

# Révision des délits et manquements boursiers



**NICOLAS RONTCHEVSKY**

Professeur

Université Robert Schuman (Strasbourg-III)

*Les lois des 20 et 26 juillet 2005 ont transposé dans notre droit la directive Abus de marché. Les délits boursiers des articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier ne visent désormais que les opérations portant sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé. En revanche, la nouvelle rédaction des articles L. 621-14 et L. 621-15 du même Code élargit considérablement le champ d'application des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'AMF et devrait permettre à celle-ci de sanctionner plus facilement les auteurs de pratiques de manipulation de cours ou de diffusion de fausses informations puisqu'il n'est plus nécessaire de démontrer leur impact sur les cours ou sur le fonctionnement du marché (marché réglementé au système multilatéral de négociation organisé). Les nouvelles dispositions devraient ainsi accentuer encore la marginalisation de la répression pénale des abus de marché.*

1. Depuis les premières incriminations (délits d'initié et de fausse information) introduites en droit français par la loi n° 70-1203 du 23 décembre 1970, on a assisté à une extension et une aggravation constantes de la répression en matière d'infractions boursières, qui répondent au développement considérable des transactions réalisées sur les marchés financiers et à une exigence des investisseurs. La loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 portant adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers et la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie ont ainsi apporté de nouvelles modifications importantes au dispositif français en matière de répression des infractions boursières<sup>1</sup>.

Celui-ci avait déjà été rénové récemment par la loi n° 2003-706 de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2003<sup>2</sup>. Rappelons que ce texte a centralisé la répression des délits boursiers prévus par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier, qui relève désormais de la compétence exclusive du tribunal de grande instance de

Paris, pour la poursuite, l'instruction et le jugement (cf. art. 704-1 C. proc. pén.) et a clarifié et rationalisé la procédure de sanctions disciplinaires et administratives des infractions boursières confiée à la nouvelle Autorité des marchés financiers (cf. art. L. 621-15 C. mon. et fin. ; aj. D. n° 2003-1109 du 21 novembre 2003, codifié désormais à l'art. R. 621-1 et s. C. mon. et fin.<sup>3</sup>). D'autres innovations ont été introduites ensuite dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers, publié le 24 novembre 2004<sup>4</sup>, qui a modifié la définition de certains manquements<sup>5</sup>, notamment pour tenir compte, déjà, des dispositions de la directive communautaire n° 2003/6 CE du 28 janvier 2003 relatives aux abus de marché<sup>6</sup> et de sa directive d'application du 22 décembre 2003.

2. La directive Abus de marché vise à mettre fin à des distorsions anormales entre les États de l'Union européenne, dont certains ne réprimaient pas jusqu'à présent des agissements frauduleux sur les marchés financiers.

1. V. J.-J. Daigre, "Commentaire des aspects de droit des marchés financiers de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie du 26 juillet 2005 (Titre IV)", Rev. sociétés 2005, p. 559, spéc. n° 40 et 47 ; F. Bucher, "De quelques aspects de droit boursier issus de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et de la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005", Bull. Joly Bourse 2005, p. 687, spec. p. 688 et s.

2. V. N. Rontchevsky, "Le système français de contrôle des marchés financiers après la loi n° 2003-706 du 1<sup>er</sup> août 2003 de sécurité financière" in *Le Droit des sociétés pour 2004*, Dalloz, 2003, p. 183, spéc. II, n° 26 s.

3. V. notamment N. Rontchevsky, "Les sanctions administratives : régime et recours", Bull. Joly Bourse 2004, p. 1.

4. V. RTD com. 2005, p. 133, obs. N. R.

5. V. A. Dethomas, *L'évolution du manquement d'initié*, D. 2005, p. 706 ; C. Ducouloux-Favard, *Allègement de la répression au manquement à la bonne information financière*, D. 2005, p. 946.

6. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, *Banque & Droit*, janvier-février 2003, p. 38 et mai-juin 2003, p. 34 ; A. Pietrancosta, *RD bancaire et financier* 2003, n° 92 ; N. Rontchevsky, "Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la direction rela-

Dans le droit fil du *Financial Services and Markets Act* britannique adopté en 2000, la directive regroupe sous l'appellation unique d'"abus de marché", d'une part, les opérations d'initiés et, d'autre part, les manipulations de marché recouvrant les altérations du marché par le jeu d'une manipulation de cours ou de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et justifie ainsi ce rapprochement (considérant 12) : "La notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. La législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. Il est, en conséquence, souhaitable d'adopter un corps de règles communes pour combattre à la fois les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Une directive unique garantira, dans l'ensemble de la Communauté, le même cadre pour la répartition des responsabilités, l'application des règles et la coopération".

