

Contribution sur la notion d'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire.

L'arrêt de la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) du 23 décembre 2009¹ indique que : « *la question de savoir si un initié primaire qui détient une information privilégiée « utilise cette information » au sens de l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 doit être déterminée à la lumière de la finalité de cette directive (...) seule une utilisation contraire à cette finalité constitue une opération d'initié prohibée.*² »

Cette décision de la Cour de Luxembourg laisse entrevoir que toutes les opérations réalisées par un initié primaire³ en possession d'une information privilégiée ne sont pas répréhensibles et que l'obligation d'abstention qui pèse sur lui n'est pas absolue. Les autorités de marché de chaque Etat membre disposent donc d'un pouvoir d'interprétation pour déterminer, en se référant aux finalités de protection de l'intégrité des marchés financiers et de renforcement de la confiance des investisseurs poursuivies par la directive abus de marché (n°2003/6/CE), les opérations d'initié qui sont prohibées (celles où l'initié primaire a fait une utilisation indue⁴ d'une information privilégiée) et celles qui ne le sont pas. La CJUE explicite sa position en indiquant qu'il faut « *éviter que la prohibition des opérations d'initiés ne soit étendue au-delà de ce qui est approprié et nécessaire*⁵. »

L'objectif poursuivi par la directive 2003/6 consistant à favoriser une convergence du cadre juridique visant à protéger l'intégrité du marché « *en réduisant l'incertitude quant aux concepts, aux définitions et à leur application* »⁶ semble difficilement atteignable si chacune des autorités de marché des Etats membres fait une lecture indépendante des finalités de ladite directive abus de marché auxquelles renvoie la CJUE.

L'objet de la présente contribution de la Commission Europe du Club des Juristes est d'exposer un point de vue de ce que pourraient être les critères objectifs permettant d'écarter la qualification du manquement d'initié en cas d'utilisation d'information privilégiée, au regard d'exemples de sanctions prononcées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) ou de décisions de la Cour d'appel de Paris et à la lumière des principes exposés par la CJUE dans son arrêt du 23 décembre 2009.

¹ Affaire n° C-45/08 : Spector PhotoGroup NV, Chris Van Raemdock/CBFA.

² §. 61 de l'arrêt.

³ Un initié primaire s'entend, aux termes de la directive n°2003/6/CE de toute personne qui détient une information privilégiée en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, de sa participation au capital de l'émetteur, ou de l'accès à ladite information dans le cadre de son activité professionnelle ou de ses fonctions.

⁴ Au §. 53 de son arrêt, la Cour de justice précise : « *la prohibition des opérations d'initié s'applique lorsqu'un initié primaire qui détient une information privilégiée fait une utilisation indue de l'avantage que lui procure cette information en effectuant une opération de marché concordant avec cette information.* »

⁵ Selon les termes du communiqué de Presse de la CJUE (n°113/09).

⁶ Pour reprendre les termes du considérant n°11 de la directive n°2003/6/CE.

La décision de la Cour de Luxembourg énonce deux principes essentiels.

Le premier est que la présomption d'utilisation induite d'information privilégiée qui pèse sur les initiés primaires qui réalisent une opération de marché en possession d'une information privilégiée, et qui vient renforcer le caractère objectif de l'infraction, est conforme à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (CEDH), pour autant qu'elle ne soit pas irréfutable.

Mais, si la caractérisation de l'utilisation induite d'une information privilégiée repose sur des éléments objectifs qui peuvent se limiter à la constatation d'un simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information privilégiée et la réalisation d'une opération d'achat ou de vente des instruments financiers concernés par cette information, tout moyen de défense peut apparaître purement subjectif et de faible portée.

Dès lors, le second principe posé par cet arrêt du 23 décembre 2009 est que le fondement du caractère objectif de l'opération d'initié, s'il exclut a priori tout élément moral ou intentionnel, doit reposer sur une atteinte à l'intégrité du marché, laquelle n'est pas obligatoirement la conséquence de l'utilisation d'une information privilégiée en toutes circonstances.

Pour aboutir à une synthèse de la position exposée par la Cour de justice qui peut apparaître contradictoire, il nous semble que l'efficacité de la prévention et de la répression des opérations d'initié doit conduire à poser comme principe le caractère objectif du manquement d'initié (1).

