

LA RÉNOVATION DES INFRACTIONS D'INITIÉS



**NICOLAS
RONTCHEVSKY**

Agrégé
des Facultés
de droit

Centre de droit
des affaires

Professeur
à l'Université
de Strasbourg

La loi du 21 juin 2016 modifie en profondeur la répression des abus de marché et en particulier des infractions d'initiés dont la dualité (délits et manquements) subsiste. Surveiller, prévenir mais aussi et surtout punir davantage.

Ces objectifs de la loi apparaissent dans la rénovation des infractions d'initiés: extension de leur champ d'application, redéfinition des incriminations et aggravation des sanctions pénales, qui conduit à rattacher à certains égards la matière à la grande criminalité.

1. Trois ans après la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de régulation bancaire et financière¹, le droit français des abus de marché est à nouveau modifié, et cette fois en profondeur, par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché². Le nouveau dispositif tient compte notamment des exigences de la directive et du règlement européens du 16 avril 2014 relatifs aux abus de marché (Règlement UE n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché – MAR³ – et Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché – MAD⁴) imposant d'aggraver la répression dans ce

domaine de plus en plus sensible. Surveiller, prévenir mais aussi et surtout punir davantage, même au-delà des exigences du droit de l'Union européenne. Tels sont les objectifs de notre nouveau droit.

2. S'agissant des infractions d'initiés, c'est bien cet esprit qui préside très clairement aux nombreuses innovations de la loi du 21 juin 2016, dont l'ensemble constitue une réforme de grande ampleur. Les professionnels de la finance et les praticiens du droit financier doivent la maîtriser, pour ne pas tomber sous le coup de très lourdes sanctions. Si la répression est rationalisée par le mécanisme de l'aiguillage, excluant désormais le cumul de poursuites pénales et administratives pour les mêmes faits⁵, la dualité d'infractions subsiste pour les opérations d'initiés et les incriminations pénales prévues par le Code monétaire et financier sont redéfinies et élargies. On mesurera mieux la portée de la rénovation des infractions, dans le sens d'une nette aggravation de la répression, en soulignant que celle-ci apparaît à trois points de vue : l'extension du champ d'application des opérations d'initiés (I.), la redéfinition des incriminations (II.) et l'aggravation des sanctions, et en particulier des sanctions pénales (III.).

I. EXTENSION DU CHAMP D'APPLICATION DES OPÉRATIONS D'INITIÉS

3. Conformément à la directive MAD, les délits prévus par les articles L. 465-1 à L. 465-3-3 du Code monétaire et financier s'appliquent désormais, en vertu du nouvel article L. 465-3-4 du Code monétaire et financier, aux instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé (Euronext), sur un système multilatéral de négociation organisé (Alternext) ou non (Marché libre), aux produits dérivés, mais aussi aux quotas d'émission de gaz à effet de serre, aux contrats au comptant sur matières premières (hors produits énergétiques

1. Cf. notamment Th. Bonneau, « Séparation et régulation des activités bancaires », Commentaire des titres 1, 4, 5 et 8 de la loi du 26 juillet 2013, JCP E 2013, 1483; RTD com. 2013, p. 769, obs. M. Storck et N. Rontchevsky.

2. Cf. notamment E. Dezeuze, « La refonte de la répression des abus de marché », JCP 2016, 846; Th. Bonneau, « La réforme du système de répression des abus de marché », JCP E 2016, 1412; J. Chacornac, J.-J. Daigre et A.-C. Rouaud, Dossier, Banque et Droit juillet-août 2016, p. 26; P. Pailler, « Réforme de la répression des abus de marché », RD bancaire et fin. 2016, n° 217.

3. Règlement (UE) 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission.

4. Directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus

de marché, JOUE L 173/179 du 12 juin 2014.

5. Cf. nouvel article L. 465-3-6 du Code monétaire et financier.

de gros), lorsque l'opération est susceptible d'avoir un effet sur le cours ou la valeur d'un instrument financier et aux marchés (qu'ils soient ou non réglementés ou organisés) sur lesquels ces quotas sont négociés. Les délits concernent donc les marchés réglementés, les marchés organisés, les systèmes multilatéraux de négociation et les marchés de quotas d'émission de CO₂ et les instruments qui y sont négociés et à partir du 3 janvier 2018 les instruments admis aux négociations sur toute plateforme de négociation (par exemple systèmes organisés de négociation OTF (*Organized Trading Facilities*), permettant d'organiser la négociation d'instruments financiers autres que des actions en autorisant son gestionnaire à dénouer les transactions de façon discrétionnaire et à intervenir pour compte propre dans certains cas en vue de favoriser le bon fonctionnement du marché).

