

Faculté de droit et de criminologie

Les délits d'initiés

Analyse comparée du droit américain et européen

Auteur : Haider Gontier

Promoteur(s) : Denis Philippe

Année académique 2018-2019

Master en Droit à finalité droit transnational, comparé et étranger

Plagiat et erreur méthodologique grave

Le plagiat, fût-il de texte non soumis à droit d'auteur, entraîne l'application de la section 7 des articles 87 à 90 du règlement général des études et des examens.

Le plagiat consiste à utiliser des idées, un texte ou une œuvre, même partiellement, sans en mentionner précisément le nom de l'auteur et la source au moment et à l'endroit exact de chaque utilisation*.

En outre, la reproduction littérale de passages d'une œuvre sans les placer entre guillemets, quand bien même l'auteur et la source de cette œuvre seraient mentionnés, constitue une erreur méthodologique grave pouvant entraîner l'échec.

* A ce sujet, voy. notamment <http://www.uclouvain.be/plagiat>.

Table des Matières

INTRODUCTION.....	3
I. DEVELOPPEMENT LEGISLATIF.....	5
1. NECESSITE D'UNE REGLEMENTATION :	5
2. L'EVOLUTION AMERICAINE : D'UNE APPROCHE EUROPEENNE A UN DEVOIR FIDUCIAIRE	7
3. L'EVOLUTION EUROPEENNE : UNE HARMONISATION GRANDISSANTE	13
II. LES DELITS D'INITIES : UNE ANALYSE APPROFONDIE.....	17
1. L'APPROCHE AMERICAINE :	19
1.1 Section 16 du Securities and Exchange Act :	19
1.2 Section 10(b) du Securities and Exchange Act et son évolution jurisprudentielle :	21
a) <i>La théorie classique</i> :	21
b) <i>La théorie de « misappropriation »</i> :	28
c) <i>Controverse et dénouement de l'obligation fiduciaire</i> :	31
d) <i>Autres éléments : matérialité, scienter, possession & utilisation de l'information</i>	35
2. L'APPROCHE EUROPEENNE :	37
2.1 Information privilégiée :	38
a) <i>Une information non publique</i> :	39
b) <i>Une information à caractère précis</i> :	40
c) <i>Une information concernant, directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs ou un ou plusieurs instruments financiers</i> :	45
d) <i>Une information susceptible d'avoir un effet sensible sur le cours de l'instrument financier</i> :	46
2.2 Champ d'application <i>ratione personae</i> – les catégories d'initiés :	47
2.3 Implications légales :	50
a) <i>Interdictions</i> :	50
b) <i>Obligation positive : publication des informations privilégiées</i>	53
III. LES SANCTIONS :	55
1. LE SYSTEME DUALISTE EUROPEEN :	55
2. PROBLEMES :	57
IV. MESURES PREVENTIVES :	60
1. LES LISTES D'INITIES :	61
2. « WHISTLEBLOWER » :	61
3. LA DECLARATION DES TRANSACTIONS DE DIRIGEANTS :	62
V. LE BILAN DE L'EFFICACITE DES LEGISLATIONS :	63
CONCLUSION :	65
BIBLIOGRAPHIE :	67

Introduction

Initialement, le système financier était conçu pour mettre à la disposition du marché le capital excédentaire existant. Malheureusement, cette vision n'est plus adéquate pour décrire la réalité actuelle. Après de nombreux changements, un système financier d'une complexité inimaginable a été mis en place. Celui-ci peut être comparé à un casino où la science des mathématiques et des probabilités effleure la limite de la pure spéculation. À cause de cette complexité et de son manque de transparence, les investisseurs (particulièrement les investisseurs européens) sont devenus très prudents sur le plan financier. Ce phénomène d'« aversion au risque » est encore davantage observable en Europe¹.

Or, un manque d'investissement peut poser problème pour l'économie nationale et même pan-européenne. L'investissement est, en effet, un facteur majeur de croissance économique qui, elle, à son tour, est primordiale pour améliorer notre qualité de vie. Le but des législateurs est donc, par l'établissement de législations solides, d'assurer et de restaurer l'intégrité des marchés financiers afin d'attirer davantage d'investissements pour stimuler l'économie. Cette idée fondamentale se traduit dans les diverses législations européennes et leurs modifications qui, au cours de cette période de transition informatique, tentent de prendre en compte les changements technologiques drastiques auxquels nous sommes confrontés. D'ailleurs, l'un des grands objectifs de l'Union européenne pour un proche avenir est de parvenir à une « *Capital Markets Union* ». Ce plan, aussi appelé « Plan Juncker », vise à stimuler les investissements par la libéralisation des marchés financiers au sein de l'Union².

Il est important de constater que le législateur européen intensifie ses efforts pour améliorer les systèmes financiers. Les réformes de MIFID II³, du nouveau « *Banking Package* » (à venir)⁴ et l'importante réforme en matière d'abus de marché entrée en vigueur en 2014 sont les raisons principales pour lesquelles le plan juridique en cette matière est constamment en mouvement⁵. La thématique des abus de marché est un sujet qui est survenu récemment en

¹Rapport sur l'investissement 2017/2018 de la Banque Européenne d'Investissement, disponible sur : https://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2017_key_findings_fr.pdf

²Capital Markets Union | European Commission : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en

³ Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, J.O., L 173 du 12.6.2014, pp. 349 – 496 (ci-après « MIFID »)

⁴ European Commission Press Release, « Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM) », disponible sur : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-19-2129_en.htm ; Unternehmen DELOITTE, « CRD V und CRR II – Der neue regulatorische Rahmen », disponible sur : <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/capital-requirements-directive.html>

⁵Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), J.O., L 173, du 12.6.2014, pp. 179

Europe et qui, depuis lors, ne cesse de croître en importance. Effectivement, le manque de transparence de ces systèmes, en plus de la présence de professionnels malveillants qui dominent ces marchés, peut être vu comme une des causes majeures de méfiance envers ces systèmes⁶.

L'analyse de cette législation « anti-abus de marché » sera précisément l'objet de ce mémoire. Tout d'abord, il faudra aborder les origines de cette législation et son évolution du côté européen mais également américain. La naissance de cette législation européenne a d'ailleurs été assez tardive par rapport aux États-Unis mais également à l'égard de certains pays européens qui n'ont pas voulu attendre celle-ci pour légiférer en la matière⁷.

Comme un grand nombre d'autres législations, la législation abus de marché a fait l'objet de quelques modifications avec le temps. Ceci n'est pas péjoratif, tout au contraire ; les législateurs européen et américain s'efforcent de remédier aux nombreuses problématiques apparues après certains événements clés comme la crise financière de 2008.

Une fois l'historique abordé, il sera primordial d'analyser le contenu de cette législation. L'approche américaine se base, depuis son origine, à moitié sur les décrets administratifs de la *U.S. Securities and Exchange Commission* (ci-après « SEC ») et à moitié sur la jurisprudence de la *Common Law* concrétisant la Section 10 (b) relativement vague du *Securities Exchange Act* de 1934. L'analyse de l'évolution de cette législation au sein du système américain demandera une approche fondamentalement anglo-saxonne, c'est-à-dire une approche qui nécessitera de décortiquer les arrêts significatifs de la jurisprudence américaine constituant les règles contraignantes dans ce domaine. Ensuite, la législation européenne et son champ d'application concret seront pris sous la loupe pour avoir une pleine compréhension des deux législations provenant des deux côtés de l'Atlantique.

Ce sujet étant d'une telle complexité, il est évident que nous rencontrerons certains problèmes. Les législateurs ont choisi multiples voies afin de combattre ces infractions. Leur efficacité sera sérieusement remise en cause avec l'analyse de données et chiffres concrets de dossiers poursuivis durant l'implémentation de ces législations. Finalement, ce mémoire abordera d'autres problèmes et conflits importants comme le système de doubles sanctions en

– 189 (ci-après « MAD ») ; Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE, *J.O.*, L 173, du 12.6.2014, pp. 1–61 (ci-après « MAR »)

⁶K. SWINBURNE, « Trust and Confidence : Essential for Global Capital Markets », disponible sur : <https://www.theotcspace.com/2018/03/22/trust-and-confidence-essential-global-capital-markets>

⁷T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, « Insider Trading – A U.S. Perspective », *Remarks at the 16th International Symposium on Economic Crime at Jesus College*, Cambridge England, 19 septembre 1998, disponible sur : <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm>

Europe qui pose problème au regard de la Convention Européenne des Droits de l'Homme, concrètement avec le principe *ne bis in idem*⁸.

Le législateur européen a fait le choix de s'engager à un plus haut degré pour combattre les abus de marché. Effectivement, conscient de la difficulté majeure de poursuivre ces infractions, la mise en place de mesures préventives dans le système européen vise à faciliter et à rendre possible des poursuites efficaces sur les marchés financiers. Ces mesures seront brièvement abordées⁹.

In fine, ce travail évaluera les deux pistes choisies par les législateurs en question, afin de tirer un bilan de leur efficacité dans des conditions réelles et non pas « que » théoriques.

I. Développement législatif

1. Nécessité d'une réglementation :

« *Insider trading has utterly no place in any fair minded law abiding economy* »¹⁰. Cette citation est extraite du discours de l'ancien président de la SEC Levitt en Septembre 1998. Notre société actuelle ressent plus que jamais une nécessité absolue de prohiber et réguler rigoureusement la matière des délits d'initiés et des abus de marché en général. Ce n'est pourtant pas une vision de si longue date, contrairement à ce que l'on pourrait croire. Cela vaut particulièrement pour l'approche européenne, assez récente. Il est vrai que du côté américain, une législation, malgré ses défaillances, existait depuis le début du XX^{ème} siècle¹¹. Du reste, aujourd'hui encore, même si cette thèse est beaucoup moins soutenable, certains, ayant une vision économique très libéraliste du marché, soulignent le fait que les délits d'initiés en matière d'abus de marché ne devraient pas être punissables, s'alignant donc sur le point de vue européen majoritaire avant la première directive de 1989¹².

Ceux-ci avancent divers arguments pour appuyer leur vision perçue, en général, de manière assez critique à l'heure actuelle. Un premier argument est celui d'une rémunération par le biais d'actions de société en surplus d'un salaire générique moins élevé ; un salaire moins

⁸ Protocole n° 7 à la Convention de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales, fait à Strasbourg le 22 novembre 1984 et approuvé par la loi du 6 mars 2007, *M.B.*, 22 juin 2012, p. 35046, art. 4

⁹ Art. 16 à 19, MAR

¹⁰ T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op. cit.*

¹¹ *Ibidem*

¹² *Ibidem*; Directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, J.O., L 334, du 18.11.1989, pp. 30 – 32 (ci-après « Directive 89/592/CEE »)

élevé qui bénéficierait à l'actionnariat de l'entreprise. Une telle rémunération permettrait d'inciter le développement et la recherche chez les employés en leur promettant des compensations colossales pour l'élaboration de nouveaux produits qui engendreraient des hausses du cours de l'action à court terme. Or, en interdisant les transactions basées sur une information privilégiée et, ainsi, l'octroi d'actions à court terme qui vise à compenser l'employé à l'origine de l'innovation, cela, soi-disant, freinerait l'innovation et le développement qui sont deux facteurs cruciaux pour la croissance économique. Les partisans de cette thèse, toutefois, restent muets quant au risque que celle-ci poserait en incitant à des opérations risquées dans lesquelles s'engageraient les initiés dans l'intention d'en retirer un gain personnel¹³.

Un argument conséquent dans ce débat persiste en ce qui concerne l'efficacité de cette législation et des poursuites engagées. Les sommes et le gain obtenus des poursuites restent faibles en comparaison avec le capital économique et humain dépensé pour détecter et poursuivre effectivement ces infractions. Cet argument doit être approché de manière très critique. En effet, une injustice, ou même une escroquerie, causée par un initié qui serait laissée impunie ne serait pas viable dans notre État de droit actuel. Effectivement, un initié possédant une information privilégiée, qui s'engagerait directement avec un tiers par le biais d'un produit financier comme une option par exemple, retirerait un gain financier direct au détriment de ce tiers. S'engager dans un tel contrat tout en sachant que son partenaire contractuel s'engage, par la conclusion du contrat, dans une perte assurée serait contraire à toute bonne valeur sociétale existante. En poussant ce contre-argument encore plus loin, l'on pourrait dire que cela est également contraire, du moins en Belgique, à l'exigence de bonne foi inscrit comme principe fondamental dans notre Code Civil à l'article 1134, alinéa trois¹⁴.

De surplus, il est possible que par une réglementation, le législateur ait un effet dissuasif à l'égard des analystes financiers qui doivent faire leur « *due diligence* » avant de pouvoir prononcer des recommandations d'investissements. On peut comprendre que la prohibition d'un avantage, parce que retiré d'une information privilégiée, pourrait mener à moins d'enquêtes et de recherches en privant ces analystes d'une récompense attractive¹⁵. Dans le cadre de ce mémoire, nous nous limiterons à ces quelques arguments pour illustrer l'existence d'un débat plutôt insignifiant, mais continu quant à cette régulation.

Un aspect primordial, qui doit être abordé, consiste à clarifier les motivations et les objectifs des législateurs qui les poussent à réglementer cette matière. L'incitation majeure à

¹³ T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

¹⁴ *Ibidem* ; C.civ., art. 1134

¹⁵ A. F. GEVURTZ, « The Road not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions », *Washington University Journal of Law and Policy*, Volume 56, 2017, p. 42

une régulation est un bon fonctionnement des marchés financiers dans lesquels les investisseurs injectent une grande partie de leur patrimoine (monétaire) excédentaire sans grande méfiance. En réalité, nos marchés financiers, qui sont de surcroît complexes, dépendent dans une large mesure de la confiance des investisseurs. C'est pour conserver l'intégrité de ces marchés que le législateur mène ce combat crucial contre les abus de marché¹⁶. Ceci se retrouve intégré dans le préambule du MAR. L'importance de l'existence de marchés financiers efficaces pour la croissance économique et la prospérité européenne y est soulignée dans le considérant n°1¹⁷. Or, pour garantir l'efficacité des marchés, il faut garantir l'intégrité de ceux-ci, ce qui à son tour s'obtient par la confiance des investisseurs en combattant toutes sortes de pratiques injustes ou arbitraires (délits d'initiés, arbitrage réglementaire, manipulation des marchés etc.)¹⁸.

S'ajoute à cet argument principal, une hypothèse qui émerge de plus en plus, surtout aux États-Unis. Selon celle-ci, les délits d'initiés reflètent une fois de plus l'inégalité régnant au sein de nos sociétés. Le raisonnement est le suivant : tout d'abord, travailler dans le monde de la finance, source d'informations privilégiées, nécessite un niveau d'éducation supérieur qui, aux États-Unis, coûte très cher et qui, dès lors, n'est pas accessible à tout le monde. Tout de plus que ces informations privilégiées proviennent majoritairement d'un réseau social exclusif. Cela veut dire concrètement que seulement un certain « microcosme élitair »¹⁹ bénéficierait d'une absence de réglementation en cette matière, qui les rendrait encore plus riches aux dépens de la classe moyenne (aux États-Unis) dont une grande partie du patrimoine familial est placée sous forme d'actions²⁰. Comme l'illustre un auteur américain : « *Trading on inside information simply produces a zero sum wealth transfer from those without the information to those who have it* »²¹.

2. L'évolution américaine : d'une approche européenne à un devoir fiduciaire

Ayant désormais confirmé le besoin de réglementer et prohiber les délits d'initiés en matière d'abus de marché, nous allons nous tourner vers les origines de cette réglementation. Comme toute bonne histoire, cela commence dans le pays des possibilités illimitées. Ainsi, les premiers à légiférer en cette matière ont été les États-Unis. Avec la crise financière de 1929,

¹⁶ *Ibidem*, p. 42 et s.

¹⁷ Considérant 1, MAR

¹⁸ Considérant 2 et 4, MAR

¹⁹ A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 42 – 43

²⁰ *Ibidem*, pp. 42 – 43

²¹ *Ibidem*, p. 43

aussi connue sous le nom de la « *great depression* », plusieurs failles dans le système ont attiré l'attention du législateur. Pour remédier efficacement à ces divers problèmes, entre autres les manipulations de marché, le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934 ont été adoptés²². Bien avant ces deux législations fédérales, il était déjà bien connu que les délits d'initiés étaient contraires au bon droit et nuisibles aux systèmes financiers. C'est ainsi qu'en 1909, la Cour Suprême des États-Unis, dans l'arrêt *Strong v. Repide*²³, a décidé qu'un directeur de société qui possède une information permettant de prédire un gain significatif de l'instrument financier commet une infraction de « fraude » s'il ne la divulgue pas à l'autre partie à la transaction. Cet arrêt est à l'origine du principe fondamental américain : « *disclose or abstain* »²⁴.

Revenons-en aux premiers actes législatifs fédéraux de 1933 et 1934 concernant les abus de marché. Le *Securities Exchange Act*, le cœur de la législation anti-abus de marché américaine, nécessite une analyse plus approfondie. Cet acte prohibe à deux reprises les délits d'initiés, une fois de manière directe et une fois de manière indirecte. La Section 16 (b) érige clairement une prohibition pour des profits à court terme faits par des initiés. Cette disposition est en réalité la seule disposition du *Securities Exchange Act* qui évoque directement le sujet des délits d'initiés²⁵. Cette règle cible « à la grosse louche » seulement trois catégories d'initiés : (1) les directeurs ; (2) les « *officers* » ; et (3) les détenteurs de 10% ou plus d'actions de la société en cause qui achètent et vendent (ou vendent et achètent) des valeurs mobilières en réalisant un gain endéans six mois²⁶. Prenons à titre illustratif un exemple : A est le PDG de la société X. Durant un intervalle de 3 mois, A achète et vend 1000 actions de la société X en question et en retire un bénéfice de 100.000€. Malgré l'absence de preuve que A a agi sur base d'information privilégiée, A devra rembourser 100.000€ à la société X²⁷. Cette disposition (Section 16(b)) ne pose en général pas de grand problème et installe, de ce fait, une sorte de présomption irréfragable de délit d'initié commis par des individus ayant obtenu un gain au cours d'une période de 6 mois et ce, par le biais de transactions financières relatives à l'entreprise dans laquelle ils exercent leurs fonctions. Cependant, une des quelques difficultés

²² Securities Exchange Act of 1934, accessible sur : <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (ci-après « SEA »); Securities Act of 1933, accessible sur : <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (ci-après « SA »)

²³ U.S. Supreme Court, arrêt *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419, du 3 mai 1909, disponible sur www.supreme.justia.com

²⁴ *Ibidem* ; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

²⁵ M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, MPILux Working Paper 5, 26 Mai 2014, disponible sur : www.mpi.lu, pp. 21 - 22 ; Section 16 (b), SEA

²⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 21 – 22 ; Section 16 (b), SEA

²⁷ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p.22

restantes est le calcul du montant du profit réalisé en cas de transactions multiples s'étant probablement basées sur des tarifs d'actions différents²⁸.

Le cœur de la législation américaine en matière de poursuite de délits d'initiés réside dans la Section 10 (b) du *Securities Exchange Act*. Celle-ci n'évoque pas directement les délits d'initiés et est en réalité une sorte de disposition « fourre-tout » anti-fraude. En raison de son évolution relativement dense, il est impératif de la replacer dans son contexte historique²⁹. Sous la disposition *Rule 10b-5* de 1934 figurait en réalité une règle recouvrant très largement toute pratique frauduleuse lors de transactions impliquant des valeurs mobilières :

« *It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange :*

a. To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

b. To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

c. To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security. »³⁰.

Vu que celle-ci n'était pas adressée directement aux délits d'initiés, il a fallu attendre les années 1960 pour que la SEC invoque dans l'affaire *In re Cady, Roberts & Co*³¹ la règle 10b-5. Un employé d'une société de courtage, qui était au courant de la suppression des dividendes d'une société X, avait vendu toutes ses actions liées à cette dernière afin d'éviter une perte financière significative. Cette information étant « *material and non public* »³² (ci-après traduit par « matérielle et non publique »), Mr. Gintel a été reconnu coupable d'infraction de délit d'initié. L'approche de la SEC et de la jurisprudence américaine a donc clairement favorisé le principe de l'accès égal à l'information, qui est, comme nous allons le voir plus en détail par après dans ce mémoire, l'approche européenne actuelle à travers le MAR et la MAD. Selon ce principe, il y a fraude dès que l'on effectue une transaction financière sur base d'une information matérielle et non-publique (en Europe : sur base d'une information dite privilégiée)³³. D'après la SEC, Mr. Gintel avait le choix : « *disclose or abstain* », c'est-à-dire soit le choix de divulguer l'information au public avant d'effectuer ses transactions, soit le choix de s'abstenir de les effectuer tout court³⁴. Cet adage diffère toutefois quelque peu de l'approche

²⁸ *Ibidem*, p. 23

²⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 6 et s.; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

³⁰ Rule 10b-5, SEA

³¹ Arrêt *In re Cady Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 de 1961, disponible sur www.supreme.justia.com

³² *Ibidem*; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 7 et s.

³³ A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 32 – 37

³⁴ Arrêt *In re Cady Roberts & Co.*, *op. cit.* ; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

européenne, comme nous allons le voir, du fait qu'en Europe il y a, *a contrario*, une obligation réelle pour l'initié de divulguer l'information privilégiée même si celui-ci s'abstient d'effectuer des transactions³⁵.

L'application de cette théorie d'accès égal à l'information a été consolidée par l'arrêt *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*³⁶. Après que la société Texas Gulf Sulfur (l'une des plus importantes compagnies minières de sulfur au monde) ait fait l'acquisition de propriétés foncières riches en minéraux précieux au Canada, ses employés, qui avaient anticipé une hausse du cours des actions y afférentes une fois que l'information serait rendue publique, en avaient acheté un nombre substantiel. Et de fait, après l'annonce de cette information, ceux-ci en avaient lourdement tiré profit. Ici aussi, le juge américain, en se basant sur la théorie d'accès égal à l'information, a adopté le principe de « *disclose or abstain* »³⁷.

