

## JURISPRUDENCE BANCAIRE

# De l'information privilégiée à l'opération d'initié

CJUE 23 décembre 2009

Affaire C-45/08, Spector Photo Group versus CBFA



**Jean-Louis Guillot**

Directeur des affaires juridiques  
Groupe  
BNP Paribas



**Pierre-Yves Bérard**

Responsable des affaires juridiques du Pôle Investments Solutions  
Groupe  
BNP Paribas

Une transaction est qualifiée d'opération d'initié prohibée dès lors qu'elle est effectuée par un intervenant qui dispose d'une information privilégiée, le lien de causalité entre cette information et l'opération de marché considérée étant présumé. Il s'agit d'une présomption simple, le principe de la présomption d'innocence devant être respecté.

La Cour de justice de l'Union européenne, dans sa décision du 23 décembre 2009, répond à diverses questions préjudicielles posées par la cour d'appel de Bruxelles et afférentes notamment au sens qu'il convient de donner à la notion « d'utilisation d'une information privilégiée ».

### LES FAITS

En l'occurrence, Spector, société de droit belge cotée en bourse, avait mis en place un programme d'options au profit de son personnel et s'était engagée à livrer les titres en cas d'exercice desdites options. Afin d'honorer ses engagements, la société devait se procurer sur le marché ses propres actions et à cet effet, le 21 mai 2003, avait notifié à Euronext Bruxelles son intention de procéder à de telles acquisitions. Du 28 mai au 30 août 2003, Spector acheta des titres en plusieurs opérations au prix moyen de 9,97 euros alors que le prix d'exercice des options

était de 10,45 euros. Par la suite, la société publia diverses informations quant à ses résultats et sa politique commerciale, ce qui eut pour conséquence de faire monter le cours du titre. Au 31 décembre 2003, il s'élevait à 12,50 euros. Le régulateur belge, la CBFA (Commission bancaire, financière et de l'assurance), qualifia ces achats successifs d'opérations d'initiés dans une décision de 2006, et condamna à des amendes de 80 000 euros et 20 000 euros respectivement la société Spector et son dirigeant. Ceux-ci formèrent un recours contre cette décision à l'occasion duquel la CJUE fut saisie de questions préjudicielles. Si la CJUE retient une définition objective des opérations d'initiés, le principe de la présomption d'innocence ne saurait être occulté.

### UNE DÉFINITION OBJECTIVE DES OPÉRATIONS D'INITIÉS

Si la CJUE apporte une clarification au plan communautaire quant à

l'absence d'élément moral dans la définition des opérations d'initiés, la question était déjà tranchée dans ce sens, tant par l'AMF que par les tribunaux français.

### ● La position en droit communautaire

La CJUE analyse la portée de la notion d'« utilisation » d'une information privilégiée figurant à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 entrée en vigueur le 12 avril 2003, aux termes duquel :

« Les États membres interdisent à toute personne visée au deuxième alinéa (les initiés primaires) qui détient une information privilégiée d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement, soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

Le premier alinéa s'applique à toute personne qui détient une telle information :

- a) en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, ou
  - b) en raison de sa participation dans le capital de l'émetteur, ou
  - c) en raison de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou
  - d) en raison de ses activités criminelles ».
- Pour démontrer l'absence d'élément

moral dans la définition des opérations d'initiés selon la directive, la cour retient trois séries de considérations.

La première tient au fait que, contrairement à l'article 2, paragraphe 1, de la directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989, qui fut abrogée lors de l'entrée en vigueur de la directive 2003/6, cette dernière ne définit pas l'opération d'initié comme étant celle effectuée « en connaissance de cause ».

La deuxième tient au fait que la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément de conditions subjectives tenant à l'intention ayant inspiré ces agissements matériels (intention spéculative, dessein frauduleux ou encore négligence).

La troisième résulte des travaux préparatoires de la directive 2003/6, le Parlement ayant souhaité remplacer le verbe « exploiter » visé dans la directive 89/592 (ce verbe étant suivi de l'expression « en connaissance de cause ») par le verbe « utiliser », afin de ne conserver aucun élément de finalité ou d'intentionnalité dans la définition des opérations d'initiés.

Au surplus, outre les arguments de texte, la CJUE d'une part s'attache à la nature particulière de l'opération d'initié qui permet de présumer l'élément moral en raison de la relation de confiance qui lie les initiés primaires, et aussi de la complexité du contexte d'une opération de marché permettant en principe d'exclure que son auteur n'ait pas conscience de ses agissements. D'autre part, la finalité de la directive 2006/6 est d'assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et de renforcer la confiance des investisseurs. Or le mécanisme de prévention et de sanction administrative des opérations d'initiés verrait son efficacité diminuée s'il était conditionné par la recherche systématique d'un élément moral.