Ce principe posé, ainsi que le souligne la CJUE, certaines circonstances doivent permettre de considérer que l'opération de marché en cause n'a pas porté atteinte à l'intégrité du marché et, en conséquence, que la personne ayant opéré sur un instrument financier en possession d'une information privilégiée n'est pas répréhensible. Ces circonstances ne sauraient se limiter à un motif impérieux ou à la force majeure. Le motif de l'opération ne peut pas être l'élément central permettant de considérer qu'il n'y a pas eu atteinte à l'intégrité du marché par une utilisation induite d'information privilégiée, c'est l'analyse objective des faits qui doit conduire à déterminer si l'utilisation d'une information privilégiée a procuré ou non un avantage induit à l'initié primaire mis en cause. Il convient dès lors d'envisager les critères objectifs permettant à l'initié primaire d'échapper à la prohibition des opérations d'initiés (2).

1. Le caractère purement objectif du manquement d'initié

L'arrêt de la CJUE du 23 décembre 2009 expose que, s'agissant des initiés dits primaires, l'utilisation d'une information privilégiée est définie par la directive abus de marché de manière purement objective⁷. Cet arrêt rendu sur question préjudicielle visant à expliciter le sens de la notion d' « utilisation d'une information privilégiée », c'est-à-dire le fait générateur de l'opération d'initié, précise qu'il n'est pas « *nécessaire d'établir que l'information privilégiée a déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause, pas plus (...) que l'initié primaire devrait avoir conscience du caractère privilégié de l'information en sa possession.* » En d'autres termes, l'utilisation d'une information privilégiée résulte de la

⁷ §. 35 « (...) l'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 définit de manière objective les opérations d'initié sans que l'intention qui les inspire entre de manière explicite dans leur définition, et cela afin de parvenir à une harmonisation uniforme du droit des Etats membres. »

simple réalisation d'une opération sur un instrument financier en possession d'une information privilégiée, indépendamment de l'intention ayant inspiré la réalisation de cette opération.

Cette position de la Cour de Luxembourg est conforme à la position française qui prévalait déjà sous l'empire du règlement n°90-08 de la COB.

La Commission des sanctions de l'AMF, pour caractériser le caractère objectif du manquement d'initié utilise des formules telles que : « *considérant que l'obligation d'abstention pesant sur tout détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu (...) le simple fait d'opérer sur le titre caractérise le manquement.* »⁸

Une telle motivation apparaît toutefois contradictoire avec le trentième considérant de la directive 2003/6 qui précise : « *Etant donné que l'acquisition ou la cession d'instruments financiers suppose nécessairement une décision préalable d'acquérir ou de céder de la part de la personne qui procède à l'une ou l'autre de ces opérations, le fait d'effectuer cette acquisition ou cette cession ne devrait pas être réputé en soi une utilisation d'une information privilégiée.* »

La CJUE indique par ailleurs dans son arrêt du 23 décembre 2009 qu'il existe une parfaite cohérence entre le caractère objectif de la constatation de l'utilisation d'une information privilégiée et la présomption de culpabilité qui pèse sur les initiés primaires qui réalisent une opération en possession d'une information privilégiée. Pour la Cour : « *l'exécution d'une opération de marché résulte nécessairement d'une chaîne de décisions s'inscrivant dans un contexte complexe permettant d'exclure, en principe⁹, que son auteur ait pu agir sans avoir conscience de ses agissements. Enfin, lorsqu'une telle opération de marché est effectuée alors que l'auteur de cette dernière est en possession d'une information privilégiée, cette information doit, en principe¹⁰, être réputée avoir été intégrée au processus décisionnel de celui-ci.*¹¹ »

Les raisons expliquant la conjonction d'une définition objective de l'opération d'initié et de la présomption d'opération prohibée qui pèse sur les initiés primaires procèdent, pour la Cour, d'un choix délibéré du législateur communautaire qui « *a opté pour un mécanisme de prévention et de sanction administrative des opérations d'initié dont l'efficacité serait atténuée s'il était conditionné à la recherche systématique d'un élément moral.*¹² »

Il résulte de tout ceci que la justification de la décision de céder ou d'acquérir les instruments financiers concernés par l'information privilégiée détenue par l'initié primaire est subsidiaire dans toutes les décisions de sanction prononcées par l'AMF, lorsqu'elle n'est pas totalement absente.

Dans un arrêt du 7 octobre 2008¹³, la Cour d'appel de Paris a jugé en ce qui concerne un administrateur « *qu'est caractérisé le manquement reproché, sans qu'il soit nécessaire*

⁸ 28 février 2008, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2008 p. 56 et s.

⁹ Souligné par nous.

¹⁰ Souligné par nous.

¹¹ §. 36 de l'arrêt.