Malheureusement, cette conception a été rejetée sept ans plus tard par la jurisprudence *Chiarella v. U.S.* de la Cour Suprême des États-Unis, sous prétexte que la théorie d'accès égal à l'information était une notion trop large qui pourrait potentiellement porter préjudice aux systèmes financiers du pays³⁸. La Cour Suprême a érigé dans cet arrêt la nécessité d'une condition supplémentaire pour engager la responsabilité en matière de délit d'initié. Le simple fait de disposer d'une information matérielle et non publique ne suffit pas pour imposer un devoir de « *disclose or abstain* ». C'est précisément avec cet arrêt que la jurisprudence américaine, en adoptant le concept et la nécessité d'une « violation d'un devoir fiduciaire » (originale : « *breach of a fiduciary duty* »), a effectué un virage à cent-quatre-vingts degrés, un vrai volte-face, par rapport à l'ancienne approche basée sur l'accès égal à l'information³⁹. Cet épisode a marqué le début d'une nouvelle perception aux États-Unis à laquelle les Européens n'ont pas voulu adhérer.

Une société spécialisée dans l'impression de documents destinés au secteur financier utilisait des codes pour les dénominations réelles de leurs clients. Malgré le masquage de ces informations sensibles, un employé de la société, Mr. Chiarella, avait pu identifier la société en question sur le document de l'offre publique d'acquisition pas encore annoncée et avait immédiatement procédé à l'achat d'actions de cette dernière pour les revendre après une

³⁵ Art. 17, MAR

³⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 8 ; U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Texas Gulf Sulphur Company*, 401 F.2d 833, du 13 août 1968, disponible sur www.supreme.justia.com

³⁷ *Ibidem*

³⁸ U.S. Supreme Court, arrêt *Chiarella v. United States of America*, 445 U.S. 222, du 18 mars 1980, disponible sur www.supreme.justia.com ; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

³⁹ *Ibidem* ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 9

flambée des prix⁴⁰. Dans ce cas, et le tribunal de première instance et la cour d'appel ont reconnu Mr. Chiarella coupable de délit d'initié en s'appuyant sur la jurisprudence de l'arrêt *S.E.C. v. Texas Gulf Sulphur*. Cependant, la Cour Suprême a conclu que, comme Mr. Chiarella n'avait pas de devoir fiduciaire envers les actionnaires auprès desquels il a acheté ces instruments financiers, aucune responsabilité de sa part ne pouvait être engagée⁴¹. On peut donc en déduire que deux conditions sont nécessaires pour être reconnu coupable de délit d'initié : (1) l'utilisation d'une information matérielle et non publique et (2) la violation d'un devoir fiduciaire.

Cette approche, qui sera analysée plus en détail ultérieurement, est vivement débattue. Preuve en est l'adoption par la SEC, six mois plus tard, de la règle 14e-3 dans le *Securities and Exchange Act*. Cette disposition érige une interdiction en matière d'offre publique d'acquisition pour les initiés provenant des sociétés concernées, à savoir l'interdiction de divulguer des informations concernant l'OPA, mais également une interdiction, pour toute personne possédant une information matérielle et non-publique, d'effectuer des transactions financières les concernant. Le concept de devoir fiduciaire est donc complètement anéanti en matière d'OPA par cette règle⁴². Malheureusement, son champ d'application reste limité. Et pour cause, seule la technique d'acquisition OPA y est incluse, c'est-à-dire que toute autre moyen d'acquisition n'est pas couvert par cette règle et cette différence de traitement entre les OPA et d'autres techniques d'acquisition, sous une analyse européenne et belge, semble empiéter le principe de non-discrimination (art.10&11 de la Constitution Belge p.ex.)⁴³.

Le cas *Chiarella* a été le premier pas vers un rétrécissement du champ d'application de la protection des investisseurs contre les délits d'initiés. La seconde étape a trouvé son origine dans l'arrêt *Dirks v. S.E.C.* qui cible la thématique des « *tippees* »⁴⁴. Alors que les « *tippers* », au sein de l'entreprise et proches de la source directe d'information, divulguent l'information à un tiers et, par cela, violent leur obligation fiduciaire, les « *tippees* », quant à eux, externes à la société (les tiers en question, donc), utilisent à leur profit cette information matérielle et non-publique reçue des « *tippers* », tout en sachant, ou du moins, étant supposés savoir, que ceux-ci ont violé leur obligation fiduciaire⁴⁵. *Dirks* clarifie également la notion de « *constructive insider* ». Ceux-ci sont, similairement aux « *tippees* », externes à la société.

⁴⁰ A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 32 et s.; U.S. Supreme Court, arrêt *Chiarella v. United States of America*, *op.cit.*

⁴¹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 9

⁴² T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.* ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 10

⁴³ Const., art. 10 et 11

⁴⁴ U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, du 1 juillet 1983, disponible sur www.supreme.justia.com ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 11 ; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

⁴⁵ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 11 – 12 ; T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

Toutefois, dans l'arrêt en question, la cour indique que ceux-ci seraient responsables de délit d'initié parce qu'ils ont bel et bien un devoir fiduciaire propre envers l'émetteur en raison de leur relation professionnelle avec celui-ci⁴⁶. Comme nous allons le constater par la suite, les notions de « *constructive insider* », « *tipper* » et « *tippee* » ne sont pas comme telles reprises dans la législation européenne mais ces concepts y sont définis de manière plus simple et plus globale : les initiés primaires et secondaires⁴⁷. La divulgation d'information matérielle et non-publique est effectivement également punissable, similairement au système européen⁴⁸.

Une fois cette limitation importante du champ d'application des délits d'initiés établie, la SEC a alors initié l'adoption d'une nouvelle théorie s'ajoutant aux règles établies par *Chiarella* et *Dirks* : « *the misappropriation theory* »⁴⁹. Sous l'arrêt *U.S. v. O'Hagan* de 1997, un délit d'initié est également commis si une personne externe à la société (c'est-à-dire sans obligation fiduciaire envers l'émetteur) est en possession d'une information matérielle et non-publique, tout en ayant une obligation fiduciaire envers la source de l'information. Les faits de *O'Hagan* étaient les suivants : un cabinet d'avocat fournissait son expertise juridique pour une OPA prévue à plusieurs entreprises. Un autre avocat non impliqué dans ce dossier, ayant entendu parler de cette OPA, avait décidé en conséquence d'investir des montants importants dans cette société. Ayant réalisé un gain important, la cour décida de le reconnaître coupable de délit d'initié, malgré le fait qu'il n'avait pas d'obligation fiduciaire envers l'émetteur. Le raisonnement de Juge Ginsburg s'est basé sur le fait que Mr. O'Hagan a bien utilisé l'information matérielle et non-publique tout en violant son devoir fiduciaire non envers l'émetteur de l'instrument financier (la société impliquée dans l'OPA) mais envers son employeur⁵⁰. *O'Hagan* est donc bien cohérent avec *Chiarella* et *Dirks* en estimant que la relation fiduciaire reste nécessaire pour parler de délit d'initié. En effet, si cette théorie avait existé lors des faits de *Chiarella*, Mr. Chiarella aurait très probablement été reconnu coupable en raison de son devoir fiduciaire envers son employeur⁵¹.

La dernière évolution jurisprudentielle récente au sein du système américain est illustrée par le cas *SEC v. Dorozhko* qui s'écarte à nouveau du concept de relation fiduciaire. Il s'agissait alors d'un hacker ukrainien s'étant accaparé d'informations confidentielles non-publiques pour, par la suite, effectuer des opérations financières importantes. La cour décida de prononcer Mr.

⁴⁶ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 11

⁴⁷ Art. 8.4, al.2, MAR

⁴⁸ Art. 14, MAR

⁴⁹ U.S. Supreme Court, arrêt *United States of America v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, du 25 juin 1997, disponible sur www.supreme.justia.com

⁵⁰ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 12 ; A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 32 et s.

⁵¹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 12

Dorozhko coupable, non en raison d'une violation d'un devoir fiduciaire, mais parce que celui-ci a « *fraudulently accessed inside information* »⁵². En effet, le fait d'acquérir ces informations sensibles par des moyens frauduleux anéantit l'exigence d'une relation fiduciaire pour se voir reconnaître coupable en matière de délits d'initiés. Cette décision étant encore assez récente, reste à voir si cette jurisprudence s'implantera définitivement dans le système judiciaire américain⁵³.

Pour résumer cette longue évolution, on peut dire que le système américain combat les délits d'initiés depuis le début des années 1900 pour que, par la suite, leur prohibition soit implémentée dans le *Securities and Exchange Act* de 1934. À côté d'une disposition de délit d'initié (Section 16 (b)), le cœur de cette matière figure dans la règle 10b-5 qui englobe toute action frauduleuse concernant des transactions financières. Depuis les années soixante, on constate que la jurisprudence en la matière a pris de plus en plus de place dans le système américain ; son approche est passée du concept d'accès égal à l'information à celui d'obligation fiduciaire (exception faite des OPA) pour finalement y ajouter la « *misappropriation theory* »⁵⁴.

3. L'évolution européenne : une harmonisation grandissante

La législation européenne est née bien plus tard que celle des États-Unis. En effet, il a fallu attendre la fin des années quatre-vingt pour que la première directive européenne concernant les abus de marché fasse son apparition⁵⁵. Il était alors, plus que jamais, urgent et primordial d'établir enfin un cadre légal commun en la matière au sein de l'Union européenne. Précédemment, celle-ci était en réalité réglementée de manière différente, avec des variations excessives d'un pays à l'autre. En outre, jusqu'à l'adoption de cette directive, quatre des douze États-Membres européens (Allemagne, Belgique, Italie et Irlande)⁵⁶ ne disposaient d'aucune législation sur le sujet. Les législateurs de ces pays considéraient effectivement comme normal que quiconque disposant de plus de connaissances sur un sujet donné puisse tirer profit de ce surplus d'informations. En raison de cette conviction ancrée en Europe, la directive de 1989 a véritablement constitué une nette amélioration du système⁵⁷.

La raison primaire de l'intervention soudaine du législateur européen fut ce qu'on appelle aux États-Unis la « *Mergermania* » des années 1980, à savoir le contexte d'une

⁵² U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Dorozhko*, 574 F.3d 42, du 22 juillet 2009, disponible sur www.supreme.justia.com, § 44 ; *Ibidem*, p. 15

⁵³ *Ibidem*

⁵⁴ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 6 et s.

⁵⁵ Directive 89/592/CEE, *op. cit.*

⁵⁶ T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op. cit.*

⁵⁷ *Ibidem* ; Directive 89/592/CEE, *op. cit.*

économie américaine en pleine expansion, des fusions en hausse constante et une véritable explosion de scandales qui s'en sont suivis⁵⁸. Les cas de Ivan Boesky (sur lequel se base le caractère Gordon Gecko du célèbre film « *Wall Street* ») et de Michael Milken, pour n'en citer que quelques-uns, ont profondément secoué les systèmes financiers américains ; ceux-ci ont même atteint le continent européen. Citons, à titre illustratif, l'affaire liée à la brasserie Guinness. Par conséquent, la nécessité d'un cadre juridique européen en cette matière était flagrante⁵⁹. Cet impératif fut également reconnu au niveau international et cela s'est manifesté dans les années nonante par l'émergence de nombreuses mesures législatives prises en ce sens par des pays comme Hong-Kong, le Vietnam, la Malaisie et les Pays-Bas⁶⁰.

Contrairement au système américain, l'approche européenne a, malgré quelques modifications, conservé en grande partie son essence durant toute son évolution législative. Il n'y a donc pas eu de revirement jurisprudentiel majeur ou de changement de conception fondamental chez les Européens. Ce qui explique en partie cette rigidité, c'est le droit civil codifié en Europe qui limite les mouvements jurisprudentiels. En revanche, la *Common Law* permet aux juges de créer et d'adapter le droit, ce qui rend toute matière non codifiée bien plus volatile. Le cœur de la législation européenne confie une égalité entre les différents acteurs au sein des marchés financiers⁶¹. Ce système qui garantit l'accès égal à l'information était initialement largement inspiré du système américain avant *Chiarella* et de l'introduction, par la suite, d'une obligation fiduciaire. La directive de 1989 interdisait tout simplement aux personnes en possession d'informations privilégiées en raison de leur position managériale, de leur participation au capital ou de leur profession en général, indépendamment de la source de l'information privilégiée, de tirer avantage de celles-ci en effectuant des transactions financières⁶². Nonobstant cette similarité avec le système américain antérieur, une différence persistait quant aux « *tippees* » et aux initiés dits « secondaires » en Europe. Alors que les États-Unis avaient adopté le « *personal benefit test* » que nous élaborerons ultérieurement, l'Europe en revanche voyait tout individu ayant recueilli une information d'une personne frappée d'une interdiction de transaction « contaminé » par celle-ci avec pour conséquence, l'interdiction aussi d'effectuer des transactions financières en lien avec cette information⁶³.

⁵⁸ T. NEWKIRK et M. ROBERTSON, *op.cit.*

⁵⁹ *Ibidem*

⁶⁰ *Ibidem*

⁶¹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 23

⁶² Directive 89/592/CEE, *op. cit.*, art. 3 et 4 ; A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 34 et s.

⁶³ *Ibidem*, p. 35

Néanmoins, il a fallu attendre l'année 2003 pour qu'une législation sophistiquée soit adoptée (directive 2003/6)⁶⁴. Cette directive était une législation très précise et qui était jugée très utile. Celle-ci étendait le champ d'application *ratione materiae* à la « *misappropriation theory* » américaine en y incluant la composante des activités criminelles en vue d'obtenir des informations privilégiées. Un changement majeur concernait également les initiés secondaires. La théorie de « contamination » a été abandonnée et remplacée par le fait qu'un initié secondaire en possession d'une information privilégiée se rend coupable d'un délit d'initié si celui-ci sait ou devait raisonnablement savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée. Les initiés primaires ne doivent cependant pas remplir cette condition en raison de leur rapport de proximité avec la source et, par conséquent, en raison d'une probabilité bien plus élevée d'obtenir ce type d'informations⁶⁵.

Cependant, le droit est avant tout un outil réactif pour remédier aux problèmes. Après quelques années marquées par l'évolution incroyablement rapide des outils informatiques dans le secteur bancaire et suite aux nombreuses difficultés accentuées par la crise financière de 2008, il était évident que cette directive 2003/6 avait malheureusement une date d'expiration. C'est ainsi qu'en 2014, le « duo législatif » abus de marché a été adopté. Celui-ci se constitue du règlement N° 596/2014 Abus de Marché⁶⁶ (ci-après « MAR ») et de la directive 2014/157/EU (ci-après « MAD ») relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché⁶⁷.

Au travers de la crise de 2008 et des déficiences réglementaires flagrantes du système financier, le législateur européen a reconnu la nécessité d'une régulation meilleure et plus efficace à ce propos. Il est remarquable de constater que pratiquement tous les textes législatifs concernant le secteur financier, bancaire et celui des assurances ont été modifiés et/ou remplacés par des législations plus actuelles et plus appropriées⁶⁸. Tout aussi intéressant est le fait que le noyau dur de la directive 2003/6 a été repris en très grande partie par ces nouveaux actes législatifs (MAR & MAD) et que les nouveautés constituent des retouches esthétiques ayant malgré tout leur importance. Le législateur européen a opté pour une harmonisation maximale de la réglementation financière et a donc arrêté son choix sur un règlement

⁶⁴ 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), J.O., L 96, du 12.4.2003, pp. 16 – 25 (ci-après « Directive 2003/6/CE »)

⁶⁵ A. F. GEVURTZ, *op. cit.*, p. 35

⁶⁶ MAR, *op. cit.*

⁶⁷ MAD, *op. cit.*

⁶⁸ Progress of Financial Reforms | European Commission : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en

directement applicable dans toute l'Europe⁶⁹. Comme la sensibilité politique de la thématique des peines pénales ne permettait pas de parvenir à un accord complet entre les États-Membres, le législateur a choisi la voie de l'harmonisation minimale en optant pour une directive. Alors que la directive 2003/6 incluait uniquement les instruments financiers admis sur des marchés réglementés, le MAR inclut désormais également les instruments financiers admis pour négociations sur des systèmes multilatéraux de négociation (MTF), des systèmes organisés de négociation (OTF) ou encore des instruments financiers négociés de gré à gré (OTC)⁷⁰. Les contrats au comptant sur matières premières y sont de surcroît dorénavant annexés⁷¹. L'extension agressive du champ d'application par le législateur européen indique la volonté de réprimer au mieux ces crimes financiers injustes.

Le législateur avait l'intention de montrer l'importance de la matière : les crimes financiers sont des offenses graves et doivent être punis respectivement. Les États membres sont désormais tenus de mettre en œuvre la MAD en ajoutant dans leur législation nationale des sanctions pénales pour ces types d'infractions. Avant 2014, l'article 14 de la directive de 2003/6 prévoyait que les sanctions administratives étaient obligatoires, mais chaque État membre était libre de décider si des sanctions pénales devaient être imposées. En vertu de la MAD, cela est précisément l'inverse : ce sont les sanctions pénales qui sont obligatoires et non les sanctions administratives⁷². Cela posera divers problèmes qui seront analysés ultérieurement. Enfin, le législateur européen, bien conscient de la difficulté des poursuites de ces crimes, a décidé d'étendre amplement les pouvoirs d'investigation des autorités nationales, par exemple en leur donnant la possibilité de saisir des documents préalablement à une autorisation judiciaire ou encore en leur offrant la possibilité d'obtenir des données téléphoniques par les opérateurs de télécommunication⁷³. Par ailleurs, les autorités nationales doivent mener un travail en étroite coopération avec l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF ou en anglais : ESMA) qui, ayant une vue d'ensemble, permettra d'améliorer la performance des poursuites⁷⁴.

L'Union européenne ambitionnait également de concurrencer le marché financier américain en encourageant davantage d'investissements en Europe. Selon plusieurs études, l'Europe a encore aujourd'hui un « problème d'investissement », c'est-à-dire qu'elle ne dispose pas d'investissements suffisants de la part des ménages et des individus, ce qui limite la

⁶⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 31 et s.

⁷⁰ Considérant 8, MAR

⁷¹ Considérant 10 et 14, MAR

⁷² Art. 7, MAD

⁷³ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 33

⁷⁴ *Ibidem*, p. 33

croissance économique du continent⁷⁵. En prohibant des manipulations ou des avantages financiers disproportionnés et ainsi, en assurant l'intégrité des marchés financiers, le législateur européen tente de rassurer les citoyens et les investisseurs potentiels en vue de promouvoir une économie performante⁷⁶. Face à des grandes puissances comme les États-Unis, la Chine et la Russie, l'Europe doit être plus forte que jamais et c'est une des raisons du renforcement de sa régulation financière.

Ce chapitre a ainsi démontré la nécessité d'un cadre législatif en cette matière et a, en grande partie, pu décrédibiliser les arguments apportés par ses opposants. Les deux approches, américaine et européenne, ont traversé de nombreuses évolutions ; certaines nécessaires et d'autres contestables. Le prochain chapitre entrera dans le vif du sujet et analysera concrètement la portée actuelle des législations en analysant, interprétant et décortiquant les textes légaux en sus des décisions jurisprudentielles pour parvenir à une vision complète de l'efficacité des deux systèmes.

II. Les délits d'initiés : une analyse approfondie

Les abus de marché se divisent en trois catégories : (1) les manipulations de marché, (2) la divulgation illicite d'informations privilégiées et (3) les délits d'initiés⁷⁷. La première catégorie est apparue progressivement avec l'utilisation accrue des programmes informatiques dans le secteur financier. Ceux-ci peuvent, en effet, par l'envoi d'informations (les techniques dites de « *Spoofing* » et de « *Quote Stuffing* »), donner une image déformée de la valeur réelle d'un instrument financier⁷⁸.

La deuxième catégorie est l'interdiction de révéler des informations privilégiées « [...] sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions »⁷⁹. L'exemple type de cette exception est un cadre supérieur qui divulgue des informations privilégiées à ses avocats afin qu'ils disposent de toutes les informations nécessaires à la planification juridique.

La dernière catégorie est la plus importante et la plus connue, et pour cause : le terme « délit d'initié » apparaît constamment dans les médias. Cette violation existe en réalité de longue date. La célèbre Légende de Nathan Mayer Rothschild et la bataille de Waterloo est,

⁷⁵Rapport sur l'investissement 2017/2018 de la Banque Européenne d'Investissement, *op. cit.*

⁷⁶Considérant 1 à 4, MAR

⁷⁷Considérant 7, MAR

⁷⁸Art. 12, MAR

⁷⁹Art. 10.1 et Considérant 1 à 4, MAR

même si sa crédibilité a été fortement remise en cause, une illustration du caractère antique de cette infraction : on prétend que M. Rothschild a été, grâce à la mise en place d'un système de messagerie impliquant des pigeons voyageurs, l'un des tout premiers à être au courant de la victoire des Alliés à Waterloo. De par ces informations, il a pu raisonnablement prévoir et anticiper l'évolution du cours de l'obligation (instrument financier) émise par le gouvernement du Royaume-Uni et de ce fait, a réalisé un gain colossal sur cette transaction⁸⁰.