4. Certaines opérations sont cependant exclues du domaine des délits boursiers, pour des raisons économiques si elles sont réalisées avec toute la transparence requise : les programmes de rachat par les sociétés de leurs propres actions et les mesures de stabilisation, conformément à l'article 5 du règlement du 16 avril 2014, ainsi que les activités se rapportant à la politique monétaire, à la gestion de la dette publique et à la politique climatique, conformément à l'article 6 du même règlement (article L. 465-3-4, III du Code monétaire et financier).

5. L'extension du champ d'application des opérations concerne aussi les manquements relevant du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers (AMF). La nouvelle rédaction de l'article L. 621-14, II et de l'article L. 621-15, c), du Code monétaire et financier a en effet élargi la liste des instruments financiers visés en y ajoutant les quotas carbone et les contrats au comptant sur les matières premières. À l'extension du champ d'application des infractions d'initiés s'ajoute une refonte des incriminations.

II. REFONTE DES INCRIMINATIONS

6. La loi du 21 juin 2016 opère une véritable refonte des délits d'initiés (1.) mais ne modifie guère le contenu des manquements administratifs en la matière (2.).

1. Délits boursiers du Code monétaire et financier

7. Les nouveaux articles L. 465-1 à L. 465-3 nouveaux du Code monétaire et financier ne distinguent pas moins de trois formes de délits d'initié. Le contenu de chacune des incriminations (1.2.) sera examiné après avoir souligné qu'elles s'inscrivent toutes dans un cadre général (1.1.), définissant la notion d'information privilégiée et visant différents initiés.

1.1. Cadre général

8. S'agissant de la notion d'information privilégiée, qui est essentielle et très souvent au cœur des débats en cas de poursuites⁶, les trois formes de délit sanctionnent,

comme cela était déjà le cas, l'utilisation ou la communication d'une telle information. Avant la loi du 21 juin 2016, la loi pénale ne comportait cependant aucune définition de l'information privilégiée et la jurisprudence avait dû combler cette lacune regrettable⁷, même si la Cour européenne des droits de l'Homme n'y avait pas vu une violation du principe de légalité de la répression⁸.

9. Aussi est-il heureux que le paragraphe C du nouvel article L. 465-1 du Code monétaire et financier énonce à présent que, pour tous les délits boursiers incriminés aux articles L. 465-1 à L. 465-3-5 du même code, la notion d'information privilégiée doit être entendue au sens de l'article 7 du règlement MAR, entré en vigueur le 3 juillet 2016. La loi française doit ainsi être combinée avec le règlement européen. Cette technique du renvoi au texte européen peut prêter à discussion pour une incrimination pénale, même si elle n'est pas incompatible avec le principe de la légalité criminelle⁹. Elle présente ici l'avantage de réaliser une unification des définitions au plan pénal et au plan des manquements administratifs. Quoiqu'il en soit, il ressort de ce texte qu'il renferme une définition générale de l'information privilégiée, complétée par des définitions particulières pour les instruments dérivés sur matières premières, pour les quotas d'émission ou les produits mis aux enchères basés sur ces derniers et pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers.

10. S'agissant de la définition générale, une information privilégiée doit présenter les caractères suivants : précise, non publique – autrement dit confidentielle –, concernant, « directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, 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 ». Le texte est muet quant au caractère non public de l'information, mais non quant à sa précision et à son caractère sensible.

11. En premier lieu, l'information est précise si l'on peut en tirer une conclusion quant à son effet sur le cours des instruments concernés et l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours. Entérinant une décision de la Cour de Justice de l'Union européenne¹⁰, le texte ajoute que, « dans le cas

de l'information relative à la forte probabilité de décalage de la sortie du jeu *Watch Dogs* (caractère précis de l'information, caractère non public de l'information et influence sensible de l'information sur le cours du titre).

7. Cass. crim. 26 juin 1995, n° 93-81646, *Bull. crim.* n° 233, *La Ruche Méridionale*, jugeant que les informations privilégiées doivent précises, confidentielles, de nature à influer sur le cours de la valeur et déterminantes des opérations réalisées et que le caractère privilégié de telles informations ne saurait résulter de l'analyse que peut en 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.

8. Cf. CEDH 6 octobre 2011, *Soros c/ France*, *Rev. sociétés* 2012, p. 180, note H. Matsopoulou, jugeant à une courte majorité de voix, que la définition du délit d'initié résultant de l'ordonnance n° 67-835 du 28 septembre 1967 était suffisamment précise au regard du principe de légalité garanti par l'article 7 de la Convention européenne des droits de l'Homme (« *Pas de peine sans loi* »); *rapp.* pour le rejet d'une question prioritaire de constitutionnalité critiquant l'absence de définition de l'information privilégiée par l'ancien article L. 465-1 du Code monétaire et financier, Cass. crim. 8 juillet 2015, n° 14-84562, *Bull. crim.* n° 181.