Il suffit par conséquent, pour qu'une transaction soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié

primaire en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur des instruments financiers auxquels se rapporte l'information considérée. L'intention de l'auteur de cette opération est alors présumée [1].

### ● La position en droit français

Cette position s'articule autour de deux axes principaux : d'une part, l'absence de preuve du lien de causalité entre l'information privilégiée et l'opération de marché considérée, d'autre part, l'analyse *in abstracto* de l'information privilégiée.

### ■ L'absence de preuve du lien de causalité

L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier prévoit l'interdiction pour les possesseurs d'informations privilégiées « 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 ». Ce texte marque une inflexion de la législation dans le sens de la suppression de la nécessité de démontrer un lien de causalité entre l'information privilégiée et l'opération de marché. Précédemment, la loi du 3 janvier 1983 impliquait en effet

[1] Si l'on raisonne par analogie, la solution se rapproche de celle adoptée en matière de droit de la concurrence, le lien de causalité entre la concertation et le comportement sur le marché des entreprises participant à celle-ci étant présumé. Comme l'a confirmé la CJCE dans l'arrêt *T-Mobile Netherlands* du 4 juin 2009 (affaire C-8/08), dès lors qu'une concertation est organisée, « il y a lieu de présumer, sous réserve de la preuve contraire qu'il incombe aux opérateurs intéressés de rapporter, que les entreprises participant à la concertation et qui demeurent actives sur le marché tiennent compte des informations échangées avec leurs concurrents pour déterminer leur comportement sur ce marché ». La cour a suivi à cet égard la position de l'avocat général dans cette affaire, lui-même faisant un parallèle avec les « délits de mise en danger » du droit pénal. Quiconque se met au volant d'une voiture après avoir consommé des quantités notables d'alcool s'expose dans la plupart des ordres juridiques à des sanctions pénales ou administratives, même s'il n'a pas mis quelqu'un en danger dans le trafic routier ou n'a pas provoqué d'accident. L'élément matériel du délit est suffisant pour qualifier celui-ci.

la preuve que l'opération avait été effectuée « sur le fondement » de l'information privilégiée. Cette preuve était difficile à apporter alors même que, pour des raisons d'efficacité, il importe que les détenteurs de telles informations s'abstiennent de les utiliser sur les marchés. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF dispose ainsi que tout initié « doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée », le terme « utiliser » étant repris de la directive 2003/6 et son emploi ayant pour objectif d'écarter tout élément de finalité ou d'intentionnalité, comme l'a relevé la CJUE dans son arrêt du 23 décembre 2009. Il faut en conclure que l'opération de marché est constitutive d'un délit d'initié dès lors que son auteur détient l'information privilégiée. Il a même été jugé qu'un ordre donné avant d'avoir acquis l'information, et qui par la suite n'avait pas fait l'objet d'une révocation et avait été exécuté, devait être sanctionné [2].

Encore faut-il que la détention d'une information privilégiée soit avérée au moment de la réalisation de l'opération en bourse. La cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 8 avril 2009 [3], fut à cet égard amenée à réformer une décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 10 avril 2008 portant sur une acquisition de titres quelques jours avant le lancement d'une offre publique. La cour d'appel relève que la Commission avait appliqué la théorie du faisceau d'indices graves, précis et concordants, en précisant « sans qu'il soit nécessaire d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a exploitée », et en retenant que « les acquisitions massives de titres auxquelles

“ L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier marque une inflexion de la législation dans le sens de la suppression de la nécessité de démontrer un lien de causalité entre l'information privilégiée et l'opération de marché. ”

[2] TGI Paris, 30 mars 1979, JCP G 1980, II, 19306.

[3] Paris, 8 avril 2009, *Banque & Droit* n° 128, nov.-déc. 2009, p. 46, obs. H de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars, J.-P. Bornet; *Bull. Joly Bourse*, 1er juillet 2009, n° 4, p. 270., obs. F. Martin Laprade.

M. B. a procédé ne correspondaient pas à ses habitudes d'investissement », que celui-ci « n'a fourni aucune explication plausible sur de tels achats massifs sur ce seul titre », et qu'ainsi seule la détention de l'information privilégiée pouvait expliquer l'opération incriminée. Pareille décision revenait à inverser l'ordre normal des choses, la cour d'appel considérant à juste titre que la Commission ne pouvait pas valablement déduire la détention de l'information privilégiée de son utilisation supposée. La cour ajouta que l'intimé ne pouvait être requis d'apporter la preuve, quasi impossible, que ses acquisitions de titres étaient dénuées de lien avec la détention d'une telle information, la Commission ayant statué sans même préciser à quel titre il savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée.