L'analyse de l'étymologie du terme « initié » nous donne peu d'indications. Toutefois, le dictionnaire *Cambridge* en donne une définition assez précise pour une compréhension globale : « *Someone who is an accepted member of a group and who therefore has special or secret knowledge or influence* »⁸¹. Il s'agit donc de quelqu'un qui est membre d'un groupe et qui, du fait de cette appartenance, dispose de connaissances spécifiques et confidentielles pouvant avoir une certaine influence. En appliquant cette définition générale au secteur de la finance, il s'agit donc d'une personne qui dispose d'informations, au contraire du public, concernant un instrument financier ou un émetteur⁸². En raison de ces informations, l'initié se trouve dans une position avantageuse et, de surcroît, injuste par rapport aux autres membres du système. Or, l'asymétrie informationnelle représente précisément un danger pour l'intégrité des marchés financiers⁸³. Les conditions qui définissent un délit d'initié sont analysées dans cette section. Il est primordial de garder à l'esprit que toutes les informations ne sont pas des informations privilégiées et que toutes les opérations financières effectuées par un initié ne sont pas considérées comme des délits d'initiés. L'analyse du champ d'application de cette législation est donc cruciale pour la poursuite et la condamnation de ces infractions. La législation américaine sera analysée dans un premier temps. Ultérieurement, la législation européenne, également très complexe, sera abordée pour, dans un troisième temps, pouvoir saisir les différences plus ou moins importantes entre ces deux systèmes et éventuellement déjà tirer quelques conclusions quant à leur efficacité.

⁸⁰ Nathan Mayer Rothschild and « Waterloo » :

https://www.rothschildarchive.org/contact/faqs/nathan_mayer_rothschild_and_waterloo

⁸¹ Insider | Bedeutung im Cambridge Englisch Wörterbuch :

<https://dictionary.cambridge.org/de/worterbuch/englisch/insider>

⁸² Art. 7.1, a), MAR

⁸³ M. PAPANTONI, « La directive "abus de marché" », *C.D.E.*, 2005/1-2, p. 179

1. L'approche américaine :

1.1 Section 16 du *Securities and Exchange Act* :

Malgré l'utilité marginale de cette règle, l'analyse de la législation américaine en matière de délit d'initié serait incomplète si la Section 16 n'était pas abordée. En effet, cette disposition est la seule du *Securities and Exchange Act* de 1934 à mentionner directement la prohibition des délits d'initiés. Il s'agit d'une approche assez simple et facile à appliquer pour les initiés primaires (« *corporate insider* ») qui sont, en raison de leur proximité avec la source d'information, présumés avoir continûment accès à des informations privilégiées concernant leur entreprise⁸⁴.

La Section 16 cible les délits d'initiés par deux méthodes concrètes : *primo*, par une obligation de déclaration pour certaines catégories de personnes (Section 16(a)) et *secundo*, par la règle de « *short-swing profits* » (Section 16(b)) qui vise les profits réalisés par ces catégories de personnes à court terme, c'est-à-dire en moins de 6 mois⁸⁵.

Les catégories de personnes visées sont dénommées les « *corporate insiders* ». Il s'agit de trois types de personnes : les directeurs de l'entreprise, ses « *officers* » et les actionnaires possédant plus de 10% des actions de celle-ci. Le champ d'application de cette règle reste donc assez limité et ne tient pas compte de toute autre personne au sein de l'entreprise, ni d'ailleurs de toutes les autres externes à celle-ci, qui pourraient avoir accès à des informations sensibles, ce qui souligne l'étendue très restrictive de cette règle. Ceci est une des nombreuses inconsistances de la Section 16⁸⁶. Par ailleurs, cette classification en catégories reste plus complexe qu'on ne le croit. En effet, souvent liée à des questions interprétatives des termes utilisés par cet acte législatif, la détermination de ces catégories demande une analyse factuelle d'une grande complexité par les autorités compétentes pour pouvoir catégoriser les personnes concernées en directeur ou encore officier ; l'identification des actionnaires reste, elle, au contraire, plus facile⁸⁷.

Dès lors que nous connaissons les catégories ciblées par la Section 16, revenons-en à la première obligation découlant de celle-ci : l'obligation de déclaration pour ces personnes. D'après la Section 16(a), les « *corporate insiders* » sont obligés de déclarer à la SEC, dans un délai de deux jours, leurs transactions financières concernant les valeurs mobilières de leur

⁸⁴S. JUNG CHOI et A. C. PRITCHARD, *Securities Regulation : Essentials*, New York, Aspen Publishers, 2008, pp. 179 et s.

⁸⁵Section 16 a-b, SEA

⁸⁶M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 22 ; S. JUNG CHOI et A. C. PRITCHARD, *op. cit.*, pp. 180 et s.

⁸⁷M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 22

société⁸⁸. Cette obligation, qui reviendra dans l'analyse de l'approche européenne et des mesures préventives du législateur européen, requiert pour les positions managériales de déclarer, au-delà d'un certain montant, les transactions financières concernant des valeurs mobilières de leur entreprise⁸⁹.

Le premier volet de cette règle était donc une obligation de déclaration. Le second qui, lui, est le cœur de la Section 16, est bien plus radical et d'ailleurs souvent critiqué. La Section 16(b) énonce le principe suivant : toute personnes faisant partie d'une des catégories énoncées ci-dessus et qui a réalisé un profit (ou évité une perte) en ayant vendu et acheté (ou encore acheté et vendu) des valeurs mobilières de son entreprise endéans un intervalle inférieur à six mois doit restituer ce profit réalisé à l'entreprise. Les actionnaires de l'entreprise ont à cet effet le droit, au nom de l'entreprise, d'engager des actions civiles pour les sommes à restituer⁹⁰. Il s'agit ici d'une responsabilité sans faute très ferme envers les « *corporate insiders* » qui même en l'absence d'information matérielle et non publique seront tenus responsables envers leur société des profits réalisés⁹¹. Le dénouement de cette réalité factuelle peut mener à des résultats paradoxaux. Prenons un exemple à titre illustratif : imaginons que le *CEO* de *InsideInformation SA*, Mr. X., voit un grand potentiel dans la société en question de par l'annonce de son extension géographique de taille dans la région Asie-Pacifique. Cette information étant publique, elle ne tombe pas dans la notion d'information matérielle et non-publique. Mr X. achète peu après cette annonce un nombre important d'actions et les revend, cinq mois plus tard, avec un gain financier considérable. Tenant compte de la Section 16(b), il devra restituer son profit réalisé malgré le fait que sa décision était entièrement basée sur une information publique et une assomption totalement légitime, à savoir que le prix de l'action de la société allait augmenter. Les failles de cette Section ne s'arrêtent pas là. Effectivement, une réflexion analogue peut être faite en ce qui concerne les « *corporate insiders* » ayant agi sur base d'informations matérielles et non publiques mais qui n'ont pas effectué leurs transactions dans l'intervalle fixé de six mois. Il est important d'annoter ici que beaucoup de recherches ont établi des hypothèses soutenant que les délits d'initiés (en vue de rester inaperçus) sont disséminés souvent sur des périodes très longues pour ne pas susciter de soupçons et pouvoir bénéficier des profits de taille sans crainte de se faire poursuivre en justice⁹². Ceux-ci seront impunis en vertu de la Section 16(b). Chance à nous qu'il existe la Section 10(b) sur base de laquelle on pourra les poursuivre. Néanmoins,

⁸⁸Section 16a – 3(g) (1), SEA

⁸⁹ Art. 19, MAR

⁹⁰S. JUNG CHOI et A. C. PRITCHARD, *op. cit.*, p. 180

⁹¹*Ibidem*

⁹²J. ANNAERT et N. DE WIT, „Insider Trading: A Performance-evaluation Perspective Based on Dealing Reports to the FSMA”, *BFW*, 2014, nr. 2, pp. 147-157

la Section 10(b) exigera une charge de preuve beaucoup plus complexe que la responsabilité sans faute de la Section 16(b)⁹³. Pour éviter l'application erronée de cette Section, la Cour Suprême des États-Unis est intervenue pour restreindre le champ d'application en ce qui concerne les actionnaires en situation de vente forcée (en cas de fusion p.ex.) ou encore lors d'une vente débouchant sur un pourcentage inférieur à 10%⁹⁴.

1.2 Section 10(b) du *Securities and Exchange Act* et son évolution

jurisprudentielle :

La Section 10(b) du *Securities and Exchange Act* n'a pas pour cible directement les délits d'initiés mais traite initialement uniquement des cas impliquant de la fraude. Les travaux préparatoires de la Législative américaine ne montrent aucune volonté d'inclure la thématique des délits d'initiés dans le champ d'application de celle-ci⁹⁵. Ce chapitre nous permettra de décortiquer la loi américaine actuelle qui s'évertue à poursuivre les délits d'initiés. Après avoir illustré les deux théories qui sont d'application de nos jours, à savoir la théorie classique et la théorie dite de « *misappropriation* », il sera intéressant d'évoquer quelques controverses et développements législatifs qui s'y rapportent. Pour boucler la boucle, nous débattons des conditions supplémentaires nécessaires à prouver ces délits.

a) La théorie classique :

La théorie classique comprend deux volets. L'un reprenant l'interdiction pour les initiés ayant une obligation fiduciaire et l'autre reprenant l'interdiction pour les « *Tippers / Tippees* ». Avant que les délits d'initiés aient été rattachés au devoir fiduciaire, la loi américaine et la SEC interdisaient toute conduite considérée injuste sur les marchés financiers. Du reste, c'est pour cette raison que dans les cas *In Re Cady, Roberts & Co.* de 1961⁹⁶ et *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.* de 1968⁹⁷, les cours américaines de la *Common Law* avaient érigé, similairement au système européen actuel, une interdiction totale d'effectuer des transactions financières en se basant sur une information matérielle et non publique s'y afférant. En effet, le principe était simple : soit s'abstenir, soit divulguer au public l'information qu'on détenait⁹⁸. Cette théorie n'est, à notre

⁹³S. JUNG CHOI et A. C. PRITCHARD, *op. cit.*, p. 180

⁹⁴*Ibidem*, p. 181

⁹⁵J. EISENBERG, « Insider Trading Law after Salman », *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 18 janvier 2017, disponible sur : <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/18/insider-trading-law-after-salman/>, p. 2

⁹⁶Arrêt *In re Cady Roberts & Co.*, *op. cit.*

⁹⁷U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Texas Gulf Sulphur Company*, *op. cit.*

⁹⁸J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 2

plus grand regret, plus d'actualité depuis le très renommé arrêt *Chiarella v. United States* de 1981⁹⁹.

Mr. Chiarella était à ce point investi dans les marchés financiers que, en dépit d'un agenda chargé, il communiquait encore avec son courtier dix à quinze fois par jour. En travaillant pour une imprimerie spécialisée dans l'élaboration de documents financiers, celui-ci, malgré le codage et la censure des noms des parties impliquées, avait décelé l'identité des parties en cause et avait pu réaliser des gains financiers importants¹⁰⁰. Les deux cours qui ont traité le cas ont tranché conformément au *precedent* de *In Re Cady, Roberts & Co.* et *Texas Gulf Sulphur Co.* en déclarant Mr. Chiarella coupable de délit d'initié. D'après celles-ci, Mr. Chiarella aurait dû s'abstenir d'effectuer ces transactions ou aurait dû divulguer cette information au public. La Cour Suprême, quant à elle, ne partageait pas cette interprétation extensive du champ d'application de la Section 10(b). En effet, quelques années avant l'arrêt *Chiarella*, la Cour Suprême avait indiqué que, pour satisfaire les conditions inhérentes à la Section 10(b), il fallait être en présence de plus qu'une simple conduite « injuste » ; il fallait, de surcroît, démontrer une conduite frauduleuse ou manipulatrice¹⁰¹.

La question qui se posait dès lors à la Cour Suprême dans l'affaire *Chiarella* était de savoir si le silence, c'est-à-dire l'abstention de dévoiler l'information privilégiée, pouvait être considérée comme frauduleuse ou manipulateur. Juge Powell, n'ayant trouvé aucune guidance dans le texte de loi et dans son historique législatif, se tourna vers la « *Law of Fraud* »¹⁰². Selon celle-ci, il y a obligation pour cet individu de divulguer l'information privilégiée à sa contrepartie uniquement en raison d'une relation de confiance entre les deux parties. À travers ce raisonnement provenant d'une autre loi (la loi anti-fraude¹⁰³), la Cour Suprême a donné naissance au concept de relation de confiance et d'obligation fiduciaire en matière d'abus de marché, laquelle est désormais étroitement imbriquée dans le concept du délit d'initié américain. À l'unique condition, à savoir le fait d'effectuer des transactions financières en s'appuyant sur une information privilégiée, s'ajoute donc une deuxième condition : l'existence d'une relation de confiance ou, autrement dit, l'existence d'un devoir fiduciaire entre les parties impliquées dans la transaction¹⁰⁴.

⁹⁹U.S. Supreme Court, arrêt *Chiarella v. United States of America*, *op. cit.*

¹⁰⁰J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 3

¹⁰¹*Ibidem*

¹⁰²*Ibidem*, p. 3 - 4

¹⁰³Restatement (Second) of Torts, §551(2) (a) (1976)

¹⁰⁴J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 4

Cette décision avec, en conséquence, ce revirement jurisprudentiel visant à limiter le champ d'application de la Section 10(b), a abouti à une certaine tension au sein de la jurisprudence américaine.

Toujours en conformité avec cette nouvelle jurisprudence, la Cour Suprême a dû intervenir une seconde fois en matière de délit d'initié en 1983 avec l'arrêt *Dirks v. SEC*¹⁰⁵. Il est bien connu que les délits d'initiés ne sont pas toujours commis par les initiés eux-mêmes, mais plutôt par des personnes externes à la société qui obtiennent des indices quant aux transactions de la part d'initiés. Cela pose problème pour pouvoir poursuivre ces infractions en raison de la nouvelle condition exigeant une relation de confiance entre les parties impliquées dans la transaction. Étant donné que ces personnes, externes à la société, n'ont aucune relation avec la société ou son actionnariat, il aurait été impossible, sous le nouveau régime de *Chiarella*, de les attirer en justice¹⁰⁶.

Pour comprendre pleinement le raisonnement de la Cour Suprême dans cet arrêt, une brève description des faits semble opportune. Mr. Dirks était un analyste financier, assez réputé, qui octroyait des conseils d'investissements spécifiques au secteur des assurances. En mars 1973, Mr. Dirks avait été contacté par Mr. Secrist, un ancien employé de la société Equity Funding, qui lui avoua que la société en question falsifiait ses chiffres de vente et, comme si cela n'était pas assez grave, que celle-ci, par le biais de ses hauts dirigeants, avait des liens avec la Mafia¹⁰⁷. Mr. Dirks, de bonne foi, interpella divers investisseurs et communautés d'investissement à ce sujet et dénonça, de surcroît, ces faits malveillants auprès de la SEC et du *Wall Street Journal*. Paradoxalement, suite à la publication de ce scandale dans le *Wall Street Journal*, l'auteur de l'article fut nommé pour le *Prix Pulitzer* tant convoité par les journalistes américains, alors que Mr. Dirks, fut poursuivi par la SEC dans ce qu'on pourrait considérer comme des poursuites abusives et malveillantes¹⁰⁸.

Les arguments de cette dernière se sont fondés sur la théorie d'accès égal aux informations qui n'était plus en vigueur depuis *Chiarella*. Le tribunal de première instance et la cour d'appel ont tous les deux accepté le raisonnement de la SEC et ont condamné Mr. Dirks pour délit d'initié ; la Cour Suprême, avec Juge Powell à nouveau en magistrature assise, a annulé ces jugements¹⁰⁹. Avec le cas *Chiarella*, l'arrêt *Dirks* constitue ainsi l'autre pan de la théorie classique américaine concernant les délits d'initiés. Dès lors, il est important d'analyser

¹⁰⁵U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*

¹⁰⁶J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 4 et s. ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 14 et s.

¹⁰⁷U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.* ; J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 4

¹⁰⁸J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 4 et s.

¹⁰⁹*Ibidem*, p. 5 ; U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*

en détail le raisonnement de la Cour Suprême en matière de « *Tipper/Tippee* ». Celle-ci a réaffirmé le standard érigé dans *Chiarella* tout en reconnaissant la nécessité d'une solution pour la teneur des « *Tippees* ». La loi étant encore une fois muette à ce sujet et n'y apportant aucune solution adéquate, l'institution judiciaire ultime des États-Unis dut intervenir en développant une hypothèse qui, depuis, est d'application fréquente. Analysons, dès à présent, le raisonnement de la Cour : « *A tippee assumes a fiduciary duty to the shareholder of a corporation not to trade on material nonpublic information only when [...]* »¹¹⁰. Son approche s'aligne rigoureusement sur la nouvelle exigence de relation fiduciaire depuis *Chiarella*. En effet, la Cour Suprême érige une sorte de relation fiduciaire fictive entre le *tippee* et la société (ou son actionnariat) moyennant le respect de certaines conditions : « [...] *only when the insider has breached his fiduciary duty to the shareholders by disclosing the information to the tippee and the tippee knows or should have known that there has been a breach.* »¹¹¹. Il en ressort deux conditions précises pour pouvoir engager la responsabilité d'un *tippee* : (1) un initié, ayant une obligation fiduciaire envers l'actionnariat de sa société, divulgue une information privilégiée au *tippee* et, de ce fait, viole son devoir fiduciaire ; (2) le *tippee* sait, ou tout de moins aurait dû savoir (procédure civile), que l'initié a manqué à son obligation fiduciaire en divulguant l'information¹¹². À ces deux conditions, s'ajoute une troisième pour pouvoir condamner un *tippee* pour délit d'initié aux États-Unis : le « *personal benefit test* », dernière condition élaborée par la Cour Suprême dans l'arrêt *Dirks*. Pour que l'initié soit considéré comme ayant violé son devoir fiduciaire, celui-ci doit avoir retiré un gain personnel, direct ou indirect, par la divulgation de l'information au *tippee*. Sur ce, la Cour a souligné que « *Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach.* »¹¹³, à savoir que, sans gain personnel, l'initié ne viole pas son obligation fiduciaire et par déduction, le *tippee* échappe également à l'infraction.

La construction de cet édifice par la Cour Suprême visait avant tout à protéger les analystes financiers de *Wall Street* qui, en menant leurs propres enquêtes, pouvaient être considérés eux-mêmes comme *tippees*. Il en est que Mr. Dirks a été acquitté du fait que l'initié lui ayant divulgué l'information n'ambitionnait aucun bénéfice personnel mais visait plutôt à exposer des pratiques illégales¹¹⁴.

¹¹⁰U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*, 659-661 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 5 et s.

¹¹¹U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*, 659-661

¹¹²U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*, 661 – 664 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 5 et s.

¹¹³*Ibidem*

¹¹⁴J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 5

La notion de « *constructive insiders* » a également été élaborée dans l'affaire *Dirks*. Ceux-ci sont des personnes qui, quoique extrinsèques à la société, sont considérées comme ayant une obligation fiduciaire (fictive) envers celle-ci. Cette obligation existe en raison de leur relation professionnelle avec elle. Des exemples en sont les avocats, comptables ou conseillers¹¹⁵.

Toutefois, une remarque substantielle quant à l'arrêt *Dirks* doit être faite. La notion de « gain personnel » utilisée par la Cour Suprême dans cet arrêt était quelque peu ambiguë. En effet, quand une divulgation constitue-t-elle un gain personnel ? La Cour érigea le principe suivant : la condition du gain personnel est satisfaite lorsque l'initié échange cette information contre quelque chose de valeur. A titre exemplatif, la Cour a considéré de l'argent, une information en retour ou encore une bonification de réputation engendrant de futurs gains financiers comme éléments satisfaisant la condition. Celle-ci est allée encore plus loin dans son interprétation en y incluant des cadeaux gracieux offerts à des parents ou amis, malgré l'absence de véritable gain personnel¹¹⁶. Il était évident que ce concept flou et complexe avait besoin d'éclaircissements. En 2014, l'arrêt *United States v. Newman*¹¹⁷ et en 2016, l'arrêt *Salman v. United States*¹¹⁸ abordent tous les deux la thématique des *tippees* réglée par l'arrêt *Dirks* et y apportent globalement des clarifications délicates mais substantielles. Le contexte de ces arrêts était une campagne abusive de la SEC contre les managers de *Hedge Funds*. L'arrêt *Newman* démontre bien dans les faits les poursuites abusives de la SEC. En 2012, Mr. Newman, le manager de Diamond Capital Management, un *Hedge Fund* situé à Stanford, a été arrêté et menotté à son domicile par une petite armée d'agents du FBI pour délit d'initié présumé¹¹⁹. Dans les faits concernés, un initié d'une société avait transmis des informations sur le bilan financier de celle-ci à un conseiller en investissement qui, lui à son tour, les avait retransmises à un analyste de Diamond Capital Management ; ce dernier les avait redirigées à son tour à Mr. Newman. Le problème sous-jacent était, ici, l'éloignement entre le *tippee*, Mr. Newman, et l'initié initial en raison des multiples étapes de communication. Les arguments de la SEC et la décision du tribunal de première instance condamnant Mr. Newman allaient fondamentalement à l'encontre de la condition érigée par l'arrêt *Dirks*. Celle-ci exige de prouver que le *tippee* savait, ou tout de moins, aurait dû savoir que l'initié a violé son devoir fiduciaire pour gain

¹¹⁵U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.* ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 11

¹¹⁶J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 5 ; U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, *op. cit.*

¹¹⁷U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Newman*, 773 F.3d 438, du 10 décembre 2014, disponible sur www.supreme.justia.com

¹¹⁸U.S. Supreme Court, arrêt *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420, du 5 octobre 2016, disponible sur www.supreme.justia.com

¹¹⁹J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 7 ; U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Newman*, *op. cit.*

personnel en divulguant l'information. Or, Mr. Newman, étant éloigné à ce point de l'initié originaire, son parcours le séparant de lui de plusieurs étapes, n'aurait probablement pas pu connaître la source d'information et, encore moins, la violation de l'obligation fiduciaire de celle-ci¹²⁰. En conséquence, la cour d'appel a, à juste titre, annulé cette décision en réaffirmant les règles de l'arrêt *Dirks*, tout en y ajoutant un certain nombre de suppléments dans le but de freiner la campagne de poursuites abusives de la SEC. *Primo*, la notion d'« ami » est limitée aux relations ayant une « *meaningfully close personal relationship* »¹²¹. Ainsi, les cadeaux à des amitiés de nature occasionnelle et sociale¹²² ne sont plus considérés *per se* comme bénéfice personnel et il faudra apporter la preuve qu'un échange de valeur a bien eu lieu. *Secundo*, tous les bénéfices ne rentrent plus dans la notion de « gain personnel ». La cour d'appel ajoute en effet que seuls les bénéfices objectifs et corrélatifs constituant un gain pécuniaire potentiel satisferont la condition de gain personnel. *Tertio*, les divulgations faites avec une intention gracieuse vis-à-vis de la famille ou des amis ne seront plus présumées satisfaire l'exigence d'un gain personnel pour l'initié. La SEC devra prouver soit un véritable gain personnel, soit une intention réelle de faire bénéficier le proche en question¹²³. La cour d'appel refusa de rouvrir l'audience malgré les nombreuses contestations de la part du gouvernement quant aux modifications apportées par l'arrêt *Newman*. Celui-ci dénonçait une approche trop laxiste avec une charge de preuve trop lourde pour la SEC et le ministère public. La Cour Suprême a également rejeté le pourvoi en cassation du gouvernement¹²⁴.