9. Cons. constit. 10 novembre 1982, n° 82-145 DC.

10. Cf. CJUE 28 juin 2012 aff. C 19/11, *Daimler*, *Bull. Joly Bourse* 2013, p. 398, note S. Torck, jugeant que les étapes intermédiaires d'un processus étalé dans le temps visant un objectif précis (et pas seulement cet objectif lui-même) peuvent constituer une information

6. Pour une illustration récente en matière de manquement d'initié, cf. AMF, Comm. sanctions, 7 décembre 2016, affaire *Ubisoft*, examinant d'abord le caractère privilégié

d'un processus se déroulant en plusieurs étapes visant à donner lieu à, ou résultant en certaines circonstances ou un certain événement, ces circonstances futures ou cet événement futur peuvent être considérés comme une information précise, tout comme les étapes intermédiaires de ce processus qui ont partie liée au fait de donner lieu à, ou de résulter en de telles circonstances ou un tel événement ». On rappellera que, dans un autre arrêt, du 11 mars 2015¹¹, la Cour de Justice a retenu une interprétation extensive de l'information privilégiée en affirmant qu'il n'est pas nécessaire que le détenteur de l'information soit en mesure de déduire « avec un degré de probabilité suffisant » que la divulgation au public de cette information aura une influence sur le cours d'instruments financiers dans un sens précis, à la hausse ou à la baisse. Cette solution, qui est difficilement compatible avec la référence à un investisseur raisonnable, devrait néanmoins perdurer.

12. En second lieu, l'information est sensible (susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers en question), lorsqu'un investisseur raisonnable serait susceptible de l'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. La loi du 21 juin 2016 redéfinit aussi les différentes catégories d'initiés.

13. S'agissant des personnes susceptibles de commettre les délits d'initiés, on distinguait traditionnellement les initiés primaires (dirigeants), secondaires (personnes ayant eu connaissance de l'information dans le cadre de leur profession ou de leur fonction) et tertiaires (autres initiés) en fonction de leur qualité et de l'origine de l'information qu'ils détenaient. Les peines encourues par les différents initiés n'étaient pas identiques.

14. Les nouveaux textes relatifs aux délits d'initié opèrent une nouvelle classification des initiés, en quatre catégories, qui encourent tous les mêmes peines pour chaque délit : (i) les dirigeants de la société (et plus précisément « le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente ») ; (ii) les personnes « disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle[s] détiennent[en]t une participation » (iii) les personnes « disposant d'une information privilégiée à l'occasion de [leur] profession ou de [leurs] fonctions ou à l'occasion de [leur] participation à la commission d'un crime ou d'un délit » (cette circonstance d'obtention de l'information, reprise de la directive MAD, est nouvelle et ne doit pas être confondue avec l'objet même de l'information privilégiée, qui peut porter sur la commission d'un crime ou délit, comme le prévoyait le dernier alinéa de l'ancien article L. 465-1 du Code monétaire et financier), et enfin (iv) « toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause ».

15. Il convient de relever que les textes ne précisent pas que les dirigeants de l'émetteur doivent disposer

précise (démission d'un dirigeant non encore approuvée par le conseil dans le cadre du changement de direction d'un groupe).

11. Bull. Joly 2015, p. 282, note S. Torck ; adde Cass. com. 27 mai 2015, n° 12-21 361, Bull. Joly 2015, p. 483, note F. Martin Laprade.

d'une information privilégiée, de sorte que, comme avant la loi du 21 juin 2016, ceux-ci sont présumés détenir une information privilégiée, mais peuvent rapporter la preuve contraire¹². Plus généralement, les textes sont muets sur la preuve de la détention de l'information privilégiée qui, selon la jurisprudence, peut être rapportée par la méthode particulière du faisceau d'indices¹³, dès lors que les opérations litigieuses ne peuvent pas s'expliquer autrement que par la détention de l'information privilégiée¹⁴. Cela étant, dans le prolongement de la nouvelle directive Abus de marché (MAD), trois incriminations distinctes sont prévues par les textes issus de la loi du 21 juin 2016.

1.2. Contenu des incriminations

16. Les nouveaux textes punissent le délit d'initié par utilisation d'une information privilégiée, par recommandation d'opération et par communication d'une information privilégiée.

17. En premier lieu, l'article L. 465-1 punit le délit d'initié par utilisation d'une information. Celui-ci consiste à « faire usage de cette information privilégiée en réalisant, pour (soi-même) ou pour autrui, soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées ».