¹² §. 37

¹³ MM. Christian Le Coadou et Joseph Sarrat, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2008 p. 340 et s.

d'analyser les mobiles qui l'ont conduit à le commettre. ». Dans cette affaire, la Commission des sanctions avait précisé dans sa décision¹⁴ que : « *le manquement d'initié se trouve caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son exploitation¹⁵ sur le marché avant que celle-ci ne soit connue du public, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances (...).* »

Cette motivation qui tire toutes les conséquences de ce qui caractérise un manquement objectif apparaît toutefois critiquable au regard du principe posé par la CJUE dans son arrêt du 23 décembre dernier. En effet, si le texte de la directive 2003/6 vise à écarter les moyens de défense subjectifs pour apporter la preuve que l'initié n'a pas utilisé une information privilégiée, l'arrêt précise : « *le fait que l'article 2, paragraphe 1 de la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément d'élément moral ne signifie pas pour autant qu'il faille interpréter cette disposition de sorte que tout initié primaire en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération de marché tombe automatiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés.*¹⁶ »

L'initié primaire mis en cause doit donc pouvoir être en mesure d'apporter la preuve qu'il n'a pas utilisé indûment une information privilégiée au sens de l'article 2 de la directive 2003/6 et donc qu'il n'a pas porté atteinte à l'intégrité du marché. La présomption de culpabilité n'est pas irréfragable, non seulement en raison des grands principes posés par la CEDH¹⁷ rappelés par la CJUE dans son arrêt¹⁸, mais également au regard des finalités de la directive 2003/6 et en particulier du respect de l'intégrité du marché qui n'est pas forcément contrarié par une opération réalisée par un initié primaire en possession d'une information privilégiée.

2. Les critères objectifs possibles permettant à l'initié primaire d'échapper à la prohibition des opérations d'initiés

La CJUE dans son arrêt pose le principe de la nécessité de distinguer les utilisations d'une information privilégiée qui sont susceptibles de porter atteinte aux finalités de la directive 2003/6, de celles qui ne le sont pas. Ce faisant et de manière implicite, la Cour de Luxembourg induit que le devoir d'abstention de l'initié primaire n'est pas absolu, contrairement à la position qui est rappelée dans de nombreuses décisions de la Commission des sanctions de l'AMF.

2.1 L'appréciation très restrictive de l'AMF des exceptions à l'obligation d'abstention de l'initié primaire

La position de la Commission des sanctions de l'AMF¹⁹ est que seul un « *motif impérieux relevant de la contrainte ou de la force majeure* » est de nature à pouvoir justifier une exception au principe d'abstention qui pèse sur l'initié primaire en possession d'une

¹⁴ 4 octobre 2007, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2007 p. 185 et s.

¹⁵ Décision rendue sous l'empire du règlement 90-08 qui visé « l'exploitation » de l'information privilégiée et non « l'utilisation » de ladite information.

¹⁶ §.45 de l'arrêt.

¹⁷ La présomption d'innocence.

¹⁸ §. 39 à 41.

¹⁹ Déjà posée sous l'empire du règlement COB n°90-08.

information privilégiée²⁰. Cette position est confirmée par la Cour d'appel de Paris qui a jugé que « *le manquement d'initié est caractérisé par le seul fait d'avoir vendu des titres sans y avoir été contraint par une circonstance insurmontable de nature à justifier la transgression du devoir d'abstention qui résultait de la détention d'une information privilégiée.*²¹ »

Ce régime très limitatif de l'exception à l'obligation d'abstention de l'initié primaire apparaît trop restrictif au regard de la position posée par l'arrêt de la CJUE. En effet, reconnaître que seule la contrainte ou la force majeure exonère de responsabilité l'initié primaire ayant procédé à une opération de marché en possession d'une information privilégiée aboutit à une présomption irréfragable de commission du manquement d'initié, la personne mise en cause pouvant simplement prouver qu'elle ne jouissait pas de son libre arbitre pour échapper à sa responsabilité.

C'est à la définition d'un régime d'exclusion de responsabilité en présence d'une utilisation d'une information privilégiée que semble inviter la Cour de Luxembourg en observant que « *certaines situations peuvent requérir un examen approfondi des circonstances de fait permettant de s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement le caractère indu que ladite directive vise à proscrire au nom de l'intégrité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs.*²²»

Pour la CJUE, « *la caractéristique essentielle de l'opération d'initié réside (...) dans le fait de tirer avantage d'une information au détriment de tiers qui n'en ont pas connaissance et, par voie de conséquence, de porter atteinte à l'intégrité du marché ainsi qu'à la confiance des investisseurs.*²³ ». Cette notion d'« avantage » sur laquelle insiste la Cour pour caractériser l'utilisation indue d'une information privilégiée²⁴ soulève néanmoins l'interrogation : si le manquement d'initié est objectif, la conscience de l'initié de tirer avantage de sa connaissance est absente.