3. À cet effet, pour assurer une répression efficace des abus de marché, la directive impose d'instaurer dans chaque État une autorité administrative unique<sup>7</sup> dotée d'un pouvoir d'enquête et de sanction. Ainsi, la directive dispose (article 14) : "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". Elle précise encore (article 15) que les décisions de sanction de l'autorité peuvent faire l'objet d'un "recours juridictionnel".

4. Ce disant, la directive admet clairement la double répression, pénale et administrative, des auteurs d'abus de marché qui était déjà retenue par le droit français depuis la

loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la transparence et à la sécurité des marchés financiers et qui a été maintenue par la loi de sécurité financière du 1<sup>er</sup> août 2000.

Un même comportement peut ainsi constituer simultanément un délit financier (art. L. 465-1 et L. 465-2 C. mon. et fin.) et une pratique contraire aux textes dont l'AMF assure la sanction et peut donner lieu à une double poursuite et à une double sanction, pénale et administrative. Par exemple, un même acte peut constituer à la fois un délit d'initié sanctionné par la juridiction correctionnelle et un manquement administratif sanctionné par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers. Il faut rappeler ici qu'un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 1<sup>er</sup> mars 2000<sup>8</sup> a jugé que ce cumul de poursuites et de sanctions n'est pas contraire à la règle *non bis in idem* consacrée par un protocole additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme.

5. L'Autorité des marchés financiers dispose ainsi en matière d'abus de marché d'un pouvoir de sanction qui concurrence celui du juge répressif, même si celui-ci conserve le monopole des peines d'emprisonnement. La nouvelle procédure de sanction administrative et disciplinaire des infractions boursières issue de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 a du reste été renforcée par l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 28 juin 2005<sup>9</sup>, qui a reconnu l'indépendance de la commission des sanctions.

Le législateur a cependant édicté des dispositions tendant à rationaliser la dualité de la répression des abus de marché<sup>10</sup>.

6. Quoi qu'il en soit, il faut souligner que le pouvoir répressif conféré à l'AMF a pour conséquence de marginaliser la sanction pénale, qui tend à devenir exceptionnelle en matière d'abus de marché<sup>11</sup>. Il reste que les poursuites pénales peuvent être déclenchées non seulement par le ministère public mais aussi par les victimes qui peuvent se constituer partie civile en vue d'obtenir la réparation du préjudice que leur a causé le délit<sup>12</sup>.

tive aux abus de marché", RTD com. 2003, p. 531.

7. Considérant 36 : "La multiplicité d'autorités compétentes au sein des États membres, dotées de responsabilités différentes, peut être source de confusion pour les opérateurs économiques. Chaque État membre devra désigner une autorité compétente unique pour assurer au moins la responsabilité ultime du contrôle du respect des dispositions adoptées en application de la présente directive, ainsi que la collaboration internationale. Cette autorité devrait être de nature administrative afin de garantir son indépendance par rapport aux opérateurs économiques et d'éviter les conflits d'intérêts...".

8. Cass. crim., 1<sup>er</sup> mars 2000, Bull. crim., n° 98; D. 2000, A.J., p. 229, obs. A. Lienhard; Dr. pénal 2000, n° 75, note J.-H. Robert; Bull. Joly Bourse 2000, p. 443, note N. Rontchevsky. La commission des sanctions a récemment visé cette décision pour écarter à nouveau la règle *non bis in idem* qui était invoquée pour faire échec à un cumul de sanctions administratives et disciplinaires (AMF, Commission des sanctions, 21 avril 2005, Rev. AMF juillet-août 2005, p. 97; Banque & Droit, septembre-octobre 2005, p. 49, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre).

9. Banque & Droit, septembre-octobre 2005, p. 47, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre; R.D. Bancaire et financier 2005, n° 151, note A. Couret; RTD com. 2005, p. 807, obs. N. Rontchevsky.

10. En premier lieu, si l'un des griefs notifié par l'AMF est susceptible de constituer l'un des délits boursiers des articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier, le collègue transmet immédiatement le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République près le tribunal de grande instance Paris. Lorsque celui-ci décide de mettre en mouvement l'action publique sur les faits objets de la transmission, il en informe

sans délai l'AMF. Il peut transmettre à l'AMF, d'office ou à la demande de celle-ci, la copie de toute pièce d'une procédure relative aux faits objets de la transmission (cf. art. L. 621-15-1 C. mon. et fin.; sur l'articulation des poursuites et des sanctions entre l'Autorité des marchés financiers et les juridictions pénales, V. la circulaire Crim. 04-14/G3 du 14 septembre 2004 et H. Matsopoulou, Incidence pénale des réformes récentes en droit des sociétés et en droit financier : présentation de la Circulaire Crim. 04-14/G3 du 14 septembre 2004, Rev. sociétés 2005, p. 579). En deuxième lieu, le juge pénal statue le plus souvent après l'AMF, il est prévu que si la commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou sur des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce (art. L. 621-16 C. mon. et fin.).