18. Cette rédaction, visant expressément l'annulation ou la modification d'ordres passés par une personne avant la détention de l'information privilégiée, consacre une solution jurisprudentielle : le délit n'est pas commis par une personne ne modifiant pas l'ordre qu'elle avait passé avant d'être initiée, mais qui l'est devenue après avoir passé un ordre¹⁵.

19. La sécurité des opérateurs est aussi renforcée par la reconnaissance d'opérations légitimes, susceptibles d'être réalisées par un initié, qui n'utiliserait pas l'information privilégiée dont il dispose. Le paragraphe B. de l'article L. 465-1 nouveau renvoie ainsi à l'article 9 du règlement MAR du 16 avril 2014 visant cinq hypothèses

12. D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, et M. Françon, Les Abus de marché : manquements administratifs et infractions pénales, LexisNexis 2013, n° 131 ; R. Lorain et N. Mennesson, « Nul n'est présumé initié », Bull. Joly Bourse 2015, n° 4, 112 ; adde, rappelant le caractère simple de la présomption, Cass. crim. 8 juillet 2015, préc. ; AMF, Comm. sanctions, 7 décembre 2016, préc., en matière de manquement d'initié.

13. En matière d'opérations d'initiés, la Commission des opérations de Bourse puis la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, dans de nombreuses décisions (cf. notamment AMF, Comm. sanctions, 29 mars 2007, RD banc. et fin. 2007, n° 168, obs. D. Bompoin ; RTDF n° 3/2007, p. 160, obs. N. R.), ont adopté une méthode de preuve originale en affirmant qu'« à défaut de preuve tangible, la détention et l'utilisation de l'information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices desquels il résulte que seule cette détention peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé ». Cette méthode a été admise par la cour d'appel de Paris (cf. notamment CA Paris 1^{er} avril 2003, Bull. Joly 2003, p. 1054, note J.-J. Daigre ; RTD com. 2003, p. 543, obs. N. R.) puis par la chambre commerciale de la Cour de cassation (cf. Cass. com. 1^{er} juin 2010, RTDF n° 2-2010, p. 137, obs. B. Garrigues ; Rev. sociétés 2010, p. 587, note E. Dezeuze ; Bull. Joly Bourse 2010, p. 298, note D. Schmidt ; RTD com. 2010, p. 578, obs. N. R. ; Cass. com. 28 mai 2013, n° 12-20060 et le Conseil d'État (cf. notamment CE 24 avril 2012, RTDF n° 3-2012, p. 120, 1^{er} esp., obs. N. R.).

14. Cf. AMF, Comm. sanctions, 7 décembre 2016, préc., estimant qu'« il n'est pas établi que les opérations effectuées par M. B les 7 et 10 octobre 2013 ne peuvent s'expliquer que par la détention de l'information privilégiée transmise par son épouse ».

15. CA Paris, 9^e ch., 30 mars 1977, D. 1978 p. 379 ; TGI Paris, 11^e ch. corr., 12 novembre 2010, RTDF n° 4-2011, p. 256, obs. E. Dezeuze ; cf. aussi D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz et M. Françon, op. cit., n° 138.

de comportement légitime de l'initié (cas spécifique des personnes morales dont le représentant à l'opération n'est pas lui-même initié ; cas des teneurs de marché ou contreparties ; cas de la personne agissant pour assurer en toute bonne foi l'exécution d'une obligation exigible, dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion, cas de la personne initiée sur soi-même, utilisant le fait de savoir qu'elle a elle-même décidé d'acquérir ou de céder des instruments financiers ; l'autorité compétente peut cependant toujours rapporter la preuve de l'existence d'une « raison illégitime pour les ordres, transactions ou comportements concernés »).

20. Ces cas, limitativement énumérés, posent cependant en creux une question délicate : celle de savoir s'ils mettent implicitement un terme ou non à la solution jurisprudentielle admettant, de façon plus générale, qu'un initié pouvait réaliser une opération lorsque l'information privilégiée qu'il détenait n'avait pas été déterminante des opérations réalisées¹⁶. Il faut cependant rappeler ici que la Cour de Justice de l'Union européenne a considéré dans son arrêt *Spector* du 23 décembre 2009¹⁷ que la présomption d'utilisation induite de l'information privilégiée pouvait être renversée par la personne poursuivie. Cette solution, dictée par le respect des droits de la défense et de la présomption d'innocence devrait être maintenue¹⁸.