Pour déterminer les critères permettant d'exclure la qualification du manquement en présence d'une utilisation d'une information privilégiée auxquels se réfère la Cour de Luxembourg, il faut totalement s'extraire de la logique de la causalité entre la détention de l'information et la réalisation de l'opération incriminée.

En effet, l'analyse de l'avantage de l'initié qui « *ne s'expose pas aux mêmes risques que les autres intervenants sur le marché*²⁵ » doit reposer sur des critères objectifs, indépendamment de tout conscience ou intention justifiant ou non l'opération du mis en cause sur les titres objet de l'information privilégiée.

²⁰ Voir en particulier décision du 28 février 2008, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2008 p. 56 et s.

²¹ Cour d'appel de Paris, 15 mai 2008, MM Michel Beilin, Yves Roy et Jacques Tordjman, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2008 p. 297 et s. Cet arrêt a fait l'objet de deux pourvois qui ont été rejetés par deux arrêts de la chambre commerciale du 26 mai 2009 (n° 08-17.175 et n° 08-17.138) ; d'autre part, qu'un plus récent arrêt du 23 mars 2010 (n° 09-11.366) énonce que "dès lors qu'est établie la matérialité du manquement défini par l'article 622-1 du règlement général de l'AMF, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer que l'opération incriminée a été justifiée par un motif impérieux".

²² §. 55 de l'arrêt.

²³ §. 52 de l'arrêt.

²⁴ Terme utilisé trois fois dans le §. 52 de l'arrêt du 29 décembre 2009.

²⁵ Expression retenue par la Cour au §. 52 son arrêt.

Il convient dès lors de préciser quelques critères objectifs permettant de justifier qu'une opération réalisée par un initié primaire en possession d'une information privilégiée n'est pas contraire à l'intégrité du marché et est donc exclusive de toute responsabilité.

2.2 Les critères objectifs possibles d'exclusion de responsabilité de l'initié primaire ayant réalisé une opération de marché en possession d'une information privilégiée

Un premier critère objectif qui pourrait être affirmé consiste à distinguer la date de la décision d'acquiescer ou de céder les titres concernés par l'information privilégiée, qui n'est pas forcément contemporaine de la date de réalisation de l'acquisition ou de la cession desdits titres. Il ne s'agit pas dans ce cas de déterminer si la détention de l'information privilégiée a motivé l'opération incriminée, mais simplement, de manière objective, de constater que la décision étant à l'origine de l'opération est antérieure à l'entrée en possession de l'information privilégiée.

L'article 622-1 du règlement général de l'AMF précise que les obligations d'abstention : *« ne s'appliquent 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 détienne une information privilégiée. »* Cette exception à l'obligation d'abstention posée par le règlement général de l'AMF s'explique par deux circonstances objectives qui aboutissent à considérer que dans une telle circonstance, il n'y a pas d'utilisation d'information privilégiée. En premier lieu, l'opération d'acquisition ou de cession procède d'une contrainte objective, c'est-à-dire une obligation contractuelle. Mais au surplus, et en second lieu, cette obligation contractuelle est née avant l'entrée en possession de l'information privilégiée, ce qui exclut objectivement que l'engagement contractuel puisse être la conséquence de la détention de l'information privilégiée.

Cette dérogation explicite à l'obligation d'abstention est en parfaite cohérence avec le principe posé par la CJUE. Or, d'autres circonstances analogues peuvent exister où la preuve de la prise de décision d'acquiescer ou de céder des titres avant l'entrée en détention de l'information privilégiée, même en l'absence de contrat, pourrait être retenue pour exonérer d'une utilisation d'information privilégiée.

Dans une décision du 21 septembre 2006²⁶ il semble que la Commission des sanctions de l'AMF ait ouvert la voie d'une telle solution en considérant que : *« l'existence du manquement implique en effet une antériorité de la réception de l'information par rapport au déclenchement de la démarche d'acquisition que cette information doit avoir suscité... »*

Auparavant, dans une décision du 28 juin 2005²⁷ la Commission avait d'ailleurs considéré que le manquement d'initié n'était pas caractérisée car : *« il est avéré que la vente des obligations avait été arrêtée dans son principe deux mois plus tôt, de sorte que la décision prise le 2 septembre 2002 ne saurait être analysée comme « l'exploitation » de l'information privilégiée détenue par Monsieur Didier Genet, celui-ci s'étant borné à mettre en œuvre son projet dans l'intérêt des clients sous mandat de gestion. »*

Ces décisions qui ont été prises sous l'empire du règlement n°90-08 de l'AMF, qui visait l'exploitation d'une information privilégiée (et non son utilisation comme cela est aujourd'hui

²⁶ Calyon, Ballois.