11. Un seul arrêt de la Cour de cassation a été rendu en 2004 et 2005 concernant les délits boursiers des articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier (V. Cass. crim., 4 novembre 2004, Bull. Joly Bourse 2005, p. 257, note N. Rontchevsky, à propos de poursuites du chef du délit de diffusion de fausses informations par la présentation de comptes consolidés comportant des provisions insuffisantes sur des risques immobiliers et par la diffusion d'un communiqué comportant des indications rassurantes mais inexacts sur la situation de la société) alors que la commission des sanctions de l'AMF a rendu depuis le début de l'année 2004 de nombreuses décisions.

12. Sur la recevabilité de la constitution de partie civile d'un actionnaire, V. Cass. crim., 11 décembre 2002, Bull. crim. n° 224; Rev. sociétés 2003, p. 145, note B. Bouloc; Droit pénal 2003, n° 35, note J.-H. Robert;

7. Il faut encore ajouter à ce propos que la responsabilité civile délictuelle (art. 1382 et 1383 C. civil) peut aussi jouer dans ce domaine une fonction répressive. Un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 22 novembre 2005<sup>13</sup> a ainsi maintenu un arrêt de la cour d'appel de Colmar du 14 octobre 2003<sup>14</sup> qui a jugé que la diffusion par une société cotée de fausses informations était susceptible d'engager sa responsabilité civile délictuelle envers un investisseur ayant acquis des actions, et ce même sans intervention préalable de l'autorité de marché.

8. Il existe donc trois degrés dans la sanction des infractions boursières : les sanctions pénales, les sanctions administratives et les sanctions civiles<sup>15</sup>. Il convient cependant de mettre ici l'accent sur la répression pénale et administrative des abus de marché et de présenter les innovations introduites dans ce domaine par la loi du 26 juillet 2005 afin de transposer les dispositions de la directive Abus de marché et de renforcer la confiance des investisseurs.

Il apparaît que si la rénovation des délits boursiers des articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier est très limitée (I), la loi élargit considérablement les pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers en matière de manquements boursiers (II).

## I. Rénovation des délits boursiers

9. Les quatre délits boursiers (délit d'initié, délit de communication d'informations privilégiées, délit de diffusion de fausses informations et délit de manipulation de cours) avaient été sensiblement modifiés par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières et par la loi n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 relative à la sécurité quotidienne (dont les dispositions ont été pérennisées par la loi n° 2003-239 du 18 mars 2003 pour la sécurité intérieure). Ces délits, qui sont aujourd'hui prévus par les articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier, sont retouchés par la loi du 26 juillet 2005. Plus précisément, le champ d'application des différents délits est unifié (A) et les délits de fausse information et de manipulation de cours sont regroupés dans le même article L. 465-2 (B).

### A. Unification du champ d'application des délits boursiers

10. Tous les délits des articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier ne visent désormais que les opérations concernant des instruments financiers admis aux

Banque & Droit mars-avril 2003, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; Bull. Joly 2003, p. 433, note E. Dezeuze ; Bull. Joly Bourse 2003, p. 149, note F. Stasiak ; RTD com. 2003, p. 336, obs. N. Rontchevsky, jugeant "qu'à le supposer établi, le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires", de sorte qu'est recevable la constitution de partie civile d'un actionnaire du chef d'un délit d'initié commis par des administrateurs de la société.

13. Cass. com., 22 novembre 2005, Banque & Droit, janvier-février 2006, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre. La chambre commerciale a jugé qu'en retenant qu'une société cotée a sciemment publié des perspectives de résultats dont elle savait qu'elles n'avaient aucune chance de se réaliser, la cour d'appel a caractérisé un manquement à l'obligation de donner au public une information exacte, précise et sincère. La haute juridiction a encore précisé que l'obligation de publier un rapport, dans les quatre mois de la clôture du premier semestre de l'exercice, ne dispense pas la société de l'obligation de porter au plus tôt à la connaissance du public tout fait impor-

négociations sur un marché réglementé. Il s'agit d'une innovation pour le délit de manipulation de cours qui pouvait auparavant s'appliquer à un marché d'instruments financiers non réglementé (comme Alternext par exemple). À présent, ce délit ne peut s'appliquer qu'aux titres cotés sur un marché réglementé, à l'instar des autres délits boursiers. On verra cependant que la répression administrative des manipulations de cours peut s'appliquer à des opérations concernant un instrument financier admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers non réglementé<sup>16</sup>. Une autre innovation, purement formelle, consiste à regrouper les deux délits de manipulation de cours et de diffusion de fausse information dans un même article.