21. En deuxième lieu, le nouvel article L. 465-2 incrimine de manière remarquable une nouvelle forme de délit d'initié, à savoir « la recommandation, fondée sur une information privilégiée, de réaliser d'une opération sur le titre concerné par cette information, ou en l'incitation à la réalisation d'une opération sur le fondement d'une telle information » ; le texte incrimine en outre le fait pour une personne de suivre la recommandation, ou de céder à l'incitation, en ayant conscience que celles-ci sont fondées sur une information privilégiée. Il incrimine encore le fait de communiquer la recommandation ou l'incitation dans les mêmes conditions. Ainsi, conformément aux exigences européennes, la recommandation ou l'incitation à la réalisation d'une opération fondée sur une information privilégiée, qui constituait déjà un manquement punissable par l'AMF, devient un délit boursier.

22. En troisième lieu, l'article L. 465-3 définit le délit d'initié par communication d'une information privilégiée en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions (souvent dénommé délit de « dîner en ville »).

Si les éléments constitutifs de ce délit ne sont pas modifiés, on relèvera que le nouveau texte d'incrimination vise, parmi les cadres normaux de communication de l'information privilégiée, les sondages de marchés avant l'annonce d'une opération (communication d'informations, avant l'annonce d'une transaction afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs éventuels pour celle-ci

et les conditions qui y sont attachées) définis et encadrés par l'article 11 du règlement MAR et par le règlement d'exécution de la Commission (UE) n° 2016-959 du 17 mai 2016¹⁹.

23. Enfin, la loi du 21 juin 2016 incrimine à son tour la tentative pour les différents délits boursiers (cf. les nouveaux articles L. 465-1, II., L. 465-2, IV., L. 465-3, II., L. 465-3-1, III., L. 465-3-2, II. et L. 465-3-3, II. du Code monétaire et financier)²⁰, opérant un alignement de la répression pénale sur la répression administrative (punissant la tentative depuis la loi du 26 juillet 2005). À la différence du contenu des incriminations pénales, celui des manquements administratifs n'est guère modifié.

2. Manquements administratifs

24. La loi du 21 juin 2016 a modifié la rédaction de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier (c) et d) du II de cet article). Elle procède à une adaptation des définitions des abus de marché du règlement MAR, en particulier par référence (à la catégorie générique des manipulations de marché de l'article 12 du règlement, qui inclut les anciennes manipulations de cours, diffusion de fausse information et manipulation d'indice dans les définitions françaises des incriminations), à l'incitation ou à la complicité dans le cadre d'une opération d'initié du 2 de l'article 8 du même règlement, ainsi qu'à la divulgation illicite d'informations privilégiées de l'article 10 du même règlement.

25. Il ressort des travaux parlementaires que cette transposition des textes européens ne devrait pas entraîner d'évolution majeure quant aux opérations ou comportements susceptibles d'être poursuivis par l'AMF, ni quant aux instruments faisant l'objet d'opérations pouvant être poursuivies²¹. Il reste que la Commission des sanctions de l'AMF et les juridictions de recours pourraient tirer des conséquences de la modification littérale de la définition de certains des abus de marché (par exemple, l'ancien manquement par « communication » illicite d'information privilégiée est-il totalement assimilable au manquement par « divulgation » illicite de cette information désormais visé aux articles L. 621-14, II et L. 621-15, III, c) et d) du Code monétaire et financier?). Le souffle répressif de la loi du 21 juin 2016 apparaît enfin aussi et surtout sur le terrain du quantum des sanctions.

III. AGGRAVATION DES SANCTIONS

26. La directive du 16 avril 2014 appelait un alourdissement sensible de la répression pénale boursière en droit

16. Sur l'exigence du caractère déterminant de l'information privilégiée, cf. Cass. crim. 26 juin 1995, préc. ; CA Paris, 9^e ch, 26 octobre 1999, Bull. Joly Bourse 2000, p. 153, note N. Rontchevsky ; CA Paris, 9^e ch., 2 février 2007, Bull. Joly Bourse 2007, p. 200, note E. Dezeuze ; adde D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, avec M. François, *op. cit.*, n° 139-140.

17. Bull. Joly 2010, p. 346, 1^{re} esp., note D. Schmidt ; RS crim. 2010, p. 156, obs. F. Stasiak ; RTD com. 2010, p. 395, 6^e esp., obs. N. Rontchevsky.

18. Cf. aussi en ce sens P. Pailler, art. préc., 1, A.

19. JOUE L 160/23 du 17 juin 2016. Cf. aussi les lignes directrices de l'ESMA du 13 juillet 2016 sur les sondages de marché et le délai de publication des informations privilégiées (https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf). Les orientations de l'Autorité européenne des marchés financiers ont été incorporées dans les pratiques de régulation de l'Autorité des marchés financiers, applicables depuis le 1^{er} février 2017 (cf. Position AMF, Personnes visées par les sondages de marché, DOC-2017-02).

20. La loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires avait pour la première fois incriminé la tentative des trois précédents délits boursiers.