Le caractère volatile et dynamique de la *Common Law* est bien connu et l'arrêt *Salman* démontrera une fois de plus la vivacité de ces règles en modifiant celles concernant les « *tippees* ». Maher Kara était un analyste financier dans une banque d'investissement de haut prestige. De 2004 à 2007, celui-ci partageait des informations privilégiées avec son frère Michael qui, à son tour, les partageait avec son ami Bassam Yacoub Salman qui se trouvait être le beau-frère de Maher Kara. Maher et Michael ont plaidé tous deux coupables. Salman, quant à lui, évoqua la condition du récent arrêt *Newman* exigeant de démontrer, même en ce qui concerne les présents offerts aux membres de famille et amis, un gain personnel dans le chef de l'initié¹²⁵. La cour traitant ce cas (*Ninth Circuit Court*) n'était pas liée par le précédent de *Newman* provenant de la Cour du « *Second Circuit* ». Le Juge Rakoff écrit à ce propos : « *to*

¹²⁰J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 7-8

¹²¹U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Newman*, *op. cit.*, 453 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 9

¹²²Citation originale: "*A friendship of a casual or social nature*", U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Newman*, *op. cit.*, 453 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 7

¹²³J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 9

¹²⁴*Ibidem*, p. 10

¹²⁵*Ibidem*

*the extent Newman can be read to go so far [i.e., to require a personal benefit over and above the gift to a friend or relative], we decline to follow it. Doing so would require us to depart from the clear holding in Dirks that the element of breach of fiduciary duty is met where ‘an insider makes a gift of confidential information to a trading relative or friend’ »*¹²⁶. Par cette décision, il est donc évident que la présomption d’un gain personnel évoquée dans l’arrêt *Dirks* en échange des présents faits aux membres de la famille et amis est toujours intacte. La Cour Suprême, dans ce cas-ci, a accepté le pourvoi tout en confirmant la décision de la juridiction inférieure. Celle-ci réaffirme le raisonnement de l’arrêt *Dirks*, c’est-à-dire que le gouvernement ne doit effectivement pas prouver de gain personnel dans le cas de cadeaux destinés à des membres de famille ou amis. *Newman* était à ce propos incohérent avec *Dirks*¹²⁷.

En dépit des apprentissages post *Dirks*, *Newman* et *Salman* concernant les *tippees*, il semble persister certaines difficultés ; celles-ci sont aux nombres de quatre. Tout d’abord, un initié qui octroie un cadeau à une personne autre qu’un membre de famille ou ami, sans gain personnel, ne sera pas coupable sous le régime de *Dirks*. Ceux-ci échapperont aux poursuites pénales et civiles. Ensuite, comme susmentionné, la définition d’un « ami », selon *Newman*, est limitée à des relations étroites et significatives entre individus. Ici aussi se pose la question si cette limitation du champ d’application de l’arrêt *Dirks* était et restera soutenable à l’avenir. Par ailleurs, la notion de « gift » ou « cadeau » n’est pas clarifiée par la Loi ni par la jurisprudence. Tout au long des procédures judiciaires de l’affaire *Salman*, le gouvernement avait demandé d’incarner le principe selon lequel toute divulgation d’information privilégiée en dehors du champ de travail constitue un cadeau. La cour a rejeté ce principe et laisse ainsi subsister une lacune supplémentaire. Enfin, la limitation de la notion d’un gain personnel à un gain pécuniaire par *Newman* reste également discutable. En résumé, il est donc évident que les juridictions depuis *Dirks* ont voulu restreindre les poursuites abusives de la SEC en alourdissant la charge de la preuve. Cependant, les restrictions excessives de *Newman* ont dû être rectifiées partiellement par l’arrêt *Salman*¹²⁸.

Pour conclure ce chapitre réservé à la théorie classique des délits d’initiés, l’on peut dire que la jurisprudence américaine a élaboré avec *Chiarella* une approche façonnée, depuis lors, par le concept de relation fiduciaire. En accord avec ce concept, la Cour Suprême a, peu à peu, comblé les lacunes existantes et apporté des clarifications quant à l’interprétation et l’application des règles en vigueur ; *Dirks* a comblé la lacune qui existait en ce qui concerne la

¹²⁶U.S. Supreme Court, arrêt *Salman v. United States*, *op. cit.*, 420 – 423 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 11

¹²⁷J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 10 – 14

¹²⁸*Ibidem*

thématique des *tippees* et a également apporté une clarification quant aux « *constructive insiders* ». Finalement, les arrêts *Newman* et *Salman* ont réaffirmé et concrétisé leur ancêtre *Dirks*¹²⁹.

b) La théorie de « misappropriation » :

Ayant abordé la première théorie selon laquelle les délits d'initiés peuvent être poursuivis, il est important de parler de son pendant. En effet, le système américain, en matière de délit d'initié, est fortement éparpillé. Cela ne veut pas dire pour autant qu'il est moins efficace. La théorie classique ne couvrant pas l'entièreté de la matière, la Cour Suprême, encore une fois, a dû intervenir pour combler une lacune majeure. Il est remarquable d'observer ces interventions constantes de la part de la justice suprême des États-Unis, en vue de guider, si nécessaire, l'évolution juridique dans la bonne direction. Celle-ci, propulsée par les individus et leurs pourvois, bénéficie d'une proximité factuelle dans l'application des règles juridiques, ce qui lui permet d'adapter les règles d'une manière juste et non coupée de la réalité¹³⁰.

Revenons à notre théorie de « *misappropriation* » incarnée par l'arrêt *United States v. O'Hagan* de 1997¹³¹ et reprise par après dans la règle 10b5-2 du *Securities and Exchange Act*¹³². Afin de bien cerner la différence entre cette théorie et la théorie classique, une brève description des faits de l'arrêt *O'Hagan* semble appropriée. Mr. O'Hagan était avocat dans le cabinet Dorsey & Whitney. Grand Metropolitan PLC, une firme active dans le secteur agroalimentaire, avait fait appel à l'expertise juridique de celui-ci pour une offre publique d'acquisition de la firme Pillsbury Company. Mr. O'Hagan, n'étant toutefois pas impliqué dans ce dossier, avait réalisé qu'une OPA entre ces deux firmes d'une certaine importance allait s'effectuer, et avait en conséquence immédiatement fait l'acquisition d'un nombre important d'actions de Pillsbury Company¹³³. Plus précisément, Mr. O'Hagan était devenu le plus grand actionnaire unique de cette société. Une fois l'OPA rendue publique, le prix des actions de Pillsbury Company augmenta de manière fulgurante, ce qui permit à Mr. O'Hagan de faire un profit de plus de quatre millions de dollars américains¹³⁴.

La difficulté en question était que Mr. O'Hagan n'avait aucune obligation fiduciaire envers la société Pillsbury Company et ses actionnaires. Le tribunal de première instance avait condamné Mr. O'Hagan. Ce jugement fut renversé par la cour d'appel qui, elle, admit les

¹²⁹M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 10 – 17

¹³⁰J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 4 et s. ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 12 et s.

¹³¹U.S. Supreme Court, arrêt *United States of America v. O'Hagan*, *op. cit.*

¹³²Rule 10b5-2, SEA

¹³³M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 12 – 15 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 6 – 7

¹³⁴*Ibidem*

arguments de la défense, tout en ajoutant que la règle 14e-3 du *Securities and Exchange Act* était invalide en raison de l'absence totale de référence à l'exigence d'une relation fiduciaire. En effet, Mr. O'Hagan évoquait pour sa défense les mêmes arguments que Vincent Chiarella, à savoir qu'en l'absence d'une relation fiduciaire avec la société cible, Mr. O'Hagan était libre de « consommer » l'information matérielle et non publique pour effectuer des transactions financières¹³⁵. La Cour Suprême accorda *certiorari*¹³⁶ et Juge Ginsburg élabora deux principes essentiels dans cette ordonnance de *certiorari*¹³⁷.

Pour mieux comprendre cette décision majeure, réexaminons un instant la règle 14e-3 du *Securities and Exchange Act*¹³⁸ insérée prestement par la SEC en réaction contre l'arrêt de *Chiarella* qui mena à l'abandon de la théorie de l'accès égal à l'information sur les marchés financiers américains. Par le truchement de cette règle ayant trait au domaine spécifique des offres publiques d'acquisition, la SEC visait, de manière complètement autonome et radicale, à anéantir dans son intégralité le critère de relation fiduciaire instauré par *Chiarella*¹³⁹. Cette riposte de la part de la SEC est l'illustration parfaite de la tension existante qu'a créée l'exigence d'obligation fiduciaire en matière de délits d'initiés. Les conséquences de cette bipolarité sont par ailleurs intégrées dans un système complexe. En effet, ce n'est qu'en matière d'offres publiques d'acquisition que la théorie d'accès égal à l'information subsiste. Dès lors, les questions suivantes se posent : pourquoi un anéantissement de la condition de relation fiduciaire uniquement en matière d'OPA ? Y-a-t-il un risque plus élevé de délits d'initiés par des personnes externes à la société en matière d'OPA ? Cette règle post *Chiarella* mais antérieure à *Dirks* et *O'Hagan* est-elle encore judicieuse ?

Cela dit, dans l'arrêt rendu par la Cour Suprême à propos de *O'Hagan*, Juge Ginsburg a clarifié deux points notables : d'une part, elle a instauré la théorie de « *misappropriation* », d'autre part, elle a réaffirmé la légitimité de la règle 14e-3 susmentionnée¹⁴⁰.

La théorie de « *misappropriation* » mérite, en raison de sa complexité mais également en raison de son importance, une analyse plus approfondie. Il s'agit d'une théorie qui interdit aux personnes, ayant usurpé une information privilégiée à sa source, d'utiliser celle-ci à des fins de transaction financière, et cela, tout en l'absence d'une obligation fiduciaire envers la

¹³⁵M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 12 – 15 ; J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 6 – 7

¹³⁶La procédure de *certiorari* est une procédure de révision aux États-Unis, où une juridiction supérieure (majoritairement la Cour Suprême) décide ou non d'annuler et donc de réviser une décision d'une juridiction inférieure. Cette procédure présente des traits similaires au pourvoi en cassation belge.

¹³⁷M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 12

¹³⁸Rule 14e-3, SEA

¹³⁹M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 12 – 13

¹⁴⁰*Ibidem* ; J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 6 – 7

personne avec qui la transaction s'effectue¹⁴¹. La condition *sine qua non* de la théorie classique est une violation du devoir fiduciaire de la personne pour son propre intérêt. Au contraire, la théorie de « *misappropriation* » met l'accent sur une violation envers la source de l'information avec laquelle il était entendu que la confidentialité de l'information privilégiée ne serait pas compromise ou utilisée pour effectuer des transactions financières. En d'autres mots, l'arrêt *O'Hagan*, à nouveau, associe la matière des délits d'initiés à une obligation fiduciaire¹⁴². Alors que la théorie classique comporte la violation de cette obligation qu'une personne a envers la société et/ou ses actionnaires, cette théorie-ci implique la violation d'une obligation fiduciaire qu'une personne a envers la source à l'origine de l'information qu'il a obtenue. Mr. O'Hagan fut donc condamné sous l'emprise de cette théorie, étant donné qu'il avait violé son obligation fiduciaire envers son employeur¹⁴³.

Dès lors, il est impératif de clarifier la notion d'obligation fiduciaire qu'une personne peut entretenir avec la source d'information d'autant plus que la difficulté de ce concept flou et obscur ne réside pas tant dans des relations fiduciaires typiques comme celles établies entre un avocat et son client, un liquidateur et un héritier ou encore entre le dirigeant d'une société et son actionariat¹⁴⁴.

Au-delà de quelques lignes directrices à ce sujet données par la Cour Suprême des États-Unis dans l'arrêt *O'Hagan*, l'arrêt *U.S. v. Chestman*¹⁴⁵ y a, au plus grand regret de nombreuses personnes, apporté quelques ambiguïtés. Ici aussi, la SEC a dû reprendre le relais en insérant la règle 10b5-2 dans le *Securities and Exchange Act*, de manière à immortaliser une fois pour toutes des concepts clairs et concis¹⁴⁶. Trois situations établissent une relation fiduciaire avec la source d'information qui, en cas de transactions financières, entraîneraient une violation de cette obligation et de ce fait, constitueraient un délit d'initié : *primo*, lorsqu'une personne a consenti à préserver la confidentialité de l'information. *Secundo*, lorsque la personne entretenait une sorte de coutume ou tradition de partager des informations confidentielles avec la source de l'information. Enfin, *tertio*, si la personne concernée est un conjoint, enfant, parent, frère ou sœur de la personne à la source de l'information¹⁴⁷.

Une observation doit être faite à propos de cette théorie élaborée en 1997. À ce sujet, une question intéressante a été soulevée par la décision de la Cour Suprême dans l'arrêt

¹⁴¹J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 7

¹⁴²M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 13

¹⁴³*Ibidem*

¹⁴⁴*Ibidem*, p. 14

¹⁴⁵ U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Robert Chestman*, 947 F.2d 551, du 7 octobre 1991, disponible sur www.supreme.justia.com

¹⁴⁶Rule 10b5-2, SEA

¹⁴⁷Rule 10b5-2, SEA ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 14

O'Hagan : Mr. Chiarella, si cette théorie avait été d'application lors du procès, aurait-il été condamné pour délit d'initié ? Les deux cas traitent effectivement d'employés qui ont, en exploitant leur avantage informationnel de par leur emploi, usuré des informations privilégiées à leur employeur. La large majorité de la doctrine considère que Mr. Chiarella aurait été jugé coupable en raison de son devoir fiduciaire vis-à-vis de son employeur¹⁴⁸. En réalité, la réponse apportée à cette question jouit d'une praticabilité limitée. Les deux cas portaient sur des informations relatives à des offres publiques d'acquisition qui, depuis la règle 14e-3 du *Securities and Exchange Act*, qu'on le veuille ou non, ne peuvent être utilisées pour effectuer des transactions financières¹⁴⁹.

Pour conclure, cette théorie permet d'élargir, une fois de plus, le champ d'application de la prohibition des délits d'initiés qui, initialement, dans l'arrêt *Chiarella*, a sans doute été défini de manière trop restrictive. Le bilan de cette analyse des deux théories actuelles, façonnées par un dynamisme jurisprudentiel vigoureux, est le suivant : les États-Unis sont passés d'un champ d'application très large (*In re Cady, Robert & Co.*) à un champ d'application limité et étroitement lié à la notion de relation fiduciaire (*Chiarella*). Avec le temps et les nombreux problèmes qui ont émergé de cette nouvelle théorie, la Cour Suprême est intervenue à plusieurs reprises afin de rélargir ce champ d'application et d'adapter en fonction les règles concernées (*Dirks, O'Hagan, Newman, Salman*)¹⁵⁰.

c) Controverse et dénouement de l'obligation fiduciaire :

Le rattachement du devoir fiduciaire au concept des délits d'initiés est profondément ancré dans le système juridique américain. Toutefois, une impressionnante force gravitationnelle semble vouloir le diriger vers une séparation de ces deux notions. Il existe deux raisons majeures, pour lesquelles ces concepts quasi antagonistes ne se laissent pas jumeler si facilement¹⁵¹.

Avant toute chose, l'origine de cette association provient d'un raisonnement par analogie : la Cour Suprême dans l'affaire *Chiarella*, ne trouvant pas de réponse aux questions soulevées dans le *Securities and Exchange Act*, s'est tournée vers la « *Law of Fraud* »¹⁵². Or, un risque inhérent aux raisonnements analogiques est le fait d'interpréter de manière abusive, ce qui entraîne le risque de vouloir faire correspondre des sujets qui ne correspondent pas autant

¹⁴⁸ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 13 – 14

¹⁴⁹ Rule 14e-3, SEA

¹⁵⁰ J. EISENBERG, *op. cit.*, p. 2 ; M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 18

¹⁵¹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 15 et s.

¹⁵² J. EISENBERG, *op. cit.*, pp. 1 et s.

qu'on ne le souhaite. Il est primordial de bien saisir cette observation, à savoir que malgré la complexité et la dispersion des règles américaines, l'application de celles-ci permet d'englober la grande majorité des cas de délits d'initiés avec, par conséquent seulement quelques exceptions qui y échappent¹⁵³.

La deuxième raison pour laquelle ces deux notions engendrent une certaine tension dans leur application, relève d'une contradiction dans la jurisprudence propre à la Cour Suprême des États-Unis eu égard à la règle 10b-5 du *Securities and Exchange Act*. Cette contradiction se retrouve dans l'arrêt *Santa Fe Industries, Inc. v. Green* de 1977¹⁵⁴. Ici aussi, une brève explication des faits est nécessaire pour comprendre l'enjeu de la décision et le raisonnement de la Cour Suprême. L'entreprise Santa Fe avait acquis 95% des actions de Kirby, une société de l'état Delaware. La loi des sociétés de Delaware, ayant des similarités avec le droit belge des sociétés, permet à un actionnaire détenant 95% des actions de procéder à une fusion par absorption sans approbation de l'actionnariat minoritaire de la société cible. La société initiatrice est par ailleurs obligée d'indiquer le prix que celle-ci est disposée à payer pour chaque action¹⁵⁵. Tout actionnaire insatisfait du prix proposé a le droit de saisir la Cour de Chancellerie de Delaware afin que celle-ci détermine de manière indépendante le prix juste qui devra être payé. *In casu*, les actionnaires minoritaires n'ont pas saisi la cour en question ; au contraire, ceux-ci ont choisi de poursuivre Santa Fe en raison d'une sous-estimation abusive du prix qui, d'après eux, pouvait être assimilée à une fraude conformément à la règle 10b-5 du *Securities and Exchange Act*. La Cour, tout en rejetant l'argument des actionnaires, a argumenté de la manière suivante : « *Rule 10b-5 is concerned with disclosure and fraud, not with fiduciary duties* »¹⁵⁶. Cette décision indique que le propos d'obligation fiduciaire ne trouve aucun foyer dans la règle 10b-5 susmentionnée. Cette matière est réglementée, non pas par une loi fédérale comme le *Securities and Exchange Act*, mais par la loi des sociétés qui relève de la compétence des États. Poussons cette analyse un peu plus loin : si cette règle en question ne se préoccupe pas des obligations fiduciaires en matière de fusion, ne serait-ce pas juste et logique d'assumer que ce raisonnement vaut également en matière de délit d'initié ?¹⁵⁷ Cette tension ressentie pourrait donc provenir d'une contradiction au sein de la jurisprudence de la Cour Suprême des États-Unis.

¹⁵³M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 19

¹⁵⁴ U.S. Supreme Court, arrêt *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, du 23 mars 1977, disponible sur www.supreme.justia.com

¹⁵⁵M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 19 ; U.S. Supreme Court, arrêt *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, *op. cit.*

¹⁵⁶U.S. Supreme Court, arrêt *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, *op. cit.*, 480

¹⁵⁷M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 19 – 20

Ayant désormais énoncé les possibles sources qui provoquent un sentiment perturbateur quant au lien existant entre les délits d'initiés et la relation fiduciaire, abordons présentement les objectifs et la stratégie de la SEC et de certaines juridictions à cet égard. La SEC a tenté à maintes reprises d'orienter le système américain vers un élargissement du champ d'application en matière de délit d'initié. Preuve en est sa vive réaction après *Chiarella* et l'adoption d'une règle (14e-3 du *Securities and Exchange Act*) complètement exempte de la notion de relation fiduciaire en matière d'offres publiques d'acquisitions¹⁵⁸. Cet état d'esprit s'est également révélé lors des procès *Newman* et *Salman*, lorsque la SEC s'est opposée de manière fougueuse aux conditions supplémentaires ajoutées par les juridictions américaines et la Cour Suprême des États-Unis. Il était évident qu'en réalité ces ajouts allaient clairement complexifier les poursuites menées par la SEC. Cela dit, il est important de garder à l'esprit les motivations de ces restrictions ; en effet, on pourrait dire que la SEC, à cause de sa campagne de poursuites abusives qui majoritairement impliquaient des managers de *Hedge Funds*, est partiellement responsable de cette volonté de limitation du champ d'application¹⁵⁹.