## B. Regroupement des délits de manipulation de cours et de fausse information

11. Dans un souci de cohérence, les délits de manipulation de cours et de diffusion de fausse information, qui sont placés par la directive sous la même appellation de manipulations de marché, sont désormais logés dans le même article L. 465-2 du Code monétaire et financier (alors que le délit de fausse information était prévu auparavant par le dernier alinéa de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier, après les infractions d'initiés). Le premier alinéa réprime la manipulation de cours, le second la diffusion de fausses informations.

12. Il faut relever ici que mise à part la limitation de son champ d'application, la loi du 26 juillet 2005 n'a pas modifié la définition très étroite, et "inutilisable" dit-on<sup>17</sup>, du délit de manipulation de cours. Le texte requiert toujours un dol spécial, puisqu'il faut démontrer que la manœuvre de l'agent avait pour "objet", autrement dit pour but, "d'entraîner le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur". Aussi les condamnations pénales en la matière resteront sans doute très rares, sauf en présence de manœuvres grossières<sup>18</sup>.

13. Précisons enfin que la loi du 26 juillet 2005 n'a pas modifié l'article L. 465-3 du Code monétaire et financier qui dispose que les personnes morales peuvent être déclarées responsables pénalement des infractions définies aux articles L. 465-1 et L. 465-2. Cette disposition ne présente du reste plus guère d'intérêt depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006, date à laquelle, en application de la loi n° 2004-204 du 9 mars 2004 (loi Perben II), les personnes morales, à l'exclusion de

tant susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence sur le cours des titres émis par elle. Enfin, elle a affirmé qu'en constatant qu'un actionnaire a, dans les mois qui ont suivi le communiqué critiqué, procédé à des achats d'actions réguliers très largement supérieurs aux opérations antérieurement réalisées, la cour d'appel a pu décider qu'il existait un lien de causalité entre le manquement à l'information et le préjudice subi par l'actionnaire.

14. RJDA 2004, n° 582 ; Bull. Joly Bourse 2004, p. 466, note G. Dolidon ; RTD com. 2004, p. 567, obs. N. Rontchevsky.

15. V. déjà sur ce point les réflexions de J. Ghestin, note sous Cass. com., 27 février 1999 au JCP 1996, II, 22665, spéc. II, n° 20.

16. V. infra n° 18.

17. H. de Vauplane et O. Simart, La notion de manipulation de cours et ses fondements et France et aux États-Unis, RD bancaire et Bourse 1996, p. 158, spéc. IV, C, p. 170.

18. Pour une illustration, V. trib. corr. Paris, septembre 2003, RTD com. 2004, p. 574, obs. N.R.

l'État, sont responsables pénalement de toutes les infractions commises, pour leur compte, par leurs organes ou représentants, sans qu'il soit nécessaire que cela ait été expressément prévu par la loi ou le règlement (article L. 121-2 al. 1 C. pénal).

14. Il faut rappeler que les peines encourues par les personnes morales sont très lourdes. Il s'agit d'une amende, qui est fixée à 7,5 millions d'euros ou 50 fois le montant du profit éventuellement réalisé, puisque le taux maximum de l'amende applicable aux personnes morales est égal au quintuple de celui prévu pour les personnes physiques par la loi qui réprime l'infraction (cf. article 135-38 C. pénal), outre les peines spécifiques prévues par l'article 131-39 du Code pénal (et notamment la dissolution, l'interdiction à titre définitif ou pour une durée de 5 ans ou plus d'exercer directement ou indirectement une ou plusieurs activités professionnelles ou sociales, l'interdiction, à titre définitif ou pour une durée de 5 ans ou plus, de faire appel public à l'épargne, la confiscation de la chose qui a servi ou était destinée à commettre l'infraction ou de la chose qui en est le produit).

Ces peines sont dissuasives, même si elles n'ont pas été infligées à ce jour à des personnes morales pour des délits boursiers. La marginalisation de la répression pénale en matière financière devrait du reste être accentuée par la loi du 26 juillet 2005 qui renforce encore les pouvoirs d'injonction et de sanction de l'AMF dans ce domaine.

## II. Extension des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers en matière de manquements boursiers

15. La loi du 26 juillet 2005 a modifié les articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier concernant les pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers qui sont étendus et uniformisés. Plus précisément, le champ d'application des pouvoirs d'injonction et de sanction est élargi (A) et les manquements sont redéfinis sur certains points essentiels (B).

19. Article L. 621-14 du Code monétaire et financier : "I. - Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Ces décisions peuvent être rendues publiques.