21. Rapport de la Commission des finances du Sénat, 4 mai 2016, n° 575, p. 72.

français, en ce qui concerne les peines d'emprisonnement. La loi du 21 juin 2016 et plus récemment encore la loi Sapin 2 du 9 décembre 2016 vont au-delà des exigences européennes, en aggravant encore la répression pénale (1.) et administrative (2.) des abus de marché.

1. Sanctions pénales

27. Hors la circonstance aggravante (n'ayant cependant jamais été retenue par une décision) du délit d'initié portant sur une information privilégiée relative à un crime ou délit, qui était puni de sept années d'emprisonnement, les trois délits boursiers étaient réprimés d'une peine maximale de deux années d'emprisonnement et d'une amende d'un million et demi d'euros, pouvant être portée jusqu'à dix fois le montant du profit réalisé. La peine d'emprisonnement de deux ans était nettement inférieure à celle sanctionnant d'autres délits économiques ou financiers (faux bilan, abus de biens sociaux) et aux peines encourues par les auteurs de délit d'initié aux États-Unis²².

28. L'article 7, § 1 de la directive MAD a cependant imposé aux États membres de l'Union européenne de réprimer les délits d'abus de marché par des sanctions « effectives, proportionnées et dissuasives ». Les États membres doivent ainsi faire en sorte que les personnes physiques coupables d'un délit d'initié par réalisation d'une opération sur instrument financier (ou d'une manipulation de marché) soient punies d'une peine d'emprisonnement d'au moins quatre ans et que les auteurs de délits d'initié par communication illicite d'une information privilégiée soient punis d'une peine d'emprisonnement d'au moins deux ans. Il est remarquable que la loi du 21 juin 2016 n'a pas repris cette gradation des peines d'emprisonnement mais a augmenté celles-ci ainsi que les amendes encourues par les auteurs de délits d'initié.

29. À l'instar des manipulations de marché, les délits d'initiés (qu'ils soient commis par usage d'une information privilégiée, par recommandation d'opération ou par communication induite d'une information privilégiée) sont désormais punis uniformément d'un emprisonnement de cinq années. De plus, lorsque ces délits boursiers sont commis en bande organisée, circonstance aggravante (article L. 132-71 du Code pénal visant « tout groupement formé ou toute entente établie en vue de la préparation, caractérisée par un ou plusieurs faits matériels, d'une ou de plusieurs infractions »), l'emprisonnement est porté à dix années (article L. 465-3-5, II du Code monétaire et financier). Cette qualification pourra être retenue en présence d'une pluralité d'acteurs par exemple lorsque les uns communiquent sciemment à d'autres des informations privilégiées pour leur permettre de réaliser des opérations illicites.

30. Le choix du législateur de fixer la peine d'emprisonnement à une durée uniforme de cinq ans maximum pour l'ensemble des incriminations n'a pas seulement pour conséquence d'aggraver la répression. Il devrait aussi favoriser la mise à jour des délits, comme le soulignent les travaux parlementaires. Le relèvement du niveau de sanction permet en effet désormais d'avoir recours, au cours de la phase d'enquête ou d'instruction, à des techniques d'investigation plus intrusives qui impliquent que l'infraction soupçonnée soit punie d'une peine d'emprisonnement supérieure ou égale à cinq ans²³. Plus lourd encore, le régime procédural applicable à la criminalité organisée (et notamment les mesures d'investigations très intrusives comme la surveillance ou la sonorisation des domiciles ou locaux professionnels, l'infiltration ou les interceptions de communications électroniques ou de données informatiques) pourra être mis en œuvre dans certains cas (cf. article 706-1-1, 4° du Code de procédure pénale). Ces mesures d'investigation sont plus efficaces encore que celles dont dispose l'AMF dans le cadre de ses pouvoirs d'enquête²⁴.

31. En outre, dès lors que la peine prévue pour ces délits boursiers est désormais supérieure à trois années d'emprisonnement, une détention provisoire peut être prononcée contre les personnes mises en examen de ce chef (cf. article 143-1, 2° du Code de procédure pénale). C'est dire que les enjeux du choix de la voie répressive, pénale ou administrative, seront importants en pratique.

32. Quant à l'amende, alors même que la directive MAD ne formulait aucune exigence précise, la loi du 21 juin 2016 a voulu aggraver aussi la répression sur ce terrain. Elle a ainsi très sensiblement augmenté le montant maximal de l'amende : alors que le maximum exprimé en valeur absolue jusqu'alors prévu s'élevait à un million et demi d'euros, il est porté désormais à la somme de 100 millions d'euros (qui est également le montant maximal de la sanction pécuniaire susceptible d'être infligée par l'AMF à l'auteur d'un manquement boursier en l'absence de profit réalisé). Cette innovation met fin à l'incohérence du dispositif antérieur qui prévoyait des sanctions pécuniaires administratives plus élevées que l'amende pénale.