En plus des efforts de la SEC, deux cas importants démontrent également cette approche progressive et agressive qui tend vers une extension du champ d'application en la matière. Le premier cas, *SEC v. Cuban*¹⁶⁰, engendre une certaine bipolarité. En réalité, certains considèrent cette décision comme bataille perdue pour la SEC, alors que d'autres la voient comme victoire. Les faits étaient les suivants : Mark Cuban, entrepreneur de renom, possédait une grande quantité d'actions de la société Mamma.com. Début 2004, le CEO de celle-ci avait contacté Mr. Cuban par téléphone en lui disant avoir des informations confidentielles concernant sa société ; Mr. Cuban, au téléphone, avait accepté de recevoir ces informations confidentielles : la société Mamma.com allait recevoir une injonction de capital, ce qui allait diluer le pouvoir de Mr. Cuban. Celui-ci a furieusement expliqué qu'il n'était pas d'accord avec cette décision en ajoutant : « *Well, now I'm screwed. I can't sell* » ; suite à cet entretien, la totalité des actions de Mr. Cuban furent vendues en quelques heures, lui évitant ainsi une perte de plus de 750.000 \$¹⁶¹. La cour décida qu'une relation fiduciaire pouvait émerger d'un accord entre deux parties impliquant de garder l'information confidentielle en surplus d'une obligation de ne pas effectuer des transactions. La SEC a voulu aller plus loin encore : selon elle, un simple accord de confidentialité suffisait à créer une relation assimilable à une relation fiduciaire. Ces

¹⁵⁸M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 18

¹⁵⁹*Ibidem*

¹⁶⁰ U.S. Court of Appeals for the Fifth Circuit, arrêt *SEC v. Mark Cuban*, 620 F.3d 551, du 21 septembre 2010, disponible sur www.supreme.justia.com

¹⁶¹ U.S. Court of Appeals for the Fifth Circuit, arrêt *SEC v. Mark Cuban*, *op. cit.*

arguments furent rejetés par les juridictions (comme encore une fois plus tard dans l'arrêt *Newman*) et, vu l'absence d'une obligation de s'abstenir d'effectuer des transactions, le cas de la SEC n'a malheureusement pas abouti. Il résulte donc de la décision *Cuban* qu'une relation de confiance, nécessaire pour pouvoir parler de délit d'initié, peut donc émerger d'un accord entre deux parties n'ayant auparavant pas entretenu de relation de tel genre. La relation fiduciaire, normalement unique à des personnes internes ou des personnes entretenant des liens étroits avec la société, trouvera donc son origine dans la conclusion d'un accord de confidentialité qui prohibe, au surplus, les transactions qui se basent sur les informations confidentielles en question. Il s'agit en d'autres termes précisément des sondages de marchés¹⁶².

Le deuxième cas, *SEC v. Dorozhko*¹⁶³, est d'autant plus important en ce qu'il exclut entièrement la nécessité d'une relation fiduciaire. Celui-ci démontre bien tout l'effort qu'investit la SEC pour, un jour peut-être, revenir à la théorie d'accès égal aux informations antérieure à *Chiarella*, laquelle est profondément implémentée dans le système européen¹⁶⁴. Mr. Dorozhko, en pratiquant des cyber-attaques sur le serveur de la célèbre plateforme Thomson Financial, a pu dissimuler les résultats financiers de la société cotée IMS Health. Avant l'annonce de ces résultats médiocres, Mr. Dorozhko put acheter une large quantité de « *put-options* »¹⁶⁵ lui permettant de réaliser après l'effondrement des cours d'actions un gain de plus de 280.000\$ du jour au lendemain¹⁶⁶. Le tribunal de première instance rejeta le recours de la SEC en argumentant de la sorte : en l'absence de relation fiduciaire, Mr. Dorozhko ne pouvait être poursuivi sur base de la Section 10(b) du *Securities and Exchange Act*. Cette décision ayant engendré fureur auprès de nombreuses personnes, la cour d'appel n'eut d'autre choix que de réviser l'arrêt du tribunal de première instance. Une troisième théorie, exempte de toute relation fiduciaire, vit le jour. Celle-ci en a conclu que, lorsqu'une responsabilité pour délit d'initié se fonde sur une « *affirmative misrepresentation* » (une sorte de fausse déclaration / déclaration frauduleuse), le critère de relation fiduciaire s'estompe¹⁶⁷. Ceci représente un succès majeur pour la SEC et sa détermination d'élargir le champ d'application de la prohibition des délits d'initiés. En revanche, vu le caractère récent de cette théorie et son manque de guidance quant à savoir quelles pratiques seront considérées comme « *affirmative*

¹⁶² J. M. COHEN, M. KAY DUNNING et G. H. SHILL, « Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions », *Securities Litigation Journal*, Volume 20, n°3, 2010, p 14 et s. ; Considérant 32, MAR

¹⁶³ U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Dorozhko*, 574 F.3d 42, du 22 juillet 2009, disponible sur www.supreme.justia.com

¹⁶⁴ J. M. COHEN, M. KAY DUNNING et G. H. SHILL, *op. cit.*, p. 14

¹⁶⁵ Une « *put-option* » est un instrument financier qui permet au détenteur de l'option de vendre un certain nombre de dérivés, sur lesquels se base l'option, à un prix défini durant une certaine période. Le détenteur d'une telle option anticipe donc une baisse du cours du dérivé.

¹⁶⁶ *Ibidem* ; U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Dorozhko*, *op. cit.*

¹⁶⁷ J. M. COHEN, M. KAY DUNNING et G. H. SHILL, *op. cit.*, pp. 13 – 14

misrepresentation », une partie de la doctrine craint une fois de plus une sollicitation abusive de la part de la SEC qui englobera dans cette troisième théorie innovante toutes les situations exemptes de relation fiduciaire¹⁶⁸.

Quoi qu'il en soit, le système américain repose sur une approche fondamentalement différente de la nôtre : le droit jurisprudentiel. Sans intervention concrète d'un législateur pour trancher une fois pour toute cette matière de plus en plus complexe, les juges continueront à avoir très vraisemblablement des opinions divergentes à l'avenir quant à la démarche pour traiter celle-ci.

d) Autres éléments : matérialité, scier, possession & utilisation de l'information

Intéressons-nous à présent aux autres critères qu'il faut impérativement prouver pour être en présence d'un délit d'initié : la notion de « matérialité » d'une information, l'élément subjectif de « *scier* » et l'utilisation de l'information obtenue.

La notion d'« information privilégiée » est véritablement le cœur de la matière en Europe, alors que les États-Unis y accordent une importance limitée. Deux définitions sont utilisées dans la jurisprudence américaine pour définir le concept de matérialité : une information qui (1) est probablement importante pour l'investisseur raisonnable dans sa décision d'investissement ; (2) est probablement capable, selon un investisseur raisonnable, de modifier de manière significative l'ensemble des informations disponibles sur le marché¹⁶⁹. On retrouvera ultérieurement la référence à l'investisseur raisonnable dans la définition européenne de l'information privilégiée. Ces deux définitions requièrent une analyse hypothétique du juge de l'état d'esprit de cet investisseur raisonnable. Il s'agit d'un examen complexe nécessitant une analyse factuelle tout comme une analyse des questions de droit en faisant partie. De surcroît, deux ambiguïtés ayant trait à cette notion subsistent dans le système américain actuel : une information n'ayant aucun effet réel sur le cours de l'instrument financier peut-elle être considérée comme matérielle ? ; une information n'étant pas assez précise, en ce que celle-ci ne permet pas de déduire de manière univoque la direction du cours de l'instrument financier concerné une fois l'information rendue publique, cette information est-elle matérielle ? Ces questions restent aujourd'hui encore sans réponse, ce qui, d'un point de vue de sécurité juridique et d'harmonisation des règles, n'est pas idéal¹⁷⁰. Ici aussi, le législateur européen et la Cour de Justice de l'Union Européenne (ci-après CJUE) ont, quant à eux, apporté des clarifications à ce sujet, clarifications que nous aborderons par la suite.

¹⁶⁸ *Ibidem*, p. 14

¹⁶⁹ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 15 – 16

¹⁷⁰ *Ibidem*, p. 16

Les poursuites sur base de la Section 10(b) nécessitent, quant à elles, un élément subjectif dans le chef de l'auteur de l'infraction. Il s'agit d'un état d'esprit requis dans les poursuites de fraude. Or, la thématique des délits d'initiés y étant intimement liée, la preuve de *scienter* est également d'application pour ceux-ci¹⁷¹. L'ironie qui en découle est qu'il n'existe aucune définition claire de ce que représente concrètement le *scienter*. Ce concept nécessite en principe une intentionnalité de la part de l'auteur, c'est-à-dire que celui-ci doit avoir utilisé l'information. Autrement dit, un lien causal doit exister entre l'obtention de l'information privilégiée et les transactions financières effectuées. En 1993, l'affaire *United States v. Teicher*¹⁷² adopta, à l'encontre de cette vision des choses, la théorie de possession permettant, par la simple preuve que l'auteur présumé possédait l'information au moment de la transaction, de reconnaître celui-ci coupable¹⁷³. En revanche, de nombreuses autres cours, y compris la Cour Suprême, estimaient la simple possession d'une information privilégiée insuffisante pour prononcer que ce soit coupable¹⁷⁴.

En réaction à ces contradictions sans fin, la SEC est intervenue en adoptant la règle 10b5-1 dans les années 2000¹⁷⁵, règle qui rajoute à la théorie de possession une condition supplémentaire de connaissance. Selon cette nouvelle règle, une personne qui sait être en possession d'une information privilégiée et qui, malgré tout, procède à des transactions en lien avec celle-ci, est censée l'avoir utilisée. Il existe évidemment des défenses affirmatives permettant de prouver que ces transactions auraient été faites quoi qu'il arrive et que celles-ci ne sont pas liées à l'information privilégiée évoquée. Citons, à titre illustratif, des plans d'investissements prédéfinis ou des contrats¹⁷⁶.

Une dernière remarque quant à cette règle mérite d'être abordée. En effet, les juges sont rarement enclins aux changements proposés par la SEC. Preuve en est qu'une certaine partie des juridictions américaines refuse véhément d'appliquer la règle 10b5-1 et exige encore fermement la preuve d'utilisation de l'information et donc d'un lien causal avec les transactions effectuées par la partie requérante¹⁷⁷.

¹⁷¹D. C. LANGEVOORT, « What were they thinking ? Insider Trading and the Scienter Requirement », in *Research Handbook on Insider Trading*, Northampton, Edward Elgar Publishing Inc., 2012, pp. 59 et s.

¹⁷²U.S. District Court for the Southern District of New York, arrêt *United States of America v. Victor Teicher & Co.*, 785 F. Supp. 1137, du 25 février 1992, disponible sur www.supreme.justia.com

¹⁷³M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 17

¹⁷⁴*Ibidem*

¹⁷⁵Rule 10b5-1, SEA

¹⁷⁶M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 18

¹⁷⁷D. C. LANGEVOORT, *op. cit.*, pp. 59 et s.

2. L'approche Européenne :

L'Europe s'est finalement jointe au mouvement anti-abus de marché à la fin des années quatre-vingt. En effet, notre continent, nous l'avons mentionné lors de notre entrée en matière, a un problème d'investissement. Peu importe l'année ou la génération, les foyers européens sont tout simplement très, ou plutôt trop, prudents. Alors qu'aux États-Unis, beaucoup d'investisseurs de renom critiquent publiquement les taux d'intérêts ridicules perçus par les particuliers, en Europe, beaucoup d'entre eux laissent leurs épargnes inexploitées sur un compte bancaire rapportant moins d'un pour cent par année¹⁷⁸. Une remarque à caractère économique doit être faite à cet égard ; la banque centrale et sa politique monétaire conserve comme objectif à moyen terme un taux d'inflation légèrement en dessous de deux pour cent¹⁷⁹. Cela signifie que toute personne qui garde ses épargnes sur un compte bancaire ne fait, dans un sens, que de perdre de l'argent, tout en permettant de la sorte aux géants bancaires d'engloutir une masse de profits grâce à l'exploitation de celles-ci.

L'Union européenne attaque ce problème en s'efforçant au mieux d'assurer l'intégrité des marchés financiers en vue d'inciter en particulier les ménages privés à investir davantage dans le système financier. Le point sur lequel le législateur européen insiste depuis le début de cette réglementation est un « égalitarisme »¹⁸⁰ au sein des marchés financiers. Cette approche est en réalité identique à celle des États-Unis antérieurement au cas *Chiarella*.

Ce chapitre sera consacré à une analyse approfondie du système européen ainsi qu'à ses complexités existantes et sera menée de manière analogue à celle du système américain. Un examen de la législation européenne et de ses notions complexes sera nécessaire pour parvenir, par la suite, à une conclusion quant à l'efficacité des deux systèmes, assez dissemblables, faut-il le souligner. Tout d'abord, le concept d'« information privilégiée », très sophistiqué, sera décortiqué en ses quatre conditions subordonnées. Ensuite, le champ d'application *ratione personae* sera abordé, section dans laquelle les deux catégories d'initiés, également définies par le législateur européen, seront analysées. Un premier constat peut déjà être fait sur ce point : alors que l'analyse du système américain requerrait une dissection précise et rigoureuse de longs dossiers fastidieux présentés devant les juridictions américaines, l'étude du système européen fera l'objet majoritairement d'un examen de la législation européenne en la matière. Cette

¹⁷⁸ Official Interest Rates :

https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

¹⁷⁹ ECB | Strategy : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>

¹⁸⁰ M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 23

concentration de la matière dans les différents actes législatifs européens n'existe pas aux États-Unis.

Enfin, nous aborderons les implications légales, c'est-à-dire les interdictions et les obligations, découlant du MAR et de la MAD pour toute personne quelconque qui effectue des transactions sur les marchés financiers.

2.1 Information privilégiée :

Un composant de taille, sinon le plus important, du délit d'initié en Europe est la notion d'information privilégiée. Celle-ci constitue la condition *sine qua non* de cette infraction. Contrairement aux États-Unis et leur intérêt limité pour la notion de matérialité, l'Europe y accorde un rôle majeur en matière de délits d'initiés en raison d'une approche différente¹⁸¹. En effet, si dans le système américain seules les personnes ayant une obligation fiduciaire (sauf exceptions susmentionnées) entrent dans le champ d'application de la prohibition des délits d'initiés, en Europe, en revanche, l'accès égal à l'information est au centre de l'attention et toute personne en possession d'information privilégiée est dans l'interdiction de l'utiliser pour effectuer des transactions financières. Cela n'est pas tout : en Europe, à l'inverse des États-Unis, comme nous allons le voir d'ailleurs, le détenteur d'une information privilégiée est aussi dans l'obligation de divulguer celle-ci sauf en cas de justifications raisonnables qui rendraient possible de postposer son annonce et sa publication. Il est donc évident de devoir procéder à une analyse complète de cette notion autour de laquelle gravite toute la matière des délits d'initiés en Europe¹⁸².

Ce concept complexe et peu clair est défini par quatre exigences mentionnées à l'article 7, paragraphe 1, du règlement sur les abus de marché : « (1) celle-ci ne doit pas encore avoir été rendue publique ; (2) l'information doit avoir un caractère précis ; (3) elle doit concerner, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs, ou un ou plusieurs instruments financiers ; et (4) il s'agit d'une information qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir un effet significatif sur les cours de ces instruments financiers ou sur les cours des instruments financiers dérivés liés »¹⁸³.

¹⁸¹M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 36 et s.

¹⁸²Art. 8 et 17, MAR

¹⁸³Art. 7.1, a), MAR

a) Une information non publique :

La première exigence utilise le terme de « publicité » de l'information. Or, ce terme est très ambigu et n'est défini ni dans la législation européenne, ni dans la législation belge. Quand peut-on, dès lors, raisonnablement affirmer qu'une information est publique ? La publication de l'information doit-elle se faire par le biais d'une communication officielle de la part de l'émetteur ? Peut-on supposer qu'un *tweet* suffit ? Ces questions spécifiques ne font malheureusement que refléter l'insécurité juridique existante à ce propos. Les universitaires considèrent souvent que l'information est publique lorsque celle-ci est à la disposition de la communauté des investisseurs en général¹⁸⁴. Il n'est donc pas impératif que le public, dans son ensemble, ait effectivement accès à cette information, mais plutôt que tout investisseur disposant des moyens nécessaires soit théoriquement en mesure de recueillir celle-ci ; en d'autres mots, elle doit se trouver à la disposition des investisseurs¹⁸⁵. Dans un avis émis par le Parlement européen avant l'adoption de la directive 2003/6, celui-ci considère une information comme publique « lorsque celle-ci a été diffusée par les médias traditionnels ou électroniques »¹⁸⁶. Ainsi, il n'est donc pas nécessaire que l'émetteur la communique au public par des moyens officiels. Ce qui est déterminant par contre, c'est l'étendue de la portée de la communication¹⁸⁷. Un arrêt intéressant de la cour d'appel de Paris de 2014 va encore plus loin dans l'assouplissement des obligations de publicité en déclarant qu'une information connue d'un certain groupe d'experts seulement, suffit à lui enlever son caractère privilégié si cette information s'incarne dans l'évolution du cours de l'instrument financier¹⁸⁸.

Le problème suivant lié au caractère public de l'information est l'écoulement du temps nécessaire après la publication pour que celle-ci soit considérée publique. Un délai raisonnable doit s'être écoulé après sa diffusion afin que celle-ci perde son caractère privilégié. Il semble logique en effet qu'un certain temps doive s'écouler pour que les investisseurs puissent appréhender et surtout évaluer ladite information¹⁸⁹. Une partie de la doctrine existante énonce que soixante minutes sont nécessaires après que l'information ait été publiée pour que celle-ci

¹⁸⁴B. FERON et A. FINK, « les abus de marché et autres délits de marché », in *Traité pratique de droit commercial*, Tome 5, Volume 1, 2^{ed.}, Waterloo, Wolters Kluwer, 2016, pp. 1430 et s.

¹⁸⁵B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1431 et s.

¹⁸⁶Position du Parlement européen en première lecture du 14 mars 2002 en vue de l'adoption de la directive 2002/CE/ du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marchés (abus de marché), *J.O.*, C 47/E, 27 février 2003, p. 516

¹⁸⁷B. FERON et M.-L. DE LEENER, « Les nouvelles règles en matière d'abus de marché - (n° 6957) », *Rev. prat. Soc.*, 2006/2-3, p. 289

¹⁸⁸F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, « Les nouvelles règles en matière d'abus de marché », *R.D.C.-T.B.H.*, 2017/5, pp. 465 et s.

¹⁸⁹B. FERON et M.-L. DE LEENER, *op. cit.*, pp. 288 et s.

soit publique ; d'autres parlent de trente minutes¹⁹⁰. Ces critères sont relatifs et doivent être appréhendés au cas par cas. Par exemple, pour une publication dans un journal de grande diffusion, soixante minutes serait un délai trop long.

Le considérant 28 du MAR énumère quelques exemples à ce sujet. Des travaux de recherches et des estimations exprimés, par exemple, ne sont en soi pas des informations privilégiées. Cependant, celui-ci précise que des rapports d'institutions renommées « dont la diffusion est normalement attendue par le marché et contribue au processus de formation des cours des instruments financiers »¹⁹¹ peuvent, quant à eux, constituer des informations privilégiées. Il faudra donc avoir recours à une approche au cas par cas pour évaluer, selon les circonstances, le caractère public ou non de l'information concernée¹⁹².

b) Une information à caractère précis :

La nature précise de l'information pourrait être le critère le plus difficile à saisir malgré sa définition dans l'article 7.2 du MAR. L'information est précise « si elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, si elle est suffisamment précise pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers ou des instruments financiers dérivés qui leur sont liés »¹⁹³. La nature précise de l'information est évaluée au moyen de deux tests : le test de matérialité et le test de spécificité.

Le test de matérialité exige que l'information fasse référence à un événement ou à des circonstances qui existent ou dont on peut « raisonnablement s'attendre à ce qu'ils se produisent »¹⁹⁴. En réalité, ce critère pose un véritable problème. De fait, d'ordinaire, les informations privilégiées ne sont pas créées instantanément, mais se forgent avec le temps. Et sur ce, il est très compliqué de déterminer le moment quand une information bascule et se transforme en information privilégiée¹⁹⁵. Cette complexité provient du caractère bipolaire de la notion d'information privilégiée, qui est utilisée à la fois pour la poursuite des délits d'initiés mais également pour l'obligation de publication au public en cas de possession d'une information privilégiée¹⁹⁶. Cette double utilisation crée une vive tension quant à déterminer ce

¹⁹⁰ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1431

¹⁹¹ Considérant 28, MAR

¹⁹² B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1430 et s.

¹⁹³ Art. 7.2, MAR

¹⁹⁴ Art. 7.2, MAR

¹⁹⁵ F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 471

¹⁹⁶ Art. 17, Mar ; Art. 14, MAR

qui peut être considéré comme information à caractère précis. En portant la casquette « publication obligatoire des informations privilégiées », il est évident que le caractère précis recherché est plutôt limité. Le degré de certitude que l'information doit posséder pour déclencher l'obligation de publication doit être assez élevé pour ne pas induire en erreur le public avec des informations concernant des événements irréalistes. Cette condition a pour but d'éviter la publication excessive d'informations inutiles dont les événements ont une faible probabilité de voir le jour¹⁹⁷. *A contrario*, en matière de prohibition de délits d'initiés, la notion d'information à caractère précis et certain devrait avoir un champ d'application le plus large possible. Comme le formule un auteur d'une manière très claire : « [...] l'interdiction d'abus de marché devrait être effective dès qu'il apparaît que l'information [...] pourrait éventuellement affecter le prix de l'instrument parce que c'est à partir de ce moment-là qu'il devient possible pour l'*insider* d'abuser de son monopole [...] »¹⁹⁸. Le caractère certain de l'information devrait être donc, comme le décrit cet extrait, d'une moindre importance pour l'interdiction des délits d'initiés.