Le collège dispose des mêmes pouvoirs que ceux mentionnés à l'alinéa précédent à l'encontre des auteurs de manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs et le marché contre les opérations d'initié, les manipulations de cours ou la diffusion de fausses informations, commis sur le territoire français et concernant des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée.

II. - Le président de l'Autorité des marchés financiers peut demander en justice qu'il soit ordonné à la personne qui est responsable de la pratique

### A. Élargissement du champ d'application des pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers

16. Avant la loi du 26 juillet 2005, le collège de l'AMF pouvait ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques étaient de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou avaient pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traiter des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles. En résumé, seules pouvaient donner lieu à une injonction les pratiques contraires à un texte législatif ou réglementaire qui avaient un effet sur le marché (cf. ancien article L. 621-14, I C. mon. et fin.).

17. La rédaction des articles L. 621-14, I et L. 621-15, II du Code monétaire et financier est modifiée par l'article 30 de la loi du 26 juillet 2005 pour tenir compte des exigences de la directive Abus de marché. En vertu du nouvel article L. 621-14, I du Code monétaire et financier<sup>19</sup>, l'AMF peut exercer désormais son pouvoir d'injonction administrative (et solliciter, en application de l'article L. 621-14, II, une injonction judiciaire du président du TGI de Paris statuant en la forme des référés<sup>20</sup>), pour faire cesser les manquements, qu'ils soient commis en France ou à l'étranger, non seulement aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, mais aussi à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché.

Le pouvoir d'injonction de l'AMF n'est donc pas limité aux seuls abus de marché mais a un domaine très vaste. En outre, le pouvoir d'injonction peut aussi s'exercer en présence de mêmes manquements, dès lors qu'ils sont commis sur le territoire français, même s'ils concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché

*relevée de se conformer aux dispositions législatives ou réglementaires, de mettre fin à l'irrégularité ou d'en supprimer les effets. La demande est portée devant le président du tribunal de grande instance de Paris qui statue en la forme des référés et dont la décision est exécutoire par provision. Il peut prendre, même d'office, toute mesure conservatoire et prononcer pour l'exécution de son ordonnance une astreinte versée au Trésor public. En cas de poursuites pénales, l'astreinte, si elle a été prononcée, n'est liquidée qu'après que la décision sur l'action publique est devenue définitive".*

20. Pour des applications récentes de ce pouvoir, V. CA Paris, 13 mai 2005, Banque & Droit, janvier-février 2006, p. 38, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, jugeant que le Président de l'AMF est fondé à solliciter la condamnation in solidum d'une société et de son principal dirigeant pour défaut de publication au BALO des comptes annuels, la faute de non-publication de la société et la faute de gestion du dirigeant ayant concouru de façon indissociable à un manquement résultant d'une obligation législative ; CA Paris, 19 octobre 2005, Banque & Droit, janvier-février 2006, p. 40, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, confirmant une injonction sous astreinte de 3 000 euros par jour retard prononcée à l'encontre d'une personne physique ayant manqué à l'obligation de déposer un projet d'offre publique ; CA Paris, 9 novembre 2005, inédit.

réglementé d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée. Conformément aux exigences de la directive (cf. article 10), les nouvelles dispositions prennent ainsi en compte la dimension internationale des abus de marché<sup>21</sup>. Les lourdes astreintes qui peuvent être prononcées par le juge judiciaire en cas de résistance aux injonctions de l'AMF devraient contribuer à rendre très efficace ce nouveau dispositif<sup>22</sup>. Le pouvoir de sanction de l'AMF est également élargi.

18. En application du nouvel article L. 621-15 du Code monétaire et financier<sup>23</sup>, le pouvoir de sanction peut s'exercer à l'encontre des personnes qui, en France ou à l'étranger, se sont livrées ou ont tenté de se livrer à une opération d'initié ou qui se sont livrées à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché, dès lors que ces actes concernent un instrument financier émis par

21. L'article 10 de la directive prévoit que chaque Etat membre doit appliquer les dispositions de celle-ci "a) aux actes accomplis sur son territoire ou à l'étranger concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur son territoire ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur ce marché a été présentée ; b) aux actes accomplis sur son territoire concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé dans un État membre ou pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été présentée".

22. V. par exemple CA Paris, 9 novembre 2005, préc., confirmant une ordonnance ayant liquidé une astreinte de 1 500 euros par jour de retard pour le défaut de publication au BALO des documents comptables visés par l'article 295 du décret n° 67-236 du 23 mars 1967 et condamné en conséquence le dirigeant de la société concernée à payer au Trésor public la somme de 204.000. au titre de la liquidation de l'astreinte.