33. Ce maximum peut être dépassé, pour atteindre jusqu'à dix fois le montant de l'avantage retiré du délit, comme cela était déjà le cas. Cette nouvelle formule d'« avantage retiré du délit » permet toutefois d'englober, à la différence de l'ancien article L. 465-1 (qui ne visait que le « profit éventuellement réalisé ») non seulement un profit réalisé, mais également une perte évitée (ainsi que l'admettait du reste déjà la jurisprudence en matière de sanction pécuniaire pouvant être prononcée par l'AMF²⁵).

34. Relevons encore que le nouvel article L. 465-3-5 du Code monétaire et financier renferme une précision remarquable en ce qui concerne le déplaçonnement de l'amende auquel s'expose une personne morale en cas d'avantage retiré de l'infraction. Alors que le montant maximal de

22. La législation américaine prévoit jusqu'à vingt ans de prison. Selon *The Wall Street Journal*, la peine d'emprisonnement moyenne prononcée pour ces infractions entre 2009 et 2011 était de 20 mois. La peine d'emprisonnement peut toutefois être élevée dans certains cas, comme en atteste la condamnation en 2011 de Raj Rajaratnam, fondateur du fonds spéculatif Galleon Group, à onze ans de prison pour délit d'initié. Mais ce sont surtout les amendes qui peuvent atteindre des montants colossaux. L'amende la plus élevée de l'histoire américaine est de 616 millions de dollars. Elle a été imposée au fonds spéculatif, SAC Capital Advisors, pour l'utilisation d'informations sur un médicament anti-Alzheimer en essai et pas encore sur le marché.

23. Rapport de la Commission des finances de l'Assemblée nationale, enregistré le 30 mars 2016, doc AN n° 3622, p. 65.

24. Cf. articles L. 621-9 et suivants du Code monétaire et financier.

25. Cass. com. 8 février 2011, n° 10-10965, *Bull. civ. IV* n° 17 ; *Rev. sociétés* 2011, p. 432, note E. Dezeuze ; *Bull. Joly Bourse* 2011, p. 385, note N. Rontchevsky.

l'amende encourue par une personne morale est de cinq fois le montant maximal encouru par une personne physique (et donc 500 millions d'euros en matière d'abus de marché), ce facteur n'est applicable qu'à l'amende exprimée en valeur absolue, mais non pas au multiplicateur de l'avantage retiré de l'infraction. En d'autres termes, l'amende à laquelle est exposée une personne morale ne peut atteindre que 10 fois, et non pas 50 fois, le montant de l'avantage retiré de l'abus de marché. Ce plafond est suffisamment dissuasif (en rappelant la formule de Talleyrand selon laquelle « Tout ce qui est excessif est insignifiant »). Mais d'autres sommets peuvent encore être atteints sur le terrain des sanctions pécuniaires susceptibles d'être prononcées par l'AMF.

2. Sanctions pécuniaires de l'AMF

35. La loi du 21 juin 2016 n'a pas modifié l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier prévoyant les sanctions pécuniaires applicables aux auteurs de manquements boursiers. La sanction pécuniaire maximale, de 100 millions d'euros ou du décuple du montant des profits éventuellement réalisés, était ainsi maintenue.

36. Cette sanction a cependant été augmentée par la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dite Loi Sapin 2) : le nouvel article L. 621-15, III prévoit que la sanction pécuniaire peut atteindre 100 millions d'euros ou le décuple du montant de l'avantage retiré du manquement si celui-ci peut être déterminé (comme en matière d'amende pénale)²⁶. Les sanctions pécuniaires prononcées en application de ce texte peuvent de surcroît « faire l'objet d'une majoration, dans la limite de 10 % de leur montant, mise à la charge de la personne sanctionnée et destinée à financer l'aide aux victimes ». Et un nouvel article L. 621-15, III bis énonce que « Le montant de la sanction pécuniaire mentionnée aux a et c du III peut être porté jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne sanctionnée en cas de manquement aux obligations : 1° Fixées par le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2013/124/CE, 2013/125/CE et 2004/72/CE de la Commission... ». Il est encore précisé que « le chiffre d'affaires annuel total mentionné au premier alinéa du présent III bis s'apprécie tel qu'il ressort des derniers comptes disponibles approuvés par l'assemblée générale. Lorsque la personne morale est une entreprise ou une filiale d'une entreprise tenue d'établir des comptes consolidés en application de l'article L. 233-16 du Code de commerce, le chiffre d'affaires annuel total à prendre en considération est le chiffre d'affaires annuel total tel qu'il ressort des derniers comptes annuels consolidés approuvés par l'assemblée générale ».