En réalité, cette double application du concept d'information privilégiée avait mené, sous le régime de la directive 2003/6, à deux méthodes distinctes en Europe. Des pays comme l'Allemagne et la Belgique, malgré le caractère inadéquat du système, avaient maintenu l'alignement des définitions qui à la fois interdisait l'abus de marché et à la fois obligeait la publication de l'information privilégiée¹⁹⁹. D'autres, comme le Danemark et l'Italie, avaient adopté une approche à « deux vitesses »²⁰⁰ selon laquelle il y avait prohibition de délit d'initié sans caractère de certitude élevé de l'information et, à l'inverse, obligation de publication une fois cette information devenue certaine, ceci afin d'éviter la publication excessive d'informations qui ne sont, *in fine*, pas des informations privilégiées²⁰¹. Lors du début des procédures visant à modifier la directive 2003/6, la Commission, dans un avis de 2011, avait, elle aussi, plaidé pour une approche à double vitesse appropriée, et donc nécessaire, dans le régime anti-abus de marché à venir²⁰².

Cependant, la CJUE a apporté un changement majeur de direction dans son arrêt de 2012 *Geltl c. Daimler*²⁰³. Cette affaire, d'après certains auteurs, a malheureusement été traitée de la mauvaise manière. En effet, il s'agissait clairement de la thématique de l'obligation de

¹⁹⁷F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 471 et s.

¹⁹⁸F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 471

¹⁹⁹*Ibidem*

²⁰⁰*Ibidem*

²⁰¹*Ibidem*

²⁰²*Ibidem* ; Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), COM/2011/0651 final, 20 octobre 2011, point 3.4.2

²⁰³C.J., arrêt *Geltl c. Daimler AG*, 28 juin 2012, C-19/11, EU:C:2012:397

publication engendrée par la possession d'une information privilégiée ; pourtant, la question fut traitée comme s'il s'agissait uniquement de la prohibition des délits d'initiés²⁰⁴. Les questions préliminaires du *Bundesgerichtshof* étaient : (1) « [...] des étapes intermédiaires qui existent déjà ou se sont déjà produites et qui sont liées à la réalisation de la circonstance future ou de l'événement futur peuvent-elles également constituer des informations à caractère précis au sens desdites dispositions des directives ? »²⁰⁵ ; (2) « L'expression 'peut raisonnablement penser' au sens de l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124 requiert-elle que la probabilité soit jugée prépondérante ou élevée, ou bien convient-il d'entendre par des circonstances dont on peut raisonnablement penser qu'elles existeront ou des événements dont on peut raisonnablement penser qu'ils se produiront que le degré de probabilité dépend de l'étendue des conséquences pour l'émetteur et que, si l'aptitude à influencer sur le cours de l'action est forte, il suffit que l'intervention de la circonstance future ou de l'événement futur soit incertaine, mais ne soit pas improbable ? »²⁰⁶.

La première question a été répondue très clairement par l'affirmative et ce raisonnement a été repris dans l'article 7.3 du MAR²⁰⁷.

En ce qui concerne la seconde question, la Cour a déclaré au point 46 de l'arrêt que : « Par conséquent, l'article 1er, paragraphe 1, de la directive 2003/124, en utilisant les termes 'peut raisonnablement penser', ne saurait être interprété comme exigeant la démonstration d'une probabilité élevée des circonstances ou des événements visés. »²⁰⁸. L'adoption du concept de « perspective réelle »²⁰⁹ ne requiert pas de probabilité élevée d'un événement pour que l'information soit considérée comme précise. En réalité, ce concept tente justement de parvenir à un compromis en englobant ni trop ni trop peu d'informations (considérées comme précises) pour éviter d'une part les publications abusives et d'autre part, combattre d'une manière efficace les délits d'initiés²¹⁰.

Il existe désormais deux problèmes majeurs : (1) La définition de l'information précise est aujourd'hui beaucoup trop étendue avec le risque qui s'ensuit de compter des entreprises qui en publient de manière excessive pour se conformer à cette jurisprudence et, dès lors, le risque que celles-ci tombent dans un autre crime financier : la manipulation du marché par la diffusion d'informations fausses ayant une influence sur le marché. (2) La nature précise n'est plus définie

²⁰⁴F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 471 et s.

²⁰⁵C.J., arrêt *Geltl c. Daimler AG*, *op. cit.*

²⁰⁶C.J., arrêt *Geltl c. Daimler AG*, *op. cit.*

²⁰⁷Art. 7.3, MAR ; B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1438

²⁰⁸C.J., arrêt *Geltl c. Daimler AG*, *op. cit.*, §46

²⁰⁹Considérant 16, MAR

²¹⁰*Ibidem*

par un degré de certitude suffisant, mais par une simple probabilité. La ligne de démarcation entre un événement probable et un autre qui ne l'est pas est si fine que le risque de confusion est très élevé²¹¹.

L'analyse de la probabilité de la survenance d'un événement doit être effectuée *ex ante*, ce qui est essentiel pour la sécurité juridique en la matière. C'est ce que soulignent les orientations et les recommandations du Comité Européen des Régulateurs des Marchés de Valeurs Mobilières (CESR), qui a désormais été remplacé par l'Autorité Européenne des Marchés Financiers (AEMF)²¹². Le CESR clarifie cette condition d'analyse *ex ante* et la Cour Européenne des Droits de l'Homme (CEDH) de Strasbourg a également souligné dans l'affaire *Kokkinakis c. Grèce* de 1993 qu'une analyse *ex post* était interdite pour prévenir les imprécisions²¹³.

Le critère de spécificité précise la nature exacte de l'information et limite le très large critère de matérialité. Le CESR précise à cet égard que lorsqu'une des conditions suivantes est rencontrée, le critère de spécificité est satisfait : (1) si l'information permet à un investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement avec un risque limité ; l'investisseur pourra donc, dans ce cas, déterminer avec confiance la façon dont l'information affectera le cours de l'instrument financier en question. (2) Si l'information est suffisamment spécifique pour être exploitée directement sur le marché par les participants qui effectueront des transactions sur l'instrument financier en question²¹⁴. Il était évident que la première condition ne suffisait pas à elle seule. En effet, toutes les informations ne permettent pas à un investisseur d'évaluer concrètement l'évolution future de l'instrument financier concerné. Des informations relatives à des négociations débutantes sur une fusion, par exemple, ne permettent pas à l'investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement à risque limité²¹⁵. Ainsi, le CESR avait raison de rajouter cette deuxième condition. Comme d'habitude, la CJUE a concrétisé le critère de spécificité avec l'affaire *Lafonta* de 2015²¹⁶.

M. Lafonta soutenait devant les juridictions françaises qu'il ne s'agissait pas d'une information privilégiée, puisqu'elle ne satisfaisait pas le critère de spécificité, étant donné qu'il ne pouvait pas déterminer si le prix de l'instrument financier serait affecté positivement ou négativement par l'information dont il disposait. En conséquence, la Cour de Cassation de France sollicita la CJUE sur cette question, quant à savoir si, pour pourvoir au critère de

²¹¹ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1433 et s.

²¹² CESR, Guidelines, disponible sur: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf

²¹³ Cour eur. D.H., arrêt *Kokkinakis c. Grèce*, 25 mai 1993 ; B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1436

²¹⁴ CESR, Guidelines, disponible sur: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf, point 1.8

²¹⁵ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1439

²¹⁶ C.J., arrêt *Lafonta c. Autorité des marchés financiers (AMF)*, 11 mars 2015, C-628/13, EU:C:2015:162

précision, une information privilégiée devait permettre à l'investisseur de tirer une conclusion concrète concernant le prix (à la hausse ou à la baisse) de l'instrument financier. La CJUE rétorqua qu'il n'est pas nécessaire que l'information permette à l'investisseur de tirer une conclusion quant à la direction (ascendante ou descendante) du cours de l'instrument financier une fois que l'information est publique²¹⁷.

Des problèmes majeurs ont surgi de cette affaire. Premièrement, l'avocat général, M. Wathelet énonce dans ses conclusions : « Toutefois, il y a lieu de souligner encore une fois que l'appréciation du caractère précis d'une information et sa susceptibilité d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers constituent deux critères à la fois obligatoires et juridiquement distincts »²¹⁸. Il indique clairement, conjointement avec la CJUE, que le critère de précision de l'information est distinct du quatrième critère (susceptible d'avoir un effet sur les cours), ce qui semble raisonnable en théorie ; cependant, la réalité nous démontre que les deux analyses sont inextricablement liées. Du reste, la FSMA, l'autorité nationale belge responsable en matière d'abus de marché, avait intégré dans l'analyse du caractère précis de l'information (dans diverses décisions antérieures à l'affaire *Lafonta*), l'effet potentiel qu'une information pourrait avoir sur le cours de l'instrument financier (critère n°4)²¹⁹. La complexité de ces exigences se traduit par le fait que même les professionnels de la question ont des difficultés à comprendre l'exactitude de ces critères. Par conséquent, le test de spécificité n'a plus qu'une seule exigence, celle d'une conclusion qui puisse être tirée quant à un effet de l'information sur le prix de l'instrument financier (quelle qu'en soit la direction). La CJUE justifie sa position par deux arguments : 1) en raison de la complexité du système financier, on ne peut pas toujours déterminer dans quelle direction le cours sera affecté ; et 2) en raison d'éventuelles expertises divergentes eu égard à la direction du cours de l'instrument financier, les auteurs d'une infraction d'abus de marché pourraient avancer l'incertitude de son évolution, ascendante ou descendante, pour rester en possession, à eux seuls, de ces informations²²⁰.

Il est compréhensible que la CJUE ait voulu élargir le champ d'application du MAR pour sanctionner les parties qui manipulent l'ambiguïté des termes employés par le règlement en vue d'y passer au travers. Néanmoins, il est important de dire que son interprétation paie le prix d'une ample incertitude juridique liée à sa complexité et son caractère confus.

²¹⁷*Ibidem*, §38

²¹⁸Av. gén., M. WATHELET, concl. C.J. arrêt *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, 11 mars 2015, C-628/13, EU:C:2014:2472, §29

²¹⁹M. BERLINGIN and P. DE PAUW, « Le caractère précis de l'information privilégiée: encore un peu plus d'incertitude à la suite de l'arrêt *Lafonta* de la C.J.U.E. du 11 mars 2015 », *RDC-TBH* 2017, pp. 253 et s.

²²⁰B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1435 et s.

Effectivement, ne nous leurrions pas, comment peut-on soutenir qu'un investisseur raisonnable tire une conclusion d'investissement à faible risque sans être en mesure d'évaluer la direction que prendrait le prix de l'instrument financier ? Comment explique-t-on que, si la direction du cours financier n'a pas d'importance au regard de ce critère de « précision », cette condition se distingue du critère n°4 : l'effet sensible de l'information privilégiée ? Ces incertitudes majeures subsistent au-delà de l'affaire *Lafonta* et l'on ne peut qu'espérer que certaines clarifications émaneront soit du législateur européen, soit de la jurisprudence de la CJUE²²¹.

c) Une information concernant, directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs ou un ou plusieurs instruments financiers :

Cette condition, la plupart du temps, n'est pas difficile à évaluer. La notion d'instruments financiers est définie dans le MAR et le MAD ; il s'agit des définitions utilisées dans la directive MIFID II²²². La grande nouveauté réside dans le fait que, contrairement à la directive 2003/6, cette notion a été largement étendue à d'autres instruments financiers. Désormais, celle-ci inclut également les instruments financiers admis pour négociations sur des systèmes multilatéraux de négociation (MTF), des systèmes organisés de négociation (OTF) ou encore des instruments financiers négociés de gré à gré (OTC)²²³. Les contrats au comptant sur matières premières y sont de surcroît dorénavant annexés²²⁴. D'ailleurs, même les informations relatives à des instruments qui ne sont pas encore cotés en bourse peuvent constituer des informations privilégiées²²⁵.

La condition nécessite que l'information se rapporte, directement ou indirectement, à un instrument financier ou à un émetteur. Ainsi par l'inclusion d'un lien indirect, les informations relatives à la macro-économie, à la politique, à des articles scientifiques pouvant avoir une influence sur le marché sont couvertes par cette condition²²⁶. Une liste non exhaustive d'exemples mise à disposition par le CESR permet de mieux comprendre les informations susceptibles d'avoir un lien avec des instruments financiers ou son émetteur²²⁷.

²²¹ M. BERLINGIN and P. DE PAUW, *op. cit.*, pp. 256 et s.

²²² MIFID II, *op. cit.*

²²³ Considérant 8, MAR

²²⁴ Considérant 10 et 14, MAR

²²⁵ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1443

²²⁶ *Ibidem*, p. 1444

²²⁷ CESR, Guidelines, disponible sur: http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf.

d) Une information susceptible d'avoir un effet sensible sur le cours de l'instrument financier :

L'article 7.4 du MAR nous donne une définition concrète de ce critère. Il s'agit d'une « information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement »²²⁸. L'investisseur raisonnable est également défini dans le MAR au considérant 14. Ici encore, l'importance de l'appréciation *ex ante* y est soulignée. Le juge ou l'autorité compétente doit évaluer la probabilité d'un effet significatif, sur base des informations disponibles, au moment de l'infraction commise. La difficulté d'apprécier *ex post* une décision *ex ante* constitue sans nul doute un grand défi pour l'autorité compétente²²⁹. En effet, les événements qui se sont produits ultérieurement sont susceptibles d'influencer sa décision. Les informations disponibles *ex post* peuvent effectivement être utilisées dans le cadre de ces poursuites, cependant uniquement dans un but de vérification de l'analyse effectuée sur base des informations *ex ante*²³⁰. Manifestement, les individus analysant une situation dont le résultat est connu tendent à surestimer leur capacité de prédiction replacée dans la même situation. À titre illustratif, combien de fois avons-nous entendu dire : « Je savais que l'action X avait du potentiel, je voulais y investir davantage », mais combien de fois, ces personnes ont véritablement eu l'audace d'investir concrètement ? Cela illustre bien la situation à laquelle les autorités font face en procédant à une analyse *ex post* d'une décision *ex ante*²³¹.

Malheureusement, un problème supplémentaire se pose quand on peut raisonnablement prévoir, *ex ante*, un effet possible sur le cours mais qu'en fin de compte, aucun effet ne s'est produit. Cela présenterait une absurdité absolue d'infliger une peine à quelqu'un pour avoir utilisé des informations privilégiées qui n'ont eu aucun impact réel sur le marché. Certains chercheurs ont élaboré, par conséquent, la théorie selon laquelle, si l'information n'a pas eu d'impact réel, la preuve en est que ce critère n'a pas été satisfait²³². Regrettablement, tout le monde ne partage pas cette conception. Ainsi, René Rivkin, un courtier en valeurs mobilières australien, a été condamné à une importante amende en plus d'une peine d'emprisonnement pour l'utilisation d'une information privilégiée ayant rapporté un gain de plus ou moins deux milles dollars seulement, sur un vaste investissement de plusieurs centaines de milliers de dollars²³³.

²²⁸Art. 7.4, MAR

²²⁹Considérant 14, MAR

²³⁰F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 473 et 474

²³¹*Ibidem*, p.473

²³²B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1446 et s.

²³³[*R v Rivkin*](#) [2003] NSWSC 447, 29 May 2003; (2003) 198 ALR 400

En effet, cette condition est similaire au critère n°2 : caractère précis de l'information. La première condition du test de spécificité établie par les lignes directrices du CESR énoncées préalablement stipule que l'information doit permettre à un investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement avec un risque limité ; cela veut dire qu'un investisseur pourra, dans ce cas, déterminer avec confiance la façon dont l'information affectera le cours de l'instrument financier en question. Une référence est donc faite à l'effet engendré par l'information privilégiée sur le cours de l'instrument financier. Cependant, depuis l'arrêt *Lafonta*, la CJUE interprète cette condition comme exigeant uniquement qu'une conclusion générale puisse être tirée quant à un effet potentiel de l'information sur le prix de l'instrument financier (quelle qu'en soit la direction). Cette analyse relative à un effet possible de l'information privilégiée sur le cours de l'instrument financier d'après la jurisprudence *Lafonta* se confond très largement avec le critère n°4 : à savoir si l'information est susceptible d'avoir un effet sensible (quelle qu'en soit la direction) sur le cours de l'instrument financier²³⁴.

Cela dit, on pourrait résumer la différence entre ces deux critères comme suit : le critère de précision énoncé à l'article 7.2 du MAR cherche à filtrer les informations vagues et incertaines alors que l'article 7.4 du MAR, quant à lui, cherche à filtrer les informations n'ayant aucun impact sensible sur le cours de l'action lesquelles, de ce fait, ne constituent pas d'avantage injuste par rapport aux autres investisseurs²³⁵.

Il est important de ne pas oublier le considérant n°16 indiquant clairement que chaque étape intermédiaire de l'ensemble du processus peut constituer une information privilégiée en tant que telle²³⁶. Afin de clarifier la notion d'« étape intermédiaire », le considérant n°17 fournit une liste non exhaustive d'exemples qui peuvent potentiellement représenter de telles étapes. Il mentionne « l'état d'avancement des négociations d'un contrat, les modalités temporairement acceptées dans le cadre de celles-ci ou la possibilité de placements d'un instrument financier »²³⁷.

2.2 Champ d'application *ratione personae* – les catégories d'initiés :

Le MAR et le MAD font la distinction entre deux catégories d'initiés : les initiés primaires et les initiés secondaires. Avant la réforme européenne de 2014, il était encore pertinent d'analyser à ce propos la loi belge du 2 août 2002 (avant ses nombreuses

²³⁴ M. BERLINGIN and P. DE PAUW, *op. cit.*, pp. 253 et s.

²³⁵ Art. 7.2 et 7.4, MAR; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 473

²³⁶ Considérant 16, MAR

²³⁷ Considérant 17, MAR

modifications) et les commentaires doctrinaux relatifs à la catégorisation des initiés²³⁸. Cependant, avec l'harmonisation « maximale » du MAR, cela ne sera plus nécessaire. Les initiés primaires sont des individus qui, en raison de leur entourage et des personnes qu'ils fréquentent, ont de grandes chances d'obtenir des informations privilégiées. Il existe quatre catégories d'initiés primaires définies dans la législation, parmi lesquels font partie : les hauts dirigeants ; les actionnaires importants ; d'autres professionnels ayant accès à des informations privilégiées ; et les initiés ayant obtenu des informations privilégiées en raison de leurs activités criminelles²³⁹.

Le droit belge a longuement divisé cette catégorie en deux sous-catégories. En effet, la loi de 2002 tout comme la doctrine faisait la distinction entre les « *corporate insiders* », c'est-à-dire les initiés primaires internes et les « *quasi insiders* », dénommés initiés primaires externes. Cette distinction était très proche du système américain. La première catégorie recouvrait les initiés qui avaient « un devoir contractuel ou fiduciaire de confidentialité à l'égard de la société ou de ses actionnaires »²⁴⁰. Notons que, malgré toutes les critiques évoquées antérieurement, l'Europe, et en particulier la Belgique, semblait, néanmoins, vouloir s'inspirer des États-Unis et de son système très complexe fondé sur la notion de devoir fiduciaire. Les initiés primaires externes, quant à eux, constituaient les « *constructive insiders* » américains, des personnes externes à la société qui entretiennent certaines relations professionnelles avec celle-ci comme les comptables, les avocats, les conseillers, *etc*²⁴¹.

Le champ d'application européen en matière des délits d'initiés est beaucoup plus large que celui des États-Unis en raison de la catégorie des initiés secondaires qui est désormais définie comme suit : « toute personne qui possède une information privilégiée dans des circonstances autres que celles visées au premier alinéa lorsque cette personne sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée »²⁴². En effet, le système américain exige depuis l'arrêt rendu *Dirks* deux conditions nécessaires pour pouvoir poursuivre une personne n'ayant pas de devoir fiduciaire : (1) il faut que celle-ci ait obtenu l'information d'un initié ayant une obligation fiduciaire et que cet initié l'ait enfreinte pour un gain personnel ; (2) et il faut que celle-ci ait été consciente de ce manquement. Comme nous l'avons évoqué préalablement, cela représente une charge de preuve particulièrement difficile. *A contrario*, en Europe la seule

²³⁸Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 9 avril 2002, p. 39121 (ci-après « Loi du 2 août 2002 »)

²³⁹ Art. 8.4, MAR

²⁴⁰B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1476

²⁴¹*Ibidem*, p. 1477

²⁴²Art. 8.4, MAR

preuve à apporter pour qu'un initié secondaire se fasse condamner est le fait que la personne savait ou, au moins, aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée²⁴³.

La thématique des initiés secondaires se résume en quelque sorte au célèbre « problème du chauffeur de taxi » qui conduit un cadre supérieur à son lieu de travail, qui accidentellement entend une conversation téléphonique contenant des informations confidentielles et qui, en conséquence, sur base de ces informations, décide de vendre toutes ses actions relatives à la société en question. Peut-on considérer cet agissement comme un délit d'initié ? Même si cet homme est, sans doute, en possession d'informations privilégiées, la question est de savoir s'il savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait en effet d'informations privilégiées. C'est une question de fait que le juge devra trancher au cas par cas²⁴⁴. Ce type de violation a soulevé des interrogations cruciales comme, par exemple, la question de savoir s'il faut avoir recours à la norme d'une « personne raisonnable » ou s'il faut donner plus d'importance à la situation factuelle, c'est-à-dire par exemple tenir compte d'un faible niveau d'éducation de la personne concernée ?²⁴⁵

Une remarque capitale s'impose à ce stade. La définition des initiés secondaires diffère selon le MAR (sanctions administratives) et la MAD (sanctions pénales). La MAD exige en fait que l'initié secondaire savait, *in facto*, qu'il s'agissait d'une information privilégiée. Elle exige donc une preuve concrète que l'initié secondaire avait connaissance du caractère privilégié de l'information. Le champ d'application de la MAD est donc plus restreint que celui énoncé dans le MAR, ce qui est parfaitement compréhensible en raison du caractère sévère des sanctions criminelles²⁴⁶. La distinction entre les initiés primaires et secondaires a donc toute raison d'être.

