VAN RAEMDONCK c. C.B.F.A.), n° C-45/08, Dr. banc. fin., 2010, liv. 6, p. 386, concl. avocat gén. J. KOKOTT.

- C.J.U.E (3e ch.), 10 mai 2007, (YPOURGOS OIKONOMIKON & CONSORTS c. CHARILAOS GEORGAKIS), C-391/04, J.O.U.E., C 140/2.

- C.J.U.E., 22 novembre 2005 (KNUD GRØNGAARD ET ALLAN BANG c. COMMISSION), C-384/02, Rec. C.J.U.E., 2005, p. I-09929.

- C.J.U.E., 10 avril 1984 (VON COLSON et KAMANN c. NORDRHEIN-WESTFALEN), aff. 14/83, Rec. C.J.U.E, p. 1909 ; Cass., 2 décembre 1996, R.C.J.B., 1988, p. 187.

### **Cours, tribunaux nationaux et autorités et notes**

- BOULOC (B.), *note sous Cour de cassation (crime.)*, 26 octobre 1995, Revue Société (2) AVR.-JUIN 1996, p. 326 et s.

- BORDE (D.), PONCELET (A.), *Le pouvoir de sanction administrative conféré à la cob par la loi du 2 Août 1989*, Revue de droit bancaire et de la bourse, n° 39, septembre/octobre 1993, p. 217 et s.

- GARRIGUES (B.), DEZEUZE (E.), RONTCHEVSKY (N.) « In-fractions financières (délits financiers, sanctions administratives et disciplinaires, sanctions civiles) », par Revue trimestrielle de droit financier 2010, n°4, p.138-149

- T. corr. Paris, 12 septembre 2006, n°0018992026, BJS, janvier 2007, n°1, p.119, note J-F.

Barbièri ; BJB, janvier 2007, n°1, p.37, note E. Dezeuze ; D. 2006, n°36, p.2522, note D. Schmidt

- Cass. crim., 8 mars 2006, BJS, août 2006, n°8, p.1041

- Cass. com., 22 novembre 2005, n°03-20600, Banque & Droit, n°105, janvier-février 2006, obs. H. de Vauplane & F. Peltier ; RJDA, mars 2006, n°294, p.267

- CA Colmar, 1ère ch. Civ. 14 octobre 2003, n°01-3432, RJDA, 2004, n°582, p.535 ; Droit &

Patrimoine, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; BJB, juillet 2004, n°4, p.466, obs. G. Dolidon ; PA, 28 avril 2004, n°85, p.3, obs. F. Leplat

- CA Paris, 26 septembre 2003, BJB, janvier 2004, n°1, p.43, obs. E. Dezeuze ; BJS, janvier

2004, n°1, p.84, obs. J-J. Daigre ; JCP E, 6 mai 2004, n°19, 695, obs. G. Vries ; Droit &

Patrimoine, novembre 2004, n°131, obs. Poracchia ; RJDA, février 2004, n°181, p.160 ;

Banque & Droit, janvier-février 2004, n°93, p.33

- Cass. com., 20 mai 2003, Bull. civ. IV, n°84 ; BJS, 2003, §167, p.786, note H. Le

Nabasque ; D. aff., 2003, p.1502, obs. A. Lienhard ; RTD com., 2003, p.523, obs. J-P.

Chazal & Y. Reinhard ; Rev. Société, 2003, p.479, note J-F. Barbieri

- CA Paris, 1ère ch., sect. H, 1er avril 2003, Gaume c. COB, BJS, 2003, §61, p.427, note C.

Ducouloux-Favard, 2e esp., spéc. P.435 ; Cass. com., 31 mars 2004, n°03-14991, Dr. Soc.,

2004, comm. 131, note T. Bonneau ; BJS, 2004, §197, note G. Auze-ro ; D. 2004, p.1961,

note D. Caramelli ; RTD com., 2004, n°3, p.564, obs. N. Rontchevsky

- Cass. crim., 19 février 2003, Dr. pén., 2003, n°87, obs. J-H Robert

- Cass. crim., 19 février 2003, Dr. pén., 2003, n°87, obs. J-H Robert

- Cass. crim., 11 décembre 2002, Bull. crim., n°224, BJB, 2003, p.149, §23, note F. Stasiak ;

BJS, 2003, p.437, §87, note E. Dezeuze

- Cass. Ass. Plén., 14 décembre 2001, Bull. civ., Ass. Plén. n°17 ; BJS, 2001, p.394, §84,

note J-F. Barbieri ; JCP E, 2002, II, 10026, p.345, note M. Billiau

- Cass. crim., 13 décembre 2000, deux arrêts, D. 2001, p.926, obs. M. Boizard ; JCP E,