23. Art. L. 621-15 du Code monétaire et financier : "I. - Le collège examine le rapport d'enquête ou de contrôle établi par les services de l'Autorité des marchés financiers, ou la demande formulée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, ou par le président de la Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance.

S'il décide l'ouverture d'une procédure de sanction, il notifie les griefs aux personnes concernées. Il transmet la notification des griefs à la commission des sanctions, qui désigne un rapporteur parmi ses membres. La commission des sanctions ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction. En cas d'urgence, le collège peut suspendre d'activité les personnes mentionnées aux a et b du II contre lesquelles des procédures de sanction sont engagées. Si le collège transmet au procureur de la République le rapport mentionné au premier alinéa, le collège peut décider de rendre publique la transmission.

II. - La commission des sanctions peut, après une procédure contradictoire, prononcer une sanction à l'encontre des personnes suivantes :

a) Les personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11° et 12° du II de l'article L. 621-9, au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 613-21 ;

b) Les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11° et 12° du II de l'article L. 621-9 au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers en vigueur, sous réserve des dispositions de l'article L. 613-21 ;

c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier émis par une personne ou une entité faisant appel public à l'épargne ou admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée, dans les conditions

une personne ou une entité faisant appel public à l'épargne ou admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été demandée. Ces nouvelles dispositions élargissent très nettement le champ des incriminations qui peuvent s'appliquer aux opérations sur des instruments financiers émis par une personne ou une entité faisant appel public à l'épargne ou cotés sur un marché, même non réglementé, ou en passe de l'être.

Plus précisément, elles doivent être combinées avec celles de l'article 611-1 du règlement général de l'AMF, relatives au champ d'application des abus de marché, d'où il ressort que celle-ci peut désormais sanctionner des opérations réalisées sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou pour lesquels une demande d'admission sur un tel marché a été présentée (et ce même si les opérations n'ont pas été exécutées sur un marché réglementé) ou sur des instruments financiers admis aux négociations sur un système multilatéral de négociation organisé<sup>24</sup> prévu par l'article 525-1 du règlement général de

déterminées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ;

d) Toute personne qui, sur le territoire français, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement mentionné au dernier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée.

III. - Les sanctions applicables sont :

a) Pour les personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11° et 12° du II de l'article L. 621-9, l'avertissement, le blâme, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public ;

b) Pour les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées aux 1° à 8°, 11° et 12° du II de l'article L. 621-9, et l'avertissement, le blâme, le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle, l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des activités ; la commission des sanctions peut prononcer soit à la place, soit en sus de ces sanctions une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés en cas de pratiques mentionnées aux c et d du II ou à 300 000 euros ou au quintuple des profits éventuellement réalisés dans les autres cas ; les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne morale sous l'autorité ou pour le compte de qui agit la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public ;

c) Pour les personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9, auteurs des faits mentionnés aux c et d du II, une sanction pécuniaire dont le montant ne peut être supérieur à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés ; les sommes sont versées au Trésor public.

Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements.

IV. - La commission des sanctions statue par décision motivée, hors la présence du rapporteur. Aucune sanction ne peut être prononcée sans que la personne concernée ou son représentant ait été entendu ou, à défaut, dûment appelé.

V. - La commission des sanctions peut rendre publique sa décision dans les publications, journaux ou supports qu'elle désigne. Les frais sont supportés par les personnes sanctionnées".

24. L'article 611-1, dernier alinéa précise cependant que les obligations d'abstention des initiés prévues par les articles 622-1 622-2 s'appliquent aussi "aux instruments financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé mais dont la valeur dépend d'un instrument financier admis aux négociations sur un tel marché".

l'AMF<sup>25</sup>. L'AMF peut ainsi sanctionner des opérations réalisées sur des titres qui ne sont pas négociés sur un marché réglementé mais sur un système multilatéral de négociation organisé (comme le marché Alternext). L'AMF ne peut en revanche pas sanctionner des opérations portant sur des titres négociés sur un système multilatéral de négociations non organisé (tel le marché libre OTC).

19. Le pouvoir de sanction peut également être exercé à l'encontre des auteurs de mêmes manquements commis en France lorsque les actes concernent des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de la Communauté européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur un tel marché a été présentée. Auparavant, l'Autorité des marchés financiers ne pouvait pas sanctionner des opérations frauduleuses ayant pour objet des titres qui n'étaient pas admis aux négociations sur un marché réglementé français<sup>26</sup>.

20. En résumé, l'AMF a désormais le pouvoir de faire cesser et de sanctionner tous les manquements, commis en France ou à l'étranger, concernant des titres d'un émetteur faisant appel public à l'épargne et tous les manquements commis en France concernant des titres admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État de la Communauté européenne ou de l'Espace économique européen. La loi du 26 juillet 2005 a aussi redéfini et élargi les manquements susceptibles d'être sanctionnés par l'AMF.