37. On relèvera enfin que le nouvel article L. 621-15, III ter (issu déjà d'une ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre

2015) énonce de nouveaux critères, non exhaustifs, de mise en œuvre de ces sanctions²⁷. Ces critères devraient renforcer la transparence et favoriser l'individualisation des sanctions, dans le droit fil de la méthode suivie par l'Autorité de la concurrence en matière de sanction des pratiques anticoncurrentielles (cf. article L. 464-2 du Code de commerce)²⁸.

38. Ils appellent aussi un renforcement de la motivation des décisions de l'AMF sur ce point, et en particulier sur la proportionnalité des sanctions, sous le contrôle de la Cour d'appel de Paris. Celle-ci a ainsi récemment réformé et pondéré de moitié une sanction pécuniaire infligée par l'autorité de marché à une société cotée²⁹.

39. Au terme de cette analyse du nouveau dispositif applicable à la répression des opérations d'initiés, il apparaît que, dans le prolongement des règles européennes, le législateur français a pris cette fois la mesure de la fréquence et de la gravité de ces infractions, qui violent l'ordre public financier et portent atteinte aux intérêts des investisseurs et à la réputation de la place. Dans la vie des affaires comme en littérature, les opérations d'initiés ont beaucoup évolué et peuvent être très sophistiquées. Elles justifient assurément un renforcement de l'arsenal préventif et répressif en la matière et des outils de détection des infractions³⁰, pour accentuer la dissuasion.

40. De ce point de vue, les nouvelles sanctions pénales issues de la réforme réalisée par la loi du 21 juin 2016 donnent à la matière une autre dimension, en la rattachant pour la première fois, sur certains points, à la grande criminalité, ce qui est original s'agissant d'une infraction économique ou financière. Il n'est plus question ici de dépénalisation de la vie des affaires, qui avait pourtant été envisagée il y a une dizaine d'années. ■

27. Ce texte dispose : « Dans la mise en œuvre des sanctions mentionnées aux III et III bis, il est tenu compte notamment :

- de la gravité et de la durée du manquement ;
- de la qualité et du degré d'implication de la personne en cause ;
- de la situation et de la capacité financières de la personne en cause, au vu notamment de son patrimoine et, s'agissant d'une personne physique de ses revenus annuels, s'agissant d'une personne morale de son chiffre d'affaires total ;
- de l'importance soit des gains ou avantages obtenus, soit des pertes ou coûts évités par la personne en cause, dans la mesure où ils peuvent être déterminés ;
- des pertes subies par des tiers du fait du manquement, dans la mesure où elles peuvent être déterminées ;
- du degré de coopération avec l'Autorité des marchés financiers dont a fait preuve la personne en cause, sans préjudice de la nécessité de veiller à la restitution de l'avantage retiré par cette personne ;
- des manquements commis précédemment par la personne en cause ;
- de toute circonstance propre à la personne en cause, notamment des mesures prises par elle pour remédier aux dysfonctionnements constatés, provoqués par le manquement qui lui est imputable et le cas échéant pour réparer les préjudices causés aux tiers, ainsi que pour éviter toute réitération du manquement ».

28. Cf. Lamy Droit économique 2016, par R. Bout, M. Bruschi, M. Luby-Gaucher et S. Poillot-Peruzzetto, n° 1361 et s.

29. Cf. CA Paris 30 juin 2016, RJDA 2017, n° 25, réduisant de 2 millions d'euros à 1 million d'euros la sanction infligée à une société cotée pour manquement à l'information du public, après avoir relevé que la motivation de la décision ne permet pas à la cour d'apprécier la proportionnalité des sanctions prononcées à la gravité des manquements et à la situation de la société, la seule référence générale à ces éléments ne permettant pas ni à la cour, ni aux personnes concernées, de savoir ce que la Commission des sanctions de l'AMF a retenu pour se prononcer.

30. Le 25 janvier 2017, l'AMF a annoncé que, pour rester à la pointe en matière de détection des abus de marché et autres manquements, elle modernisait sa plate-forme de surveillance (cf. Communiqué AMF, 25 janvier 2017). Le nouvel outil de surveillance de l'AMF reposera sur des technologies de type Big Data, permettant d'exploiter rapidement des données représentant des volumes importants et de natures diverses.

26. Dans une décision récente (7 décembre 2016, Ubisoft, préc.), la Commission des sanctions de l'AMF a fixé les sanctions pécuniaires prononcées à l'encontre des auteurs d'un manquement d'initié à environ quatre fois le montant de l'avantage économique réalisé par les mis en cause des opérations litigieuses, en précisant qu'« il ne constitue que l'un des éléments pertinents pour déterminer le montant de la sanction qui sera prononcée à leur encontre ».