



PROPOSITIONS DE DIRECTIVE ET DE REGLEMENT DE LA COMMISSION EUROPEENNE EN MATIERE D'OPERATIONS D'INITIES ET DE MANIPULATIONS DE MARCHÉ : COMMENTAIRES DU CCBE

Propositions de Directive et de Règlement de la Commission européenne en matière d'opérations d'initiés et de manipulations de marché : commentaires du CCBE

Le Conseil des barreaux européens (CCBE) représente les barreaux de 31 pays membres et 11 pays associés et observateurs, soit environ un million d'avocats européens.

Le CCBE a les commentaires suivants sur les propositions de [directive](#) et de [règlement](#) :

A. Informations privilégiées

Article 6 Informations privilégiées

Le CCBE s'inquiète du fait que la définition élargie des informations privilégiées, à l'article 6.1(e) et à l'article 6.3, puisse poser des problèmes aux émetteurs inscrits et aux investisseurs en entravant leur bonne coopération, élément nécessaire à une bonne gouvernance d'entreprise.

Les opérations d'initiés, etc. concernent des informations privilégiées (en vertu de l'article 6.1 (e)) qui ne sont pas généralement accessibles au public mais qui, lorsqu'elles sont à la disposition d'un investisseur raisonnable qui opère régulièrement sur le marché, sont alors considérées comme « pertinentes » dans le choix des conditions auxquelles devraient être réalisées les transactions. Il n'est pas nécessaire que les informations soient susceptibles de modifier le cours éventuel de la transaction, ni que ces informations soient « précises ».

Ce phénomène pourrait entraver les discussions entre une société cotée et ses actionnaires. Si, par exemple, le PDG d'une société rend visite à un de ses principaux actionnaires dans le cadre du programme normal des relations avec les investisseurs, il peut apprendre qu'une des usines de la société installe du nouveau matériel de production. Si la société en faisait part, elle ne modifierait pas le cours de ses actions. Toutefois, il s'agit d'informations que le marché trouverait pertinentes au moment de décider des conditions de transaction (même si elles ne font que confirmer ce sur quoi l'investisseur réalise l'affaire). Dans ce cas, si le PDG (qui est un initié) divulgue les informations à l'investisseur, il peut, de manière abusive, communiquer des informations privilégiées ou même induire l'actionnaire à conclure l'affaire. Il fera de l'actionnaire un initié, qui ne peut pas conclure l'affaire à moins que les informations ne soient rendues « généralement accessibles au public ». Si les sociétés cotées devaient rendre publiques des informations qui ne sont en général pas susceptibles d'influencer les cours, cela augmenterait considérablement les informations qu'elles doivent rendre publiques et aiderait encore moins les investisseurs à identifier les informations pertinentes susceptibles d'influencer les cours.

Des problèmes similaires pourraient survenir si un actionnaire important voulait discuter de la stratégie d'une société cotée avec celle-ci, même si les informations concernées ne sont pas susceptibles d'influencer les cours ou si la société dispose d'informations sur sa position commerciale non susceptibles d'influencer les cours, par exemple le fait d'avoir remporté de nouveaux contrats qui sont en soi d'une importance relativement mineure et qui n'ont que peu d'incidence dans l'ensemble. La société cotée ne serait pas en mesure de divulguer ces informations à l'actionnaire dans le cadre d'une discussion générale sur les performances actuelles avec les investisseurs, car elles pourraient apparaître comme pertinentes.

La formulation proposée créerait également des problèmes envers les employés de la société qui cherchent à investir dans ses actions. Il serait très difficile, voire impossible, que la société s'assure que ses employés ne disposent pas d'informations pertinentes (sans qu'elles soient pour autant accessibles au public) avant de leur donner la permission de réaliser des opérations.

L'exposé des motifs affirme que ce changement d'approche vient du fait que les informations privilégiées peuvent ne pas être suffisamment précises pour que l'émetteur soit tenu de les rendre

publiques (plutôt que de la question de l'influence sur les cours). Il y est indiqué que les opérations devraient être interdites en cas d'incertitude au sujet des informations, que ce soit en raison d'un événement à venir ou de l'effet de la publication de ces informations sur le cours des titres concernés. La proposition de règlement n'atteint cependant pas cet objectif.

Le CCBE estime judicieux de conserver, comme dans la directive actuelle, l'exigence selon laquelle les informations doivent être susceptibles d'influencer les cours. Le CCBE est d'avis que la difficulté de connaître le caractère « précis » des informations peut être contournée en examinant la définition du moment où les informations sont de nature précise (voir l'article 6.2).

Le changement de la définition des informations privilégiées faite par l'article 6.3 posera également problème aux émetteurs dont les titres sont admis à la cote lorsqu'ils décideront quelles sont les informations qu'ils doivent rendre publiques.