## B. Élargissement des manquements boursiers

21. La nouvelle rédaction des articles L. 621-14, I et L. 621-15, II du Code monétaire et financier permet à l'AMF de sanctionner des manquements objectifs aux règles de protection des investisseurs, sans qu'il soit nécessaire d'établir que les pratiques en cause ont eu un impact sur les cours ou sur le fonctionnement des marchés, ces exigences étant supprimées. L'AMF pourra ainsi plus facilement sanctionner les pratiques de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations. Les nouvelles dispositions sont donc plus sévères et la commission des sanctions en a déjà tiré des conséquences dans une décision du 16 septembre 2005<sup>27</sup> : "Si la rédaction de l'article L. 621-14 issue de la loi du 1<sup>er</sup> août 2003 reprenait en des termes identiques la définition des pratiques susceptibles d'être sanctionnées, la loi nouvelle est plus sévère, puisqu'elle ne subordonne plus la constitution du manquement aux conditions

25. Ce texte dispose que "les systèmes multilatéraux de négociation, dont les règles d'organisation sont approuvées par l'AMF à leur demande, qui se soumettent du Livre VI relatives aux abus de marché et qui prévoient un mécanisme de garantie de cours, sont des systèmes multilatéraux de négociation organisés"; sur les différents marchés financiers après la directive 2004/39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, V. J.-J. Daigre, "Évolution de la notion de marché financier", à paraître dans les *Mélanges Malherbe* en 2006.

26. En revanche, la Cour de cassation avait déjà étendu l'application territoriale du délit d'initié en jugeant qu'il suffisait, pour que l'infraction soit réputée commise sur le territoire français, qu'un acte caractérisant l'un des éléments constitutifs du délit ait été accompli en France (Cass. crim., 3 novembre 1992, Bull. Joly Bourse 1993, p. 152, note M. Jeantin ;

*anciennes qui viennent d'être rappelées ; que le principe de survie des dispositions plus douces implique que les faits de l'espèce soient analysés en recherchant, le cas échéant, si les pratiques reprochées ont eu l'un des effets exigés par la loi alors applicable*" (à propos de l'application dans le temps des nouvelles dispositions de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier issues de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005).

De même, dans une autre décision du 8 décembre 2005, relative un manquement à la bonne information du public, la commission des sanctions a également affirmé que "l'article 30-I de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 a modifié l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier ; que la loi nouvelle est plus sévère, puisqu'elle ne subordonne plus la constitution du manquement à la démonstration que les pratiques ont été de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont eu pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier les émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ; le principe de survie des dispositions plus douces implique que les faits de l'espèce soient analysés en recherchant, le cas échéant, si les pratiques reprochées (intervenues en 2003 et 2004) ont eu l'un des effets exigés par la loi alors applicable" (ancien article L. 621-14 C. mon. et fin., dans sa rédaction antérieure à la loi du 26 juillet 2005)<sup>28</sup>.

22. En revanche, s'agissant des opérations d'initiés, l'effet sur le cours demeure un élément constitutif du manquement car l'article 621-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers définit l'information privilégiée comme "une information précise 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'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés" et précise encore qu'"une information, qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissements"<sup>29</sup>. Aux termes d'une décision du 14 avril 2005<sup>30</sup>, concernant l'un des volets de l'affaire Metaleurop, la commission des sanctions a ainsi relevé certaines différences importantes dans la rédaction des anciens et nou-

RTD com. 1993, p. 534, obs. Y. Reinhard ; adde CA Paris, 6 juillet 1994, Bull. Joly Bourse 1994, p. 583, note M. Jeantin, jugeant que la compétence de la juridiction pénale française est justifiée dès lors que les opérations en cause, bien que parachevées sur une place étrangère, ont fait l'objet d'une mise en œuvre initiale à partir du territoire national).

27. Rev. AMF novembre 2005, p. 99 ; Banque & Droit, janvier-février 2006, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

28. Décision de la commission des sanctions à l'égard de la société Orco Property Group, II. Textes applicables, p. 3 (V. cette décision sur le site [www.amf-France.org](http://www.amf-France.org)).