Néanmoins, il semble que cette distinction perde peu à peu de son importance dans certains pays. L'acte législatif choisi en question, à savoir une directive, permet aux États-Membres de procéder au « *gold-plating* » ; cela veut dire que ceux-ci sont libres d'augmenter les minimas des sanctions imposés dans la directive. Un des meilleurs exemples en est la Belgique. L'article 40.3 de la loi du 2 août 2002 est plus strict que le MAD²⁴⁷. Celui-ci a ajouté pour les sanctions pénales en Belgique les termes tels qu'ils sont utilisés dans le MAR en ce qui concerne les initiés secondaires : « personnes savent ou devraient savoir qu'il s'agit d'une

²⁴³ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1477 et s. ; Art. 8.4, al.2, MAR

²⁴⁴ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1477

²⁴⁵ B. FERON et M.-L. DE LEENER, *op. cit.*, p. 280 et s. ; X. DIEUX et D. WILLERMAIN, « La transposition en droit belge de la directive "abus de marché" et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.-B.F.R.*, 2007/1, p. 8

²⁴⁶ Art. 8.4, al.2, MAR ; Art. 3.3, al.2, MAD

²⁴⁷ Art. 40, §3 de la loi du 2 août 2002

information privilégiée »²⁴⁸. Cela signifie que les sanctions pénales peuvent être octroyées, tout comme les sanctions administratives, malgré un manque de connaissance effectif de la part de l'initié secondaire lorsque celui-ci aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée.

2.3 Implications légales :

a) *Interdictions* :

La prohibition des opérations d'initiés porte sur trois comportements mentionnés à l'article 14 du MAR et repris dans le MAD aux articles 3 et 4²⁴⁹. Elle englobe l'utilisation illégale d'une information privilégiée par l'acquisition ou la vente (directe ou indirecte) d'un instrument financier, la recommandation ou l'incitation d'une autre personne à commettre une opération d'initié (fondée sur une information privilégiée) et enfin, la divulgation illicite d'une information privilégiée à autrui²⁵⁰.

La première interdiction, à savoir l'utilisation de l'information privilégiée pour des transactions (directes ou indirectes) sur le marché financier, était initialement très difficile à prouver²⁵¹. Par conséquent, le lien de causalité entre l'information privilégiée et la transaction était en Europe, similairement au système américain, une condition décisive pour poursuivre ces infractions. Or, la question était la suivante : est-il possible de discerner l'incitation des individus à faire du commerce sur un marché financier, étant donné que l'on ne connaît ni leur entendement, ni leurs motivations les ayant poussés à s'engager dans certaines transactions financières ?

L'affaire, à l'origine belge, *Spector Photo Group NV* de 2009, a constitué une étape importante pour à la fois mieux sanctionner les auteurs d'abus de marché et à la fois rendre les poursuites plus efficaces²⁵². La CJUE a effectivement indiqué sans équivoque, dans le point §62 de son arrêt, qu'il existait une présomption implicite d'utilisation de l'information privilégiée lorsque le détenteur d'une information privilégiée a acquis ou cédé, directement ou indirectement, l'instrument financier auquel l'information se rapporte²⁵³. Cette présomption était si importante que les termes exacts de l'affaire *Spector Photo Group NV* ont été repris dans

²⁴⁸*Ibidem*

²⁴⁹Art. 14, MAR ; Art. 3 et 4, MAD

²⁵⁰Art. 8 et 10, MAR ; Art. 3 et 4, MAD

²⁵¹B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1448 et s.

²⁵²C.J., arrêt *Spector Photo Group NV et Van Raemdonck c. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, 23 décembre 2009, C-45/08, EU:C:2009:806

²⁵³C.J., arrêt *Spector Photo Group NV et Van Raemdonck c. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, *op. cit.*, § 62

les considérants 24 et 25 du MAR pour le souligner²⁵⁴. Il s'agit d'une présomption simple et non irréfragable. Cela signifie que la défense peut apporter la preuve que les transactions financières effectuées étaient exemptes d'une information privilégiée. Cette présomption nous semble familière ; en effet, aux États-Unis il existe également, malgré son application controversée et une jurisprudence non uniforme, une théorie qui présume que, par la possession d'une information privilégiée au moment de la transaction la concernant, celle-ci a été utilisée. L'affaire *Spector Photo Group NV* et les considérants du MAR apportent quelques exemples de preuves qui renverseraient ladite présomption : des opérations assurant l'exécution d'une obligation antérieure devenue exigible ; des opérations dont l'exécution est faite pour le compte d'une autre personne ; *etc*²⁵⁵.

Une remarque intéressante mérite d'être faite sur ce point. Le fait de passer un ordre avant d'obtenir l'information privilégiée n'est évidemment pas considéré comme une opération d'initié, mais par contre, l'annulation ou la modification substantielle d'un ordre antérieur doit être interprétée comme satisfaisant le critère d'utilisation de l'information privilégiée et est donc illégale²⁵⁶.

La deuxième interdiction concerne la recommandation ou l'incitation à commettre des opérations d'initiés, c'est-à-dire la recommandation ou l'incitation d'acquérir ou de céder un instrument financier auquel l'information se rapporte ou encore, la modification substantielle ou l'annulation d'un ordre antérieur. Cela paraît logique que le législateur européen interdise également ce comportement. Pourquoi ? Parce que, dans le cas contraire, les initiés pourraient recommander tout simplement à d'autres personnes de bonnes opportunités d'investissement sur base de leurs informations privilégiées et, en retour, exiger un profit partagé. Cela serait donc absurde de ne pas interdire ces actions²⁵⁷.

Malheureusement, cette infraction est très difficile à prouver. On peut constater que l'un des plus gros problèmes de ce règlement est la charge de la preuve qui constitue une contrainte majeure. Le lien de causalité, *de facto* l'utilisation d'une recommandation obtenue, n'est au contraire pas présumé pour cette infraction. Dans ce cas, l'autorité compétente est dans l'obligation de livrer un travail sans faille pour prouver cette pièce manquante du puzzle²⁵⁸.

²⁵⁴ *Ibidem*, conclusion ; Considérant 24 et 25, MAR

²⁵⁵ C.J., arrêt *Spector Photo Group NV et Van Raemdonck c. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, *op. cit.*, §56 et s. ; Considérants 24 et s., MAR

²⁵⁶ Considérant 25 et art. 8.1, MAR

²⁵⁷ B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1450 et s.

²⁵⁸ *Ibidem*

La divulgation illicite d'informations privilégiées constitue la troisième interdiction du MAR et de la MAD²⁵⁹. A première vue, il semble relativement facile de définir la portée de cette interdiction. Toutefois, une exception à cette interdiction rend les choses plus compliquées et mérite, dès lors, une analyse plus approfondie. Conformément à l'article 10.1 du MAR : « Aux fins du présent règlement, une divulgation illicite d'informations privilégiées se produit lorsqu'une personne est en possession d'une information privilégiée et divulgue cette information à une autre personne, sauf lorsque cette divulgation a lieu dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions. »²⁶⁰. Malheureusement, la notion « dans le cadre normal de l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions » n'est pas explicitement définie, que ce soit dans la législation elle-même ou dans la jurisprudence de la CJUE.

La CJUE a, heureusement, apporté quelques éclaircissements à ce propos dans une affaire de 2005²⁶¹. Elle a établi le fait qu'il doit exister un « lien étroit » entre la divulgation de l'information et l'exercice normal de la profession et que cette communication doit être « strictement nécessaire à l'exercice desdits travail, profession ou fonctions »²⁶². La Cour a indiqué que ces notions doivent être analysées au cas par cas et a même donné des indicateurs sur la façon d'évaluer la légalité de la divulgation²⁶³.

Il s'agit clairement d'une interprétation restrictive de l'exception prévue par le MAR. Une grande partie de la doctrine a critiqué cette interprétation restrictive en raison de la nature pénale de la disposition. D'après celle-ci, les exceptions aux dispositions de nature pénale ne devraient pas être interprétées de manière restrictive²⁶⁴. Cela ne pose en pratique pas de problème majeur, puisque les autorités nationales compétentes ont fait preuve, en ce qui concerne l'application de cet article, d'une grande souplesse dans l'interprétation de ces notions et n'ont, dès lors, pas suivi la jurisprudence de la CJUE à la lettre²⁶⁵.

Que serait la loi sans exception ? L'article 9 du MAR mentionne certains comportements légitimes malgré la détention d'informations privilégiées. Selon ces hypothèses émises dans l'article 9, il ne s'agit pas de comportements prohibés mais d'une simple clarification du caractère légal d'actes qui pourraient prêter à confusion²⁶⁶. En plus de ces comportements

²⁵⁹Art. 10, MAR ; Art. 4, MAD

²⁶⁰Art. 10.1, MAR

²⁶¹C.J.C.E. (gde ch.), arrêt *Procédure Pénale c. Knud Grøngaard et Allan Bang*, 22 novembre 2005, C-384/02, EU:C:2005:708

²⁶²*Ibidem*

²⁶³*Ibidem*, point 1) de la conclusion

²⁶⁴B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, pp. 1451 et s.

²⁶⁵*Ibidem*

²⁶⁶Art. 9, MAR

légitimes, il existe également des exemptions, c'est-à-dire des comportements qui, quant à eux, seraient considérés comme une violation sans absolution de la part du législateur. Les articles 5 et 6 du MAR prévoient trois comportements normalement illégaux qui ne sont toutefois pas interdits : les programmes de rachat, les activités de stabilisation et les politiques monétaires²⁶⁷. En effet, le législateur estime que la violation de ce règlement, pour des raisons d'intérêt supérieur, à savoir le bon fonctionnement des systèmes financiers et le bien-être des investisseurs en général, constitue une justification légitime de l'infraction d'abus de marché²⁶⁸.

b) Obligation positive : publication des informations privilégiées

Outre les trois interdictions susmentionnées, il existe, en Europe, contrairement aux États-Unis, une obligation positive pour les personnes détenant des informations privilégiées : l'article 17 du MAR spécifie que les émetteurs ont l'obligation de rendre publiques « dès que possible » les informations privilégiées qui les concernent²⁶⁹. Cette annonce au public est une condition primordiale pour préserver l'intégrité des marchés et l'égalité entre les investisseurs, l'axe principal de la législation européenne.

Non seulement l'émetteur a l'obligation d'informer le public, mais, en plus, le règlement indique rigoureusement la façon appropriée de le faire ; la publication de cette information doit, entre autres, garantir un accès rapide et complet à celle-ci tout en permettant une évaluation correcte et rapide et l'émetteur doit, de surcroît, conserver les informations privilégiées sur son site web pendant une période d'au moins cinq ans²⁷⁰. Néanmoins, il existe une exception majeure à cette obligation, à savoir la possibilité pour l'émetteur de retarder la publication de l'information privilégiée sous le respect des conditions énoncées à l'article 17.4 du MAR. Celui-ci, du reste, n'a pas à consulter, ni même notifier, l'autorité nationale compétente au moment où il choisit de retarder la publication de l'information privilégiée. Cela ne veut pas dire, pour autant, que ce pouvoir est affranchi de tout contrôle de la part des autorités compétentes. Effectivement, celles-ci doivent être informées, au moment de la publication effective de l'information, qu'il s'agissait d'une publication reportée²⁷¹. Malgré cette liberté apparente des émetteurs de choisir de différer ou non la publication d'une information, les autorités compétentes vont, quant à elles, une fois l'information publiée, rigoureusement analyser si les conditions, que nous sommes sur le point d'examiner, ont été respectées. Une fois de plus, cela

²⁶⁷ Art. 5 et 6, MAR

²⁶⁸ Art. 5 et 6, MAR

²⁶⁹ Art. 17, MAR

²⁷⁰ Art. 17, MAR ; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, p. 474

²⁷¹ F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 475 et s.

ouvre la porte à un élément perturbateur : l'analyse *ex post* du respect *ex ante* des conditions²⁷². À l'inverse, dans l'ancien système, le report devait être notifié immédiatement à l'autorité compétente, laquelle supervisait tout au long du processus le respect des conditions implémentées, ce qui procurait aux émetteurs une sécurité juridique qui, désormais, n'existera plus telle quelle. En effet, les émetteurs devront se fier à leur propre jugement avant de recevoir, une fois la publication de l'information reportée, un feedback de la part de l'autorité compétente²⁷³.

Cela dit, il s'agit d'un pouvoir impressionnant que le législateur a cédé aux émetteurs et c'est pourquoi trois conditions cumulatives doivent être rigoureusement respectées pour que la publication de ces informations puisse être retardée.

Primo, « la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ou du participant au marché des quotas d'émission »²⁷⁴. Malheureusement, aucune définition concrète de ce que représente la notion d'intérêts légitimes de l'émetteur n'est fournie par le législateur. Dès lors, il faudra se contenter de quelques orientations données par l'AEMF²⁷⁵ et par le considérant n°50 du MAR qui nous livrent une liste d'exemples non exhaustive²⁷⁶. Les intérêts légitimes de l'émetteur pourraient être mis en péril lorsque : celui-ci mène des négociations (par exemple de fusion, acquisition, restructuration, *etc.*) qui, par la publication, pourraient être mises à mal ; la viabilité financière de l'émetteur est en danger et la publication pourrait endommager les actionnaires concernés ; celui-ci a créé un produit innovant dont les droits de propriété par la publication seraient menacés²⁷⁷.

Secundo, il ne faut pas induire le public en erreur avec le report de la publication²⁷⁸. Cela est primordial, non seulement pour la matière de délit d'initié mais également parce qu'une induction en erreur du public pourrait être interprétée comme une manipulation du marché, l'autre facette des abus de marché. Pour avoir une meilleure conception de ce que représente l'induction en erreur du public, il faudra, à nouveau, se tourner vers les orientations publiées par l'AEMF. Celle-ci considère une information comme susceptible d'induire le public en erreur, par exemple, si : cette information diverge fondamentalement d'une publication

²⁷²*Ibidem*

²⁷³F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 475 – 476

²⁷⁴Art. 17.4, a), MAR

²⁷⁵Orientations de l'AEMF relatives au Règlement sur les abus de marché (« MAR »), « Retard de la publication d'informations privilégiées », 20 octobre 2016, ESMA/2016/1478, disponible sur https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_fr.pdf

²⁷⁶Considérant 50, MAR

²⁷⁷Orientations de l'AEMF relatives au Règlement sur les abus de marché (« MAR »), *op. cit.*, point 5.1, 8)

²⁷⁸Art 17.4, b), MAR

antérieure de l'émetteur ou encore lorsque l'information renseigne un échec quant à l'atteinte des objectifs financiers promulgués préalablement par l'émetteur²⁷⁹.

Enfin, l'émetteur qui a décidé de retarder la publication doit s'assurer qu'il est en mesure de garder l'information confidentielle. Il est évident que lorsque la confidentialité ne peut être assurée, l'émetteur doit divulguer cette information immédiatement. C'est ainsi que des rumeurs à propos d'une information privilégiée, dont la publication a été reportée, obligent l'émetteur à la publier immédiatement²⁸⁰.

Il convient, avant de conclure cette section, de faire deux annotations. Tout d'abord, il faut savoir que l'article 17.5 du MAR énonce différentes conditions pour les établissements de crédit. En effet, les informations les concernant sont souvent d'une grande sensibilité et, pour éviter de reproduire les scénarii de 2008, à savoir les *bank run* qui ont violemment mis les banques en difficulté, ceux-ci méritent des conditions de report allégées. Dans ce cas précis, l'autorité compétente est directement impliquée étant donné que l'une des conditions à satisfaire est l'approbation du report par celle-ci²⁸¹.

Cette obligation positive ne se retrouve pas, telle quelle, dans le système américain. En effet, une obligation positive de publication de toute information privilégiée n'existe pas, même si quelques exceptions existent selon lesquelles un émetteur américain doit également rendre publiques certaines informations. Ces publications systématiques obligatoires, en revanche, sont étrangères au système américain. Puisque la théorie d'accès égal à l'information est le fondement de cette obligation et vu que celle-ci ne trouve plus d'application aux États-Unis, il semble évident que l'obligation de publication n'est pas, en tant que telle, présente outre-Atlantique²⁸².

III. Les Sanctions :

1. Le système dualiste européen :

Le législateur européen (tout comme nos collègues américains) a opté pour deux systèmes de sanctions : les sanctions administratives prévues dans le MAR et les sanctions pénales prévues dans la MAD. Seules ces dernières doivent être obligatoirement implémentées dans les systèmes nationaux des États membres. Il s'agit là d'un message clair du législateur

²⁷⁹ Orientations de l'AEMF relatives au Règlement sur les abus de marché (« MAR »), *op. cit.*, point 5.2, 9)

²⁸⁰ Art. 17.4, c), MAR

²⁸¹ F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 476 et s. ; Art. 17.5, MAR

²⁸² M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 29 et s.

européen selon lequel les infractions d'abus de marché sont prises très au sérieux²⁸³. Bien qu'il ne soit pas obligatoire de mettre en œuvre les sanctions administratives²⁸⁴, celles-ci semblent constituer, des deux systèmes de sanctions, le système le plus solide et efficace. En réalité, sans elles, toute l'efficacité du système serait menacée²⁸⁵.

Deux mécanismes facilitent la poursuite des abus de marché mais, malheureusement, ceux-ci ne s'appliquent que dans le cadre de poursuites administratives : (1) la présomption « d'utilisation » de l'information privilégiée ; (2) un traitement égal des initiés primaires et secondaires (alors que dans le système pénal, le procureur doit apporter des preuves supplémentaires, difficiles à recueillir, pour pouvoir poursuivre les seconds)²⁸⁶. Les autorités administratives se voient ainsi donner un pouvoir colossal qui renforce leur supériorité par rapport aux poursuites pénales et qui fait d'elles le véritable bras armé des États-Membres en la matière.

Les sanctions administratives ont augmenté en sévérité avec le MAR. Bien qu'il s'agisse d'un règlement visant une harmonisation « maximale » en la matière, celui-ci laisse une certaine marge de manœuvre aux États-Membres quant au choix des sanctions administratives applicables. L'article 30.2 du MAR définit les sanctions administratives minimales que les États-Membres doivent imposer, tout en sachant que ceux-ci ont la possibilité d'aller plus loin en établissant des sanctions plus sévères. Les autorités nationales ont effectivement accès à de nombreux types de sanctions en surplus des amendes financières typiques du secteur financier. A titre illustratif, citons la possibilité pour les autorités compétentes de publier un avertissement public dénonçant la personne coupable d'un manquement en matière d'abus de marché. Alors qu'on pense communément que les sanctions pécuniaires sont les plus dissuasives (des sanctions allant jusqu'à 5 millions pour une personne physique et 15 millions ou 15 % du chiffre d'affaires annuel total pour une personne morale sont bien sûr effrayantes !), c'est loin d'en être toujours le cas dans la réalité²⁸⁷. En effet, une publication à travers laquelle un manquement a été rendu public va très probablement, sinon inévitablement, nuire à la réputation de la personne ou de l'entreprise. Or, dans le monde de la finance et des affaires, la réputation joue un rôle majeur, que ce soit pour acquérir des fonds ou pour avoir accès aux bons « *deals* » du marché, et la conséquence d'une réputation entachée signifie la fin de la rentabilité de l'entreprise²⁸⁸.

²⁸³Art. 3 et s., MAD

²⁸⁴Art. 30.1, al.2, MAR

²⁸⁵B. FERON et A. FINK, *op. cit.*, p. 1429

²⁸⁶B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, p. 1480

²⁸⁷B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, pp. 1470 et s.

²⁸⁸Art. 30.2, MAR ; B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, p. 1471

A contrario, les poursuites pénales en matière d'abus de marché ne représentent pas une haute priorité pour les parquets déjà submergés de travail. Par conséquent, un tel désintérêt pourrait laisser impunis les auteurs de ces infractions, d'où toute l'importance des sanctions administratives²⁸⁹. En effet, les sanctions pénales sont emblématiques mais ont une efficacité limitée. Le seul intérêt des sanctions pénales est, comme l'énonce le considérant 6 de la MAD, la désapprobation sociale supérieure aux sanctions administratives, c'est-à-dire un effet dissuasif plus élevé par l'instauration d'une peine d'emprisonnement maximale d'au moins 4 ans pour les abus de marché (2 ans pour la divulgation illicite d'informations privilégiées)²⁹⁰. Ici aussi, d'autres types de sanctions sont prévus par le législateur. Par exemple, en ce qui concerne les personnes morales, il existe la possibilité de combiner les amendes avec d'autres sanctions qui ne sont pas à sous-estimer non plus, comme la disqualification temporaire/permanente de l'activité ou même la fermeture temporaire/permanente des établissements²⁹¹. Il est important de préciser que les règles exactes des sanctions pénales en matière d'abus de marché relèvent du système national et peuvent différer légèrement en raison des différences nationales quant à la mise en œuvre de la directive.

Ayant passé en revue brièvement les deux différents systèmes, il est désormais important de nous attarder quelque peu sur le point qui constitue le conflit inhérent à ce système dualiste des sanctions, à savoir le principe de droit fondamental *ne bis in idem* qui a subsisté aux évolutions jurisprudentielles de la CJUE et de la CEDH et persiste dans la législation européenne²⁹².