À l'heure actuelle, pour que l'obligation de préavis soit effective, les informations doivent à la fois (i) être susceptibles d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés et (ii) être des informations qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. Le changement proposé à l'article 6.3 du règlement signifie que si l'information est une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement, il s'agit bien d'informations susceptibles d'influencer de façon sensible le cours de l'instrument financier (même si en pratique le cours ne s'en trouvait pas influencé).

À moins d'un changement, les sociétés cotées se verront en pratique dans l'impossibilité de décider quelles sont les informations qu'elles doivent rendre publiques puisque la plupart des informations dont elles disposent pourraient être des informations qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement. Bien que les émetteurs puissent compter sur la capacité à retarder l'annonce des informations lorsque celles-ci sont encore sujettes à négociation (négociation d'un contrat, d'une acquisition ou d'une cession, par exemple), de grandes quantités d'informations dont la société dispose et qui ne sont pas sujettes à négociation devront également être rendues publiques. Encore une fois, rendre autant d'informations disponibles n'apporterait rien d'utile aux investisseurs.

Le manque de défenses pour les opérations d'initiés

Beaucoup de considérants de la directive abus de marché n'apparaissent pas dans le règlement. Ils sont très importants dans la définition de la portée de l'infraction que constitue l'opération d'initié. Ils comprennent le considérant 29 (l'utilisation d'une information privilégiée dans le cadre d'une OPA) et le considérant 30 (les intentions propres). Ils doivent (tout comme d'autres défenses de la directive) être repris dans le règlement.

Utilisation d'informations privilégiées : l'affaire Spector Photo¹

Dans l'affaire Spector Photo, la Cour de justice européenne a jugé qu'une fois les éléments de l'opération d'initié présents, il peut être supposé que la personne qui conclut le marché a tenté de le faire à partir d'informations privilégiées. Il n'est pas nécessaire de prouver que les informations privilégiées ont influencé la décision de conclure le marché. Cependant, elle a déclaré que cela pourrait conduire à des injustices et que des défenses devraient être possibles dans certains cas.

Le règlement crée une défense expresse pour les personnes qui ont mis en place des « *chinese walls* », sans renvoyer pour autant à d'autres possibilités de défense. Il porte donc atteinte à la commodité que l'affaire Spector pourrait offrir. Le CCBE estime que le règlement devrait établir clairement que les opérations d'initiés n'ont pas lieu si les informations privilégiées n'ont pas d'influence significative sur la décision de conclure le marché.

¹ Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck contre Commissie voor het Bank, Financie-en Assurantiewezen (CBFA) C-45/08).

Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux opérations d'initiés et aux manipulations de marché

L'article 7 énonce quand une personne morale doit être tenue responsable d'une infraction pénale. Le CCBE estime que le libellé proposé n'est pas clair quand il se réfère à « toute personne exerçant une fonction dirigeante... soit individuellement, soit en tant que membre d'un organe ». Le CCBE estime également que « le défaut de surveillance ou de contrôle » ne constitue pas un principe judiciaire afin d'imposer une responsabilité pénale. La manière dont quelqu'un doit surveiller ou contrôler la personne qui commet l'infraction n'est pas claire, pas plus que la nature du manquement qui implique la responsabilité.

B. Le cumul des sanctions administratives et pénales

La proposition de Directive rendue publique le 20 octobre 2011 par la Commission Européenne a pour objet d'instaurer, au sein de chacun des Etats Membres, une sanction pénale punissant les infractions boursières que sont les opérations d'initiés et manipulations de cours.

Constatant que la répression des infractions boursières peut varier substantiellement d'un Etat Membre à un autre, la Commission Européenne cherche, à travers cette Directive, à garantir des sanctions pénales minimales au sein de l'ensemble de l'Union Européenne.

Les opérations d'initiés et manipulations de cours, tout comme l'incitation à commettre de telles infractions, ainsi que la complicité, sont visées.

Cette proposition est bien sûr dans l'intérêt du marché : les infractions boursières, tout comme les échanges, peuvent être transfrontalières. Il est nécessaire que tout mauvais comportement sur les marchés financiers soit sanctionné, sans que leur auteur ne puisse se prévaloir de l'absence de répression en la matière dans l'Etat dans lequel l'acte frauduleux est accompli.

C'est pourquoi le CCBE accueille favorablement l'ambition de la Commission Européenne de renforcer l'intégrité des marchés. L'harmonisation à l'échelle européenne du principe même selon lequel les infractions boursières doivent être sanctionnées aura un effet dissuasif et consolidera le dispositif mis en place par la Directive Abus de Marché de 2003.

