

L'actualité du droit communautaire ayant un impact sur l'environnement législatif et réglementaire de la place financière de Luxembourg

L'opération d'initié implique l'utilisation de l'information privilégiée

Cette rubrique, paraissant tous les mois, couvre les sujets d'actualité et l'évolution du droit communautaire, et cela chaque fois que la nouveauté en question est susceptible d'avoir des répercussions sur la place financière de Luxembourg et son encadrement législatif et réglementaire.



ETUDE PATRICK GOERGEN
Avocats à la Cour

La Cour de justice de l'Union européenne, dans un arrêt du 23 décembre 2009^[1], vient d'encadrer la notion d'opération d'initié telle que prévue par la directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 relative aux abus de marché^[2].

La Cour statuait à la suite d'une question préjudicielle posée par une juridiction belge dans un litige opposant l'entreprise belge, cotée en Bourse, Spector Photo Group NV au régulateur CBFA. Spector avait notifié à Euronext Bruxelles son intention d'acheter un certain nombre de ses actions propres, en exécution d'un programme d'option sur actions. Du 28 mai au 30 août 2003, elle a ainsi racheté 27.773 actions. Le rachat se faisait d'abord par quatre opérations successives portant respectivement sur 2.000 actions. Puis, les 11 et 13 août 2003, un particulier a passé deux ordres, permettant à Spector d'acquérir 19.773 actions au prix moyen de 9,97 euros. Le prix d'exercice des options en cause était de 10,45 euros.

À la suite d'une publication de certaines informations relatives à ses résultats et à sa politique commerciale, le cours de l'action Spector a augmenté et, à la fin de l'année 2003, s'élevait à 12,50 euros. Une enquête de l'auditeur interne est diligentée à la demande de la Commission Bancaire, Financière et de l'Assurance belge (la "CBFA") s'agissant de ces ordres suspects. Il apparaît alors à l'auditeur interne mandaté par la CBFA que le programme d'achat d'actions propres de Spector a été modifié a posteriori le 13 août 2003 et que les deux achats précédents avaient pris un caractère curieusement urgent et injustifié. Une décision de la CBFA du 28 novembre 2006 qualifie ces achats d'opérations d'initiés, prohibés par la loi belge de transposition de la directive 2003/6^[3].

La CBFA inflige consécutivement des amendes de 80.000 euros à Spector et de 20.000 euros à la personne ayant passé les ordres litigieux pour compte de Spector. Dans le cadre d'un recours formé contre cette décision, la Cour de Bruxelles a posé plusieurs questions préjudicielles à la Cour de Justice^[4], relatives notamment aux éléments constitutifs de l'opération d'initié (1) et à la proportionnalité de la sanction de l'infraction reprochée (2).

Connaissance et utilisation d'une information privilégiée

L'article 2, paragraphe 1, de la directive 2003/6 prévoit qu'il est interdit à toute personne visée qui "détient une information privilégiée, d'utiliser cette information en acquérant ou en cédant, ou en tentant d'acquérir ou de céder, pour compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, des instruments financiers auxquels se rapporte cette information."^[5]

Au regard de cette disposition, la question centrale de l'affaire est celle de savoir si le seul fait pour une personne qui détient une information privilégiée d'acquérir, céder ou tenter d'acquérir ou de céder des instruments financiers auxquels se rapporte cette information privilégiée implique d'emblée qu'elle utilise ladite information. Autrement dit, quel est le sens de la notion d' "utilisation d'information privilégiée"? Est-il suffisant, pour qu'une opération soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information? Ou est-il, en outre, nécessaire d'établir que cette personne a "utilisé" cette information "en connaissance de cause"?

La Cour souligne en premier lieu que la directive ne prévoit pas de conditions subjectives à l'intention ayant inspiré ces agissements matériels. Elle ne présume pas non plus si l'initié primaire doit avoir été mû par une intention spéculative, doit avoir poursuivi un dessein frauduleux ou doit avoir agi de propos délibéré ou par négligence. Elle n'indique pas expressément qu'il est nécessaire d'établir que l'information privilégiée a déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause, pas plus qu'il ne prévoit expressément que l'initié primaire devait avoir conscience du caractère privilégié de l'information en sa possession.

Selon la Cour, la directive définit de manière objective les opérations d'initiés 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. La nature particulière de l'opération d'initié permettrait toutefois de présumer cet élément moral à partir de la relation de ses éléments constitutifs. En effet, la relation de confiance liant les initiés primaires à l'émetteur impliquerait de leur part une responsabilité particulière à cet égard.