2. Problèmes :

L'un des problèmes principaux de ce système, en plus de la difficulté de preuve en la matière, est sa relation conflictuelle avec la Convention Européenne des Droits de l'Homme (ci-après : « CEDH »). L'article 4 du Protocole n°7 de la CEDH énonce le principe *ne bis in idem* et interdit que des personnes soient jugées et/ou punies deux fois pour les mêmes faits dans le cadre de procédures pénales ou procédures ayant un caractère pénal²⁹³. L'application de ce principe nécessite trois conditions : (1) il doit s'agir de la même personne ; (2) il doit s'agir des mêmes faits matériels ou de faits qui sont en substance les mêmes ; et (3) il existe une première

²⁸⁹B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, p. 1429

²⁹⁰Considérant 6 MAD

²⁹¹Art. 9, MAD

²⁹²Protocole n° 7 à la Convention de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales, fait à Strasbourg le 22 novembre 1984 et approuvé par la loi du 6 mars 2007, *M.B.*, 22 juin 2012, p. 35046 (ci-après « Protocole n°7 de la CEDH »), art. 4

²⁹³*Ibidem*

décision définitive qui est coulée en force de la chose jugée relative à cette personne et ces faits²⁹⁴.

Ce principe est un véritable ancêtre législatif. En effet, le droit romain prévoyait déjà qu'une personne ne pouvait être punie deux fois pour les mêmes actions de sa part. Cela nous semble logique, dans le domaine d'une justice équitable et juste ; toutefois, notre système légal semble encore approuver quelques fois une telle violation ce qui est, de nos jours, injustifiable et intolérable. Désormais, ce principe est consacré dans beaucoup de textes législatifs internationaux (Convention Européenne des Droits de l'Homme, Charte des Droits Fondamentaux de l'Union Européenne, Convention d'Application de l'Accord de Schengen, *etc.*)²⁹⁵.

Celui-ci a également été établi à la fois par la CJUE et par la Cour Européenne des Droits de l'Homme (ci-après ECHR). La première en la matière à consacrer ce principe a été l'ECHR avec l'une des décisions les plus importantes de tous les temps : *Zolotoukhine c. Russie*²⁹⁶. Au point 82 de cette décision, la Cour déclare : « En conséquence, l'article 4 du Protocole no 7 doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes. »²⁹⁷. Cet arrêt est décisif en ce qu'il fixe le critère d'application du principe *ne bis in idem* : des faits identiques ou des faits qui sont substantiellement les mêmes. Ceci fut confirmé dans la décision *Grande Stevens*²⁹⁸ qui a tranché la controverse une fois pour toutes : l'autorité nationale italienne arguait dans l'affaire que les doubles procédures, administrative et pénale, étaient légales en raison du fait que les éléments constitutifs (p.ex. l'élément moral requis dans les poursuites pénales) des infractions différaient. Le point 224 du raisonnement de la Cour réaffirme que les éléments constitutifs de l'infraction ne doivent pas être identiques, mais que, comme l'indique l'arrêt *Zolotoukhine*, c'est la conduite, sur laquelle se fonde les poursuites, qui doit être la même ou en substance la même²⁹⁹.

La Cour énonce également dans le cas *Zolotoukhine* que l'interdiction des doubles sanctions concerne non seulement le cumul de sanctions pénales mais aussi le cumul de sanctions administratives de nature pénale. La CJUE a suivi ce raisonnement en 2013 avec

²⁹⁴B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, pp. 1421 – 1422

²⁹⁵A. LECOCQ, « La jurisprudence européenne confirme la préséance du non bis in idem : le cas des abus de marché de Stevens à Pechiney II », *D.B.F.-B.F.R.*, 2014/5, p. 272

²⁹⁶Cour eur. D.H. (gde ch.), arrêt *Zolotoukhine c. Russie*, 10 février 2009

²⁹⁷Cour eur. D.H. (gde ch.), arrêt *Zolotoukhine c. Russie*, *op. cit.*, §82

²⁹⁸Cour eur. D.H., arrêt *Grande Stevens et autres c. Italie*, 4 mars 2014 (définitif : 7 juillet 2014)

²⁹⁹Cour eur. D.H. (gde ch.), arrêt *Zolotoukhine c. Russie*, *op. cit.*

l'affaire *Akerber Fransson* et a, ainsi, affirmé l'application du principe *ne bis in idem* au sein de l'Union européenne³⁰⁰. Les deux juridictions font référence à la célèbre affaire *Engel* pour déterminer la nature pénale d'une sanction³⁰¹. Il existe trois critères pour déterminer si celle-ci possède un caractère pénal ou non : (1) la qualification juridique nationale de l'infraction ; (2) la nature de l'infraction ; (3) le degré de sévérité de la sanction que risque de subir l'intéressé³⁰². Sur la base de ces indications, on peut facilement constater que les sanctions administratives se rapportant aux abus de marché peuvent être considérées, sans doute, comme des sanctions de nature pénale et que celles-ci ne sont donc pas cumulables avec les sanctions pénales.

Les Cours Suprêmes belges se sont également alignées, certaines plus aisément que d'autres, sur le fait que le principe *ne bis in idem* doit être respecté en la matière³⁰³. C'est pour cette raison que l'ancien article 73 de la loi de 2002³⁰⁴ a été aboli. Celui-ci stipulait que lorsque des sanctions administratives et pénales s'appliquaient simultanément, le montant de la première sanction (majoritairement administrative) devait être imputé sur le montant de la deuxième. En effet, le principe *ne bis in idem* exige que toute autre procédure à caractère pénal en cours doit être arrêtée si une première décision coulée en force de chose jugée existe. La seule déduction du montant de la première amende ne suffisait donc pas³⁰⁵.

Le législateur européen n'a suggéré aucune solution au problème, avec l'introduction du MAR et de la MAD. Ainsi, les considérants 23 et 27 de la MAD énoncent que le principe *ne bis in idem* doit être respecté, de même que le considérant 72 et l'article 30, paragraphe 1, point 2, du MAR indiquent que le modèle de double sanction n'est pas obligatoire. Comme constaté au préalable, les sanctions administratives sont facultatives et les sanctions pénales sont, quant à elles, obligatoires³⁰⁶. Le législateur européen, ne sachant pas comment régler ce problème, a donc simplement déclaré que les États-Membres n'ont pas l'obligation d'imposer les deux sanctions, mais que s'ils le font, ceux-ci doivent respecter l'article 4 du Protocole n°7 de la CEDH, c'est-à-dire éviter de sanctionner des individus deux fois pour la même infraction. Il est regrettable que le législateur européen, conscient de cette lacune, ne s'est pas efforcé de trouver une solution commune pour l'Union³⁰⁷.

Cela nous amène au problème suivant : le problème de l'efficacité. La réalité est la suivante : très peu d'infractions d'abus de marché sont portées devant les autorités judiciaires.

³⁰⁰C.J. (gde ch.), arrêt *Aklagaren c. Akerberg Fransson*, 26 février 2013, C-617/10, EU:C:2013:105

³⁰¹Cour eur. D.H. (plén.), arrêt *Engel et autres c. Pays-Bas*, 23 novembre 1976

³⁰²*Ibidem*, §82 et s. ; B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, p. 1423

³⁰³B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, pp. 1424 et s.

³⁰⁴Ancien article 73 de la loi du 2 août 2002

³⁰⁵A. LECOCQ, *op. cit.*, p. 274

³⁰⁶Considérant 23 et 27, MAD ; Considérant 72 et art. 30.1 al.2, MAR

³⁰⁷Considérant 72, MAR

Le temps d'attente très long jusqu'aux jugements, en plus du manque de moyens et connaissances nécessaires pour poursuivre des crimes financiers aussi complexes, placent celles-ci dans une situation sous-optimale pour garantir l'efficacité des poursuites. À cela s'ajoute la difficulté majeure à présenter des preuves suffisantes pour condamner le présumé contrevenant. Comme indiqué précédemment, les poursuites pénales ne bénéficient pas de la présomption d'utilisation de l'information privilégiée. Comment pourrait-on prouver qu'une personne s'engage dans des transactions financières par suite d'une information privilégiée ? Il est difficile de scruter les convictions des individus et les raisons qui les poussent à procéder à une transaction spécifique³⁰⁸.

In fine, il faut savoir que les sanctions administratives sont bel et bien les plus importantes et les plus utilisées. Malgré cette réalité, le législateur européen en a décidé autrement et a rendu facultatif pour les États membres de les intégrer dans leur système juridique national. On peut constater que le législateur européen n'est, à ce propos, pas cohérent avec son objectif, lequel est de lutter aussi efficacement que possible contre les abus de marché et il faudra, dès lors qu'il est permis aux États-Membres de se conformer de la manière qu'ils pensent être la plus appropriée, à nouveau faire face à un système truffé de divergences au sein de l'Europe³⁰⁹.

Au plus grand regret de tous, l'Europe n'encourage pas les actions civiles menées par des individus. En effet, celles-ci sont quasi inexistantes sur le continent au contraire des États-Unis, où ces actions, même si elles sont d'application limitée, sont loin d'être absentes. À cet égard, une piste future, qui permettrait d'améliorer l'efficacité du système européen, pourrait être la mise en place (en plus du système de sanctions existant) de moyens permettant aux individus lésés par des infractions d'abus de marché de se retourner directement au civil contre l'auteur présumé pour des dommages et intérêts dont le montant n'est souvent pas négligeable³¹⁰.

IV. Mesures préventives :

Les législateurs, ayant à l'esprit la difficulté de déceler ces infractions, se sont engagés sur une voie qui, potentiellement, pourrait s'avérer extrêmement utile pour accroître l'efficacité des législations en vigueur. Il s'agit de mesures préventives qui permettent de remédier aux

³⁰⁸B. FERON, A. FINK, *op. cit.*, pp. 1485 et s.

³⁰⁹Considérant 72 et art. 30.1, MAR

³¹⁰M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 36 et s.

problèmes de preuves auxquels les autorités font face durant la poursuite de ces infractions. La solution première qui pallie ces problèmes de détection de l'infraction est l'obligation positive de publier les informations privilégiées, notion déjà abordée dans la section précédente. Les mesures préventives européennes, quant à elles, seront abordées brièvement dans cette section. Celles-ci sont au nombre de trois ; il s'agit des listes d'initiés, des « *whistleblower* » et de l'obligation de déclaration des transactions pour les dirigeants d'entreprises. Les États-Unis disposent également d'obligations similaires (avec quelques divergences mineures) et il n'est donc pas nécessaire de s'y attarder séparément.

1. Les listes d'initiés :

Le deuxième remède à la difficulté de preuve trouve sa source dans l'article 18 du MAR. En effet, mieux vaut prévenir que guérir. L'article 18 oblige l'émetteur à établir une « liste d'initiés » pour « [...] toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, comme les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit »³¹¹. Cette liste doit être mise à jour régulièrement et être remise immédiatement à l'autorité nationale compétente sur sa demande. Elle permet de fait aux autorités nationales de contrôler plus efficacement les transactions effectuées par ces personnes, ce qui leur épargne de multiples recherches coûteuses en temps et en argent. Concrètement, elle consiste en une liste de « suspects » que les autorités utiliseront pour repérer plus facilement et plus rapidement des transactions suspectes. En outre, celle-ci doit être conservée pendant une période d'au moins 5 ans, attendu que les opérations d'initiés peuvent se diluer sur une longue période³¹².

2. « *Whistleblower* » :

Par ailleurs, les opérateurs de marché, les entreprises d'investissement, leurs employés et tous les autres professionnels qui exécutent des transactions financières ont également un rôle important à jouer. Ils ont le devoir particulier de mettre en place des procédures et des systèmes efficaces qui permettent de détecter correctement toute transaction suspecte. Une fois qu'ils ont établi ces procédures, ils ont l'obligation d'en informer immédiatement l'autorité

³¹¹ Art. 18.1, a), MAR ; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 482 et s

³¹² Art. 18, MAR ; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 482 et s

nationale en cas de suspicion. Il s'agit de l'un des articles les plus efficaces du règlement en ce sens qu'il facilite et optimise énormément le travail d'enquête des autorités nationales³¹³. Bien entendu, l'efficacité de cette mesure dépend, dans une large mesure, des opérateurs de marché et de la rigueur avec laquelle ceux-ci appliquent cette disposition cruciale. Autrement dit, est-il dans l'intérêt d'une entreprise d'investissement (ou d'un opérateur de marché) de signaler son propre client qui lui rapporte en permanence des revenus attractifs ? Ces entreprises, qui ne sont motivées que par une seule chose, la maximisation de profit, abandonneraient-elles de plein gré leur client de longue date ? De plus, ces obligations de signalement ne dissuaderaient-elles pas d'autres clients potentiels notables, ce qui de *facto* porterait préjudice à cette industrie ? Ces questions n'ont malheureusement pas encore de réponse, mais il faut les garder à l'esprit si l'on veut déterminer l'efficacité réelle de ces mesures qui semblent, en théorie, judicieuses³¹⁴.

3. La déclaration des transactions de dirigeants :

Enfin, il existe une mesure préventive pour les personnes particulièrement à risque quant aux délits d'initiés. Ce sont des « [...] personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elles [...] »³¹⁵. Ces personnes ont l'obligation de déclarer à l'autorité compétente toutes les transactions pour leur propre compte liée à l'instrument financier de l'émetteur pour lequel elles exercent ces fonctions. Cette notification doit être effectuée dans un délai de trois jours suivant la transaction et constitue également une aide précieuse pour identifier les délits d'initiés. De plus, l'article 19 du MAR impose une interdiction de transactions financières pour les dirigeants, ceci pendant une période ferme de trente jours avant la publication d'un rapport financier intermédiaire ou d'un rapport de fin d'année. La logique derrière cette interdiction temporaire était la suivante : ces personnes connaissent certainement, avant la publication de ces rapports sensibles, les résultats financiers de leur société. Or sachant que les résultats financiers ont, dans une grande majorité des cas, un impact sur le cours des sociétés, une interdiction de transaction semble adéquate pour les personnes connaissant les chiffres concrets avant le grand public³¹⁶.

Comme on peut le voir, le législateur européen a effectivement prévu certains antidotes pour prêter main forte aux autorités nationales dans leur difficulté à détecter et prouver ces

³¹³Art. 16, MAR

³¹⁴F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 482 et s.

³¹⁵Art. 19, MAR

³¹⁶Art.19.1, MAR ; F. LEFÈVRE, A. COIBION, T. L'HOMME and M. BREDIMUS, *op. cit.*, pp. 489 et s.

infractions. Toutefois, ne soyons pas naïfs, même si ces mesures semblent très efficaces en théorie, leur efficacité sur le terrain, dans des conditions loin d'être optimales, reste mitigée.

V. Le bilan de l'efficacité des législations :

Les États-Unis ont eu de la chance dans la malchance en étant les premiers à avoir légiféré en la matière. L'Europe a, quant à elle, pu prendre un temps de réflexion avant d'arriver à une législation représentative de droit civil, à savoir une législation codifiée qui reprend une grande majorité des éléments du sujet. Si le concept américain est très restreint et inclut, pour cette raison, certaines exceptions extensives, le concept européen, quant à lui, dispose d'un champ d'application très large qui inclut, *a contrario*, des exceptions restrictives³¹⁷. Nos collègues américains fondent majoritairement leur système, depuis un arrêt clé (*Chiarella*), sur la notion d'obligation fiduciaire, un concept centré sur la source de l'information. En revanche, le système européen est un duplicata du système américain avant *Chiarella* qui, lui, s'inspire de la théorie d'accès égal à l'information sur les marchés financiers interdisant toutes transactions qui se basent sur une information privilégiée, peu importe la source d'où celle-ci provient³¹⁸.

Malgré ces différences fondamentales qui semblent profondément diviser les deux systèmes, cette analyse reste purement théorique. Dans la réalité, ceux-ci se rejoignent au plus tard dans leur résultat et leur objectif commun, exception faite de quelques cas isolés dont la conclusion serait discordante³¹⁹.

Il est vrai que le système européen, harmonisé et concis, semble mieux organisé, avec sa législation écrite, par rapport aux règles jurisprudentielles américaines. Il est incontestable aussi que ce système, grâce à un champ d'application plus étendu que son homologue américain, devrait englober davantage d'infractions de ce genre. Si cette logique se confirme, on en déduit donc que le système européen, par une meilleure organisation juridique et un champ d'application plus grand, devrait être plus efficace que celui des États-Unis³²⁰. Cependant, est-ce vraiment le cas ? Quelques chiffres pourront nous aider à comparer l'efficacité des législations et de leurs poursuites.

De 2001 à 2006, trois cents actions pour délits d'initiés ont été engagées par la SEC et quatre-vingt-huit condamnations ont été prononcées par le département de justice américain.

³¹⁷M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 35 – 42

³¹⁸*Ibidem*

³¹⁹*Ibidem*, p. 37

³²⁰*Ibidem*

Endéans des laps de temps similaires (cinq à sept ans), les contreparties européennes ont été définitivement moins actives. Concrètement, de 2001 à 2007, l'autorité nationale du Royaume Uni n'a ouvert que huit dossiers de délits d'initiés ; de 2005 à 2012, l'autorité italienne a, quant à elle, enquêté sur vingt-cinq délits d'initiés présumés ; et durant l'année 2005, la *Bundesanstalt für Finanzen*, l'autorité allemande en charge de ces dossiers, qui est aussi la plus active sur le continent européen, a enquêté sur cinquante-quatre délits présumés³²¹. Ces chiffres semblent aller à l'encontre de notre hypothèse susmentionnée. Malgré tout, trois remarques doivent être faites à cet égard.

Primo, les chiffres doivent être remis dans leur contexte. À l'évidence, l'ampleur du marché financier américain dépasse de loin les humbles petits marchés financiers nationaux sur le continent européen. À titre d'exemple, le marché financier américain compte plus de cinq milles sociétés cotées alors que le marché financier italien en compte à peu près trois cents. On pourrait même dire que la *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, l'autorité italienne est relativement active pour ce marché plutôt restreint³²². Dès lors, il est impératif de ne pas prendre en considération ces chiffres sans prendre en considération également la capitalisation boursière.

Secundo, beaucoup de personnes ignorent qu'il existe une disparité majeure entre les ressources à la disposition de la SEC et celles à la disposition des autorités nationales en Europe. En effet, bon nombre de recherches attestent que la SEC est le bras de fer puissant du gouvernement américain grâce, surtout, aux ressources gigantesques dont elle bénéficie. Plus de ressources contribuent, en vérité, à une efficacité accrue des poursuites menées³²³. Cela semble aussi se répercuter sur le nombre de procédures engagées beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'en Europe.

Tertio, la jurisprudence de la ECHR qui prohibe le système dualiste de sanction européen contribue également à la diminution du nombre global de poursuites engagées en Europe, ce qui contribue à creuser davantage l'écart entre le nombre de celles-ci aux États-Unis et en Europe. Toutefois, restons particulièrement vigilants et attentifs à ce que l'on n'associe le nombre de poursuites à l'efficacité du système : moins de poursuites ne signifie pas *per se* un système moins efficace !³²⁴

In Fine, on peut conclure que les deux approches travaillent le mieux possible à conserver des marchés financiers stables, efficaces et équitables. Les différences entre celles-ci

³²¹M. VENTORUZZO, *op. cit.*, pp. 39 – 40

³²²*Ibidem*

³²³*Ibidem*

³²⁴*Ibidem*, pp. 40 – 41

sont dues essentiellement à des divergences culturelles et philosophiques des deux côtés de l'Atlantique. Il est capital, néanmoins, d'avoir conscience qu'il n'existe pas « un » système supérieur à l'autre. Du reste, une transposition d'un système dans l'autre, en raison de convictions fondamentalement différentes, serait indéniablement voué à l'échec. Malgré tout, on peut observer la tendance grandissante aux États-Unis d'une volonté de revenir au système d'accès égal à l'information comme d'application en Europe. Hélas, le législateur américain n'est pas encore prêt à s'engager dans un changement, à savoir dans la refonte de règles si profondément ancrées dans la jurisprudence américaine. Il se peut que le législateur européen ait pris une voie différente de son pendant américain, cela dit, en fin de compte, les deux trajectoires mènent au même objectif : une société plus équitable et plus juste avec des marchés financiers stables et efficaces³²⁵.

Conclusion :

Le secteur financier est, depuis la crise de 2008, sous les feux de la rampe par les différents législateurs et on assiste à une véritable explosion de nouvelles législations. Ce phénomène est davantage observable en Europe avec de nombreuses réformes déjà réalisées et encore à venir. Les banques systémiques sont tenues à la laisse courte avec des exigences de fonds propres et de *compliance* (p. ex. les plans de redressement annuels) de plus en plus complexes et onéreuses ; les *Hedge Funds* sont étroitement encadrés et leurs actes sont suivis de très près ; les autorités nationales sont submergées en raison de la complexité des législations européennes et sont sous pression constante de la part des superviseurs européens qui exigent une application rigoureuse de celles-ci. En effet, on constate une tension grandissante au sein des marchés financiers qui se traduit par une réglementation excessive du secteur³²⁶.

Depuis les années quatre-vingt et une évolution jurisprudentielle impressionnante, les États-Unis, « le » pays symbole de la finance, ancre son système en matière de délits d'initiés autour de la notion d'obligation fiduciaire. Malgré la complexité de ce concept et une législation fastidieuse en la matière, les marchés financiers semblent être plus forts que jamais depuis leur récupération de la crise de 2008. Ce fonctionnement prodigieux provient d'une grande confiance des acteurs du marché envers ceux-ci ; cette confiance, à son tour, est due à la préservation de l'intégrité des marchés par l'instauration de telles législations prohibant toute

³²⁵ A. F. GEVURTZ, *op.cit.*, pp. 12 – 14

³²⁶ Progress of Financial