²⁷ Société Cyril Finance.

le cas à l'article 622-1 du règlement général de l'AMF²⁸ en application de la directive 2003/6) ne semblent pas devoir être remise en cause. En effet, l'avantage auquel fait référence la Cour de Justice pour caractériser l'utilisation induite de l'information privilégiée doit s'apprécier au moment de la prise de décision de l'acquisition ou de la cession et non à la date de réalisation de l'opération.

Si l'initié présumé peut prouver que la réalisation de l'opération d'acquisition ou de cession correspond à l'exécution d'une décision préalable née avant l'entrée en possession de l'information privilégiée, la preuve revêt alors un caractère objectif et devrait exonérer d'une utilisation d'information privilégiée au moment de la réalisation de l'opération sur le marché.

Un autre critère objectif peut résider dans la passivité totale de l'initié primaire dans l'opération concernant les titres concernés par l'information privilégiée qu'il détient, en particulier en raison de l'exécution d'un mandat discrétionnaire donné à un tiers²⁹.

Il n'est pas dans l'objet de la présente note exploratoire de décrire toutes les situations objectives permettant de considérer que le titulaire d'une information privilégiée procède à une opération sans qu'il puisse être considéré qu'il utilise de manière induite l'information en question. Il convient seulement, à ce stade, de souligner que l'obligation d'abstention doit être appréciée au regard de la prise de décision ou de la naissance de l'engagement qui conduit à l'opération incriminée. La preuve apportée par l'initié pour s'exonérer doit consister à démontrer que l'opération incriminée aurait été réalisée même en l'absence de la possession de l'information privilégiée, c'est-à-dire en dépit de l'avantage qu'elle a procuré. C'est en ce sens que la preuve demeure objective et qu'elle permet de conclure qu'il n'y a pas eu atteinte à l'intégrité du marché. Il ne s'agira donc pas pour l'initié de dire qu'il n'avait pas conscience d'être en possession d'une information privilégiée ou de l'utiliser au moment où l'opération a eu lieu, mais de mettre en évidence le fait qu'au moment où l'opération a été décidée ou engagée de manière certaine, il ou celui qui avait le pouvoir de décision, n'était pas en possession de l'information privilégiée et ne devrait donc pas pouvoir être réputé l'avoir utilisée.

ooo

La preuve à rapporter pour contester l'utilisation d'une information privilégiée ne doit pas consister à nier le lien de causalité entre la détention de l'information privilégiée et l'opération sur les titres concernés par ladite information, mais de prouver que la décision de l'opération réalisée sur les titres concernés a été réalisée en l'absence de l'information privilégiée. C'est l'autonomie de l'opération par rapport à l'information privilégiée qu'il convient de démontrer et non l'autonomie des motifs de l'initié primaire pour réaliser l'opération incriminée par rapport à l'information privilégiée dont il est entré en possession. En démontrant que la décision de l'opération est étrangère à la détention de l'information

²⁸ L'article 622-1 du règlement général de l'AMF pose que : « Toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient en acquérant ou en cédant ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour son propre compte ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou les instruments financiers auxquels ces instruments sont liés. »

²⁹ A contrario voir décision de la Commission des sanctions du 4 décembre 2008, Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF et des juridictions de recours 2008 p. 240 et s.

privilegié, parce qu'antérieure à celle-ci ou prise indépendamment de sa volonté expresse, la preuve demeure objective.

Une telle solution apparaît donc parfaitement compatible avec le caractère objectif du manquement d'initié. La preuve d'une absence totale de lien entre la décision d'investissement ou de désinvestissement de l'initié, non pas sur le terrain de la motivation de ladite décision ou de la conscience de la personne mise en cause, mais au regard de l'analyse objective de cette décision avec l'entrée en possession de l'information privilégiée ne devrait pas être écartée au motif que le manquement est objectif, auquel cas la preuve contraire s'avérerait finalement impossible.

FP

Participants au groupe de réflexion

Président : Frédéric Peltier (Avocat)

Rapporteur : Catherine Maison Blanche (Juriste)

Odile de Brosse (Afep)

France Drumont (Professeur)

Dany Cohen (Professeur)

Olivier Douvreur (Directeur des affaires juridiques AMF)

Hubert Gasztowtt (Ministère des finances)

Didier Martin (Avocat)

Bruno Petit (Magistrat Cour de Cassation)

Serge Rognon (Directeur Juridique)

Jean Paul Valuet (ANSA)