Si l'on considère sa décision du 5 juin 2009 [4], la Commission des sanctions semble avoir pris acte de cette jurisprudence de la cour d'appel de Paris. Si la Commission reconnaît qu'à défaut de preuve tangible la détention et l'utilisation de l'information privilégiée peuvent être établies par un faisceau d'indices, le manquement d'initié n'était toutefois pas caractérisé en l'espèce. Une relation d'amitié avec un salarié d'une société impliquée dans l'opération objet de l'information privilégiée éventuelle, ainsi que le caractère atypique de l'achat massif de titres, ne sauraient suffire pour rendre répréhensible la transaction boursière.

« Le droit français connaît aussi des situations dans lesquelles la responsabilité des auteurs d'opérations de marché en possession d'une information privilégiée peut ne pas être engagée. »

### ■ L'analyse *in abstracto* de l'information privilégiée

L'avantage apporté par une information privilégiée à un investisseur doit être apprécié *in abstracto*. La chambre criminelle de la Cour de cassation en a décidé ainsi dans un arrêt du 26 juin 1995 [5]. La Haute cour a considéré que « le caractère privilégié des 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 ». La décision de la cour d'appel de Paris fut cassée au motif qu'en l'occurrence « l'opération spéculative reprochée ne procédait que d'estimations financières effectuées de longue date, à partir de faits et de circonstances connus dans le milieu professionnel ». Il ne s'agissait par conséquent pas d'informations privilégiées.

Dans le même ordre d'idées, la cour d'appel de Paris, dans un arrêt du 15 mai 2008 [6], a estimé que le non-respect par un émetteur de la prévision de résultats qui avait été annoncée au public constituait une information privilégiée. La cour a motivé sa décision par le fait que « ces informations étaient, par nature, susceptibles d'avoir une influence sensible, au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF, sur le cours des titres et que leur annonce a, au demeurant, entraîné une baisse de près de 8 % du cours de l'action GFI ». L'article 621-1 vise l'information qu'un « investisseur raisonnable » serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement, l'annonce par un émetteur que ses prévisions de résultats ne seront pas atteintes constituant indubitablement une telle information.

La Commission des sanctions de l'AMF a également considéré, dans

une décision du 22 janvier 2009 [7], que le chiffre d'affaires, s'il est un indicateur moins pertinent que par exemple le résultat et doit être manié avec précaution, en relation avec d'autres éléments et en tenant compte des particularités du secteur, n'en demeure pas moins une donnée objective et précise qui ne saurait par principe être écartée comme non significative. L'information suivant laquelle « le résultat d'exploitation devrait enregistrer une croissance supérieure à celle du chiffre d'affaires » est en conséquence susceptible d'être prise en compte par un « investisseur raisonnable » et doit être analysée comme une information privilégiée. Il en résulte que l'émetteur, qui réalise des programmes de rachat d'actions, devait s'abstenir d'effectuer toute opération avant la publication de l'information considérée. Le Professeur Bonneau est cependant critique à l'égard de cette décision, considérant que l'information n'est privilégiée que si l'on en tire une conclusion et ne doit pas être associée à une autre information pour que l'on puisse en déduire qu'elle est suffisamment précise et qu'il s'agit d'une information privilégiée.

Plus récemment, la Commission des sanctions de l'AMF, dans une décision du 17 décembre 2009 [8], a relaxé l'ensemble des prévenus dans l'affaire EADS. L'information tenant aux retards de livraison du gros-porteur A380, lors de l'exercice de leurs stock-options par les ex-dirigeants d'EADS n'ayant pas le caractère d'une information privilégiée. La Commission motive sa décision par le fait que, au moment du comité d'actionnaires de mars 2006, « ces retards ou difficultés du processus indus-

[4] Commission des sanctions de l'AMF, 5 juin 2009, Bull. Joly Bourse, 15 déc. 2009, n° 6, p. 458.

[5] Cass. crim., 26 juin 1995, n° 93-81.646, Bull. crim. n° 233; Bull. Joly Bourse 1995, p. 285, obs. P. Le Cannu; JCP E 1996, II, n° 766, obs. A. Viandier.

[6] Paris, 15 mai 2008, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> déc. 2008, n° 6, p. 471, obs. D. Bompont.

[7] Commission des sanctions de l'AMF, 22 janv. 2009, Bull. Joly Bourse 2009, p. 96, obs. Th. Bonneau.