2001, p.1138, obs. J-H. Robert ; BJS, 2001, p.497, §124, p.498, §125, p.499, §126, note JF. Barbiéri

- Cass. crim., 29 novembre 2000, n°99-80324, Bull. crim., n°359, BJS, avril 2001, n°4,

p.407, note J-D. Belot & E. Dezeuze78

- TGI Paris, 11e ch., 17 décembre 1997, Piette et autres c/ Comptoir des Entrepreneurs, BJS,

mai 1998, n°5, p.485, note N. Rontchevsky

- Cass. crim., 15 mai 1997, D. a ., 1997, p.924

- Cass. com., 18 février 1997, BJS, 1997, p.408, §173, note J-J. Daigre ; BRDA, mai 1997, p.5

- CA Paris, 18 décembre 1995, Banque & Droit, juillet-août 1996, n°48, p.35, obs. H. de

Vauplane & F. Peltier ; JCP E, 1996, I, pan. 482

- TGI Paris, 10 juin 1994, PA, 7 décembre 1994, n°146

- Cass. crim. 15 mars 1993, Banque & Droit, novembre-décembre 1993, n°32, p.22 ; BJB,

juillet 1993, n°4, p.365, note M. Jeantin

- CA Paris, 9e ch., 15 janvier 1992, Banque & Droit, novembre-décembre 1993, n°32, p.22, obs. F. Peltier ; Gaz. Pal., 22-23 avril 1992, obs. J-P. Marchi ; Rev. sociétés, septembre

1992, obs. H. Hovasse

- BOULOC (B.), *note sous Cour de cassation (crime.)*, 15 mai 1997, Revue Société (2) Janvier Mars 1998, p. 135 et s.

- Cour d'appel de Paris, 15 mai 2008, MM. Michel BEILIN, Yves ROY et Jacques TORDJMAN (arrêt n° 42)

- Cour d'appel de Paris, 7 octobre 2008, Mme Marie-Josée LE COADOU et MM. Christian LE COADOU, Joseph SARRAT (arrêt n° 47)

- Cour d'appel de Paris, 26 novembre 2008, sociétés FEROX CAPITAL MANAGEMENT

LIMITED, GLG PARTNERS LP et MEDITOR CAPITAL MANAGEMENT (arrêt n° 49)

- Cour d'appel de Paris 10 décembre 2008, M. Thierry BOUTIN (arrêt n° 50)

- AMF, 4 décembre 2008, société MAUREL ET PROM, MM. Frédéric BOULET et Jean-François HENIN (décision n° 31)

- AMF, 16 janvier 2008, sociétés INFOGRAMMES ENTERTAINMENT et NATEXIS BLEICHROEDER, aux droits de laquelle vient la société NATIXIS SECURITIES ainsi que de M. X (décision n° 1)

- AMF, 28 février 2008, sociétés PROLOGUE SOFTWARE, S&W ASSOCIES, ERNST & YOUNG AUDIT, EUROLAND FINANCE et MM. Vincent YOUNG, François SOREL, Christian LEONETTI, Thierry BOUTIN, Jacques ROUVROY, Eric ROUVROY, Marc FIORENTINO, Laurent PFEIFFER (décision n° 5)

- Cour d'appel de Paris, 26 novembre 2008, sociétés FEROX CAPITAL MANAGEMENT LIMITED, GLG PARTNERS LP et MEDITOR CAPITAL MANAGEMENT (arrêt n° 49)

- AMF, 4 décembre 2008, Mme W et MM. X, Y, et Z (décision n° 32)

- AMF, 10 avril 2008, M. A (décision n° 8)

- AMF, 19 juin 2008, MM. A, B, C, D, E (décision n° 13)

- AMF, 26 juin 2008, M. Jean-Sébastien BESLAY (décision n° 15)

SITE WEB

[http://europa.eu/legislation\\_summaries/internal\\_market/single\\_market\\_services/financial\\_services\\_transactions\\_in\\_securities/12035\\_fr.html](http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/single_market_services/financial_services_transactions_in_securities/12035_fr.html); Hudoc: <http://www.echr.coe.int/ECHR/EN/hudoc> ; <http://www.Bourse-de-Paris.fr>; <http://www.gazette-du-palais.com>-

<http://www.petiteaffiches.com>; <http://www.dalloz.fr>; <http://www.amf-france.org>-

<http://www.lgifrance.gouv.fr>-<http://www.conseil-constitutionnel.fr>