29. Sur ce texte, V. A. Dethomas, art. préc.

30. Bull. Joly Bourse 2005, p. 413, note J.-J. Daigre.

veaux textes incriminant les manquements d'initiés et les manquements à l'obligation d'information du public<sup>31</sup> : "Considérant toutefois que le règlement général a modifié deux concepts :

1. est désormais interdite, non plus seulement « l'exploitation » prévue par le règlement n° 90-08, mais aussi la simple « utilisation » d'une information privilégiée ;

2. l'influence sur les cours que l'information serait susceptible d'avoir si elle était rendue publique est désormais qualifiée de « sensible », alors que le règlement n° 90-08 ne faisait référence qu'à une « incidence sur les cours » et que le règlement n° 98-07 visait une « incidence significative »... ; l'extension de la définition du comportement incriminé (1) n'est évidemment pas applicable au manquement, antérieur à l'entrée en vigueur des articles 621-1 et 622-1 du règlement général, reproché à M. C. qui doit bénéficier à cet égard du maintien des dispositions antérieures moins sévères ; ...la qualification de « sensible » donnée à l'influence sur les cours (2) est constitutive :

– d'une loi plus douce, immédiatement applicable aux manquements d'initié fondés sur le règlement n° 90-08 ;

– d'une loi plus sévère, l'exigence d'une « incidence significative » sur les cours devant être maintenue pour l'appréciation des obligations de communication au public fondées sur le règlement n° 98-07".

23. Il faut enfin relever que conformément aux dispositions de la directive (article 2), l'article L. 621-15, II, c et d permet désormais de sanctionner non seulement toute personne qui s'est livrée mais aussi toute personne qui a tenté de se livrer à une opération d'initié. Autrement dit, la tentative d'opération d'initié est à présent punissable par l'AMF (alors que la tentative de délit d'initié n'est pas punissable par le juge pénal).

24. Il faut rappeler qu'en droit pénal, la tentative est constituée dès lors que "manifestée par un commencement d'exécution, elle n'a été suspendue ou n'a manqué son effet qu'en raison de circonstances indépendantes de la volonté de son auteur"<sup>32</sup>. À cet égard, la chambre criminelle de la Cour de cassation affirme que "constitue un

commencement d'exécution tout acte qui tend directement au délit lorsqu'il a été accompli avec l'intention de le commettre"<sup>33</sup>. Autrement dit, il est nécessaire que l'acte exécuté soit en rapport direct avec l'infraction, même s'il ne s'agit pas d'un élément constitutif ou d'une circonstance aggravante de celle-ci. Cela étant, il est plus simple de concevoir une tentative de manipulation de cours (pourtant non incriminée) que des cas concrets de tentative d'opération d'initié<sup>34</sup>.

Peut-être pourrait-on considérer qu'il y a tentative d'opération d'initié lorsque le détenteur d'une information privilégiée propose de vendre ou d'acquérir de gré à gré des titres cotés ou donne un ordre de Bourse qui n'est pas exécuté pour des raisons indépendantes de sa volonté.

25. En définitive, la loi du 26 juillet 2005 renforce considérablement les pouvoirs d'injonction et de sanction de l'Autorité des marchés financiers en matière d'infractions boursières et devrait faciliter sensiblement la répression administrative des manipulations de marché. Ce faisant, les nouvelles dispositions du Code monétaire et financier devraient accentuer la marginalisation de la répression pénale des abus de marché, sauf en présence de comportements particulièrement graves<sup>35</sup> ou lorsque les victimes d'un délit déclencheront les poursuites en exerçant l'action civile, qui leur permettra de bénéficier des avantages qu'offre l'instruction pénale, notamment pour la recherche des preuves. Mais si l'infraction est clairement établie, la victime pourra obtenir la réparation de son préjudice devant le juge civil, sans avoir à exercer l'action civile devant la juridiction répressive<sup>36</sup>. Quoi qu'il en soit, la commission des sanctions de l'AMF a vocation à devenir le principal juge des abus de marché, en particulier en l'absence de victime demandant réparation d'un préjudice subi du chef de l'infraction.

Les nouveaux pouvoirs de sanction de l'AMF sont d'autant plus efficaces qu'ils sont complétés par un dispositif tendant à prévenir et mettre à jour les abus de marché (obligation de tenir des listes d'initiés, obligation de déclaration des transactions des dirigeants et déclaration des opérations suspectes). ■

31. Cette décision a été confirmée sur ce point par CA Paris, 13 décembre 2005, Rev. AMF janvier 2006, p. 63.

32. Art. 121-5 C. pénal.

33. V. Cass. crim., 3 décembre 1927, S. 1929, I, p. 119 ; Cass. crim., 11 juin 1975, Bull. crim., n° 150 ; adde sur la notion de tentative B. Bouloc,

*Droit pénal général*, Dalloz, 19<sup>e</sup> éd., 2005, n° 234 et s.

34. V. les interrogations de F. Bucher, art. préc., p. 689.

35. V. par exemple Cass. crim., 4 novembre 2004, préc. (diffusion de fausses informations).

36 V. Cass. com., 22 novembre 2005, préc.