[8] Commission des sanctions de l'AMF, 17 déc. 2009, Lamy Droit du financement 2010 - 1074 - Éléments matériels du délit: l'information privilégiée (mise à jour du 01/2010).

triel constituait alors une préoccupation habituelle à ce stade de la fabrication ». Elle en déduit que l'information, si elle avait été rendue publique, n'aurait pas été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre EADS. Là encore, l'information est analysée *in abstracto*, ce qui, ajouté au respect de la présomption d'innocence, permet de relativiser, au regard des droits de la défense, la portée de l'absence d'obligation pour la Commission des sanctions de l'AMF d'apporter la preuve du lien de causalité entre l'information privilégiée et l'opération de marché.

## LA PRÉSOMPTION D'INNOCENCE

### ● La position en droit communautaire

La CJUE, dans sa décision du 23 décembre 2009, précise que la présomption de l'intention du possesseur d'une information privilégiée, auteur de l'opération de marché, ne saurait porter atteinte aux droits fondamentaux et en particulier à la présomption d'innocence consacrée à l'article 6, paragraphe 2, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950. En effet, la présomption d'innocence ne s'oppose pas à la présomption suivant laquelle l'intention de l'auteur d'une opération d'initié se déduit implicitement des éléments matériels constitutifs de cette infraction, dès lors que cette présomption est réfragable et que les droits de la défense sont assurés.

La directive 2003/6 prévoit diverses situations dans lesquelles le fait, pour un initié primaire détenteur d'une information privilégiée, d'effectuer une opération de marché ne devrait pas, en soi, constituer une « utilisation d'une information privilégiée » au sens de la directive. Tel est le cas des opérations effectuées

pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée (art. 2-3 de la directive). Il en est de même pour certains professionnels des marchés amenés, dans l'exercice de leur profession, à détenir des informations privilégiées relatives à des opérations de marché effectuées par des tiers (18<sup>e</sup> considérant de la directive). Le fait également d'avoir accès à une information privilégiée concernant une autre société et d'utiliser cette information dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une proposition de fusion ne devrait pas être réputé constituer en soi une opération d'initié (29<sup>e</sup> considérant de la directive).

La CJUE en conclut que la question de savoir si une personne a enfreint l'interdiction des opérations d'initiés doit être analysée à la lumière de la finalité de la directive 2003/6, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs. Celle-ci repose notamment sur l'assurance que ceux-ci seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées.

### ● La position en droit français

Le droit français connaît aussi des situations dans lesquelles la responsabilité des auteurs d'opérations de marché en possession d'une information privilégiée peut ne pas être engagée. Des circonstances dans lesquelles l'absence d'intention dolosive est établie sont susceptibles de justifier des exceptions à l'obligation d'abstention des possesseurs d'informations privilégiées. L'article 622-1 du règlement général de l'AMF reprend ainsi la disposition de la directive 2003/6 qui prévoit que

l'obligation d'abstention des détenteurs d'informations privilégiées ne s'applique pas aux opérations effectuées pour assurer l'exécution d'une obligation d'acquisition ou de cession d'instruments financiers devenue exigible, lorsque cette obligation résulte d'une convention conclue avant que la personne concernée ne détienne une information privilégiée. Par ailleurs, aux termes d'un arrêt la cour d'appel de Paris du 26 mai 1977 [9], des « considérations d'impérieuse nécessité » peuvent justifier une telle absence de responsabilité même si en l'espèce, faute de preuve suffisante, il fut jugé que le détenteur de l'information avait commis un délit d'initié. Celui-ci n'avait pas démontré l'obligation dans laquelle il se trouvait de vendre ses titres pour des raisons financières (le paiement d'un tiers provisionnel et le remboursement d'un découvert bancaire).

La jurisprudence [10] s'attache également au caractère « déterminant » de l'information privilégiée sur les opérations effectuées. Par exemple, la cour d'appel de Paris [11] a considéré que des informations précises, sensibles et confidentielles sur la société n'avaient pas été déterminantes pour la réalisation par le dirigeant social des opérations considérées dans la mesure où celles-ci étaient rendues nécessaires par l'obligation de rembourser de lourds emprunts immobiliers. Le respect des droits fondamentaux est de la sorte assuré. ■

[9] Paris, 26 mai 1977, D. 1978, jur. p. 379. En outre, la cour d'appel de Paris dans un arrêt du 15 mai 2008 (précité note 6) vise l'absence de preuve de « l'impossibilité absolue » du mis en cause d'attendre la fin de la période d'abstention.

[10] Cass. Crim., 26 juin 1995, précité note 5; Cass. Crim., 14 juin 2006, n° 05-82.453, JCP E 2007, 1146, obs. G. Royer; Paris, 2 fév. 2007, RTDF 2007, n° 1, p. 112, obs. E. Dezeuze.

[11] Paris, 26 oct. 1999, Bull. Joly Bourse 2000, p. 153, obs. N. Rontchevsky.