Toutefois, le CCBE regrette que la proposition de Directive n'aborde pas le sujet du cumul des sanctions pénales et administratives pour les opérations d'initiés et manipulations de cours.

Garant des droits de la défense, le CCBE est profondément attaché à l'idée que le principe *non bis in idem* doit être respecté et qu'une personne ne peut être sanctionnée deux fois pour les mêmes faits. Tel peut être le cas lorsqu'un Etat a mis en place des sanctions administratives et des sanctions pénales pour punir un même comportement répréhensible sur les marchés.

En France par exemple, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) dispose d'un pouvoir de contrôle mais aussi de sanction sur les marchés, le montant des sommes versées à titre de sanctions pécuniaires pouvant atteindre 100 millions d'euros. Or, et malgré le principe *non bis in idem*, les mêmes faits peuvent constituer une infraction pénale, sujette également à une sanction pécuniaire, ainsi qu'à une peine d'emprisonnement. Depuis plus de 20 ans, la question du cumul des sanctions administratives et pénales est débattue en France. Elle a fait l'objet de nombreuses discussions et rapports, dont celui du groupe de travail présidé par Jean-Marie Coulon qui préconisait une collaboration des équipes administratives et pénales dans la sanction des comportements boursiers.

La solution énoncée par l'AMF, selon laquelle il n'y a pas de double peine dès lors que les infractions pénales sont commises intentionnellement, contrairement aux manquements qu'elle sanctionne, semble artificielle.

Il faut d'ailleurs noter que la proposition de Directive retient également cet élément intentionnel comme élément constitutif de l'infraction pénale. Mais comment une opération d'initié, une manipulation de cours, ou encore une incitation à commettre une infraction boursière, peut-elle être non-intentionnelle ?

Imposer des sanctions pénales dans chaque Etat membre aura probablement pour effet de multiplier ces situations.

Conseil des barreaux européens – Council of Bars and Law Societies of Europe

association internationale sans but lucratif

Avenue de la Joyeuse Entrée 1-5 – B 1040 Brussels – Belgium – Tel.+32 (0)2 234 65 10 – Fax.+32 (0)2 234 65 11/12 – E-mail ccbe@ccbe.eu – www.ccbe.eu

16.02.2012

Dans son arrêt du 10 février 2009 (Zolotoukhine c. Russie), la Grande Chambre de la Cour Européenne des Droits de l'Homme a constaté, alors qu'il y avait cumul d'une sanction administrative et d'une sanction pénale, la violation de l'article 4 du protocole n°7 selon lequel « *nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même Etat en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet Etat* ».

Il apparait ainsi primordial de mettre fin aux situations dans lesquelles un même comportement sur le marché peut être sanctionné tant par les autorités de régulation que par le juge pénal.

Cette nécessité prend d'autant plus de sens au regard de la proposition de Règlement sur les opérations d'initiés et manipulations de marché, également rendue publique le 20 octobre 2011. Ce règlement d'application directe renforcerait les pouvoirs des autorités de régulation. D'une part, elles verraient leur champ d'intervention s'étendre aux plateformes multilatérales d'échange, au marché du gré à gré, ainsi qu'au marché de l'énergie et des matières premières. D'autre part, un élargissement de la définition de l' « information privilégiée » est proposé.

Fortes de ces nouvelles prérogatives, les autorités compétentes, judiciaires et/ou administratives, verront leur activité s'accroître et on peut craindre que ce renforcement du pouvoir de contrôle ne s'accompagne de nombreux contentieux et de violations répétées du principe *non bis in idem*.

C'est pourquoi il est dans l'intérêt du marché comme des autorités administratives et judiciaires de saisir l'opportunité de ces propositions de Directive et de Règlement pour mettre un terme au cumul des sanctions administratives et pénales en matière d'infractions boursières.

A cet égard, le CCBE relève que l'article 26 du Règlement liste 13 mesures et sanctions administratives pour les opérations d'initiés et manipulation de cours. Parmi ces mesures, 10 mesures, de (a) à (j), sont des mesures de police, dont il est judicieux de laisser aux autorités de régulation le soin de les mettre en œuvre: injonction de mettre un terme au comportement en cause, déclaration publique, correction des informations fausses ou trompeuses, interdiction temporaire d'activité, retrait de l'agrément, gel d'actifs etc.

En revanche, les mesures énoncées à l'article 26 (k) à (m) dudit Règlement sont des sanctions pécuniaires, qui peuvent être cumulées avec une sanction pénale, et qui le seront d'autant plus si la sanction pénale devient obligatoire dans tous les Etats membres.

Le CCBE est donc favorable au retrait des éléments (k) à (m) de la liste de mesures et sanctions pouvant être prononcées par les autorités administratives.