L'exécution d'une opération de marché résulterait nécessairement d'une chaîne de décisions s'inscrivant dans un contexte complexe permettant d'exclure, en principe, que son auteur ait pu agir sans avoir conscience de ses agissements. L'auteur d'une opération de marché, qui est en possession d'une information privilégiée, est réputé avoir intégré telle informa-

tion à son processus décisionnel. Une telle présomption de l'intention de l'auteur ne saurait cependant porter atteinte aux droits fondamentaux et en particulier au principe de la présomption d'innocence consacré notamment par la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme^[6]. La présomption d'infraction, parce qu'elle a un caractère répressif par essence, doit pour la Cour être enserrée dans les limites raisonnables du droit de la procédure pénale. Cette présomption doit donc être réfragable. Ainsi, le fait que l'article 2 de la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément d'élément moral ne signifie pas pour autant que tout initié en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération de marché tombe automatiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés. La Cour juge dès lors que le fait qu'une personne qui détient une information privilégiée effectue une opération de marché implique que cette personne a utilisé cette information, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption. L'analyse des faits faisant présumer une infraction d'opération d'initié devrait se faire à la lumière de la finalité de la directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose notamment sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées.

Il est intéressant de noter ici que la Cour n'a pas parfaitement suivi les conclusions de son avocat général^[7], qui préconisait une solution plus pragmatique, consistant à dire qu'une personne qui acquiert ou cède des instruments financiers auxquels se rapporte une information privilégiée implique en principe d'emblée que cette personne utilise l'information en question. Mais, dans les cas où il est établi, a priori, qu'une information privilégiée n'influe pas sur les agissements d'une personne, la simple connaissance de cette information n'implique pas son utilisation. En d'autres termes, il aurait fallu vérifier, selon l'avocat général, si les agissements d'un initié ont été perpétrés en raison de la connaissance d'une information privilégiée ou si la connaissance d'une information privilégiée n'a au contraire pas influé sur la décision d'agir.

Proportionnalité de la sanction infligée à l'infraction d'opération d'initié

La juridiction belge demandait par ailleurs et en substance si, afin de sanctionner une opération d'initié dans le respect du principe de proportionnalité, il est nécessaire de prendre en considération le bénéfice réalisé et, dans l'affirmative, à quelle date ce bénéfice doit être évalué. La Cour rappelle que les Etats membres sont priés de prendre des mesures administratives appropriées pour sanctionner les violations des dispositions communautaires et que celles-ci doivent être effectives, proportionnées et dissuasives. La définition de ces critères relève toutefois de la législation

nationale. Pourtant, puisque la trente-huitième considérant de la directive 2003/6 énonce que les sanctions devraient être suffisamment dissuasives, proportionnées à la gravité de l'infraction et aux profits réalisés, la Cour convient que l'avantage économique résultant d'une opération d'initié peut constituer un élément pertinent aux fins de la détermination d'une sanction effective, proportionnée et dissuasive. Toutefois, la méthode de calcul et la date/période de référence à prendre en compte sont de la compétence du droit national.

Par conséquent, les Etats membres sont libres de déterminer leur méthode de calcul des sanctions à infliger aux personnes ayant commis des opérations d'initié, à condition que ces sanctions soient notamment proportionnées. La juridiction de Bruxelles demandait, enfin, s'il y a lieu, au stade de la décision d'infliger une sanction administrative, de prendre en compte une possible sanction pénale ultérieure. Les Etats membres sont de fait obligés par la directive de prévoir des sanctions administratives, et exigent que ces sanctions soient effectives, proportionnées et dissuasives.

La directive ne leur impose toutefois pas de prévoir des sanctions pénales. La Cour répond donc à la juridiction belge que si un Etat membre a prévu, hormis des sanctions administratives, la possibilité d'infliger une sanction de nature pénale, il n'y a pas lieu de prendre en considération, aux fins de l'appréciation du caractère effectif et proportionné de la sanction administrative, la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale ultérieure. L'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif des sanctions administratives ne saurait dépendre d'une hypothétique sanction pénale ultérieure.

M. Laurent Suin - M. Patrick Goergen
Etude Patrick Goergen, Avocats à la Cour

[1] Arrêt de la Cour de Justice de l'Union européenne (troisième chambre) C-45/08 du 23 décembre 2009, Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck/Commission voor het Bank, Financien en Assurantiewezen (CBFA)

[2] Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) - JO L 96 du 12 avril 2003, p. 16

[3] Loi belge du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers - Mouviteur belge du 4 septembre 2002, p. 39121

[4] Demande de décision préjudicielle présentée par le Hof van Beroep te Brussel (Belgique) le 3 février 2008 - Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck/Commission voor het Bank, Financien en Assurantiewezen - JO C 107 du 26 avril 2008, p. 14

[5] Transposée en droit luxembourgeois par l'article 8, paragraphe 1, de la loi du 9 mai 2006 relative aux abus de marché - Mémorial A n° 83 du 16 mai 2006, p. 1474

[6] Voir l'article 6 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, signée à Rome le 4 novembre 1950

[7] Conclusions de l'Avocat Général Mme Juliane Kokott présentées le 10 septembre 2009 dans l'affaire C-45/08 Spector Photo Group NV et Chris Van Raemdonck/Commission voor het Bank, Financien en Assurantiewezen (CBFA)

Février 2010 (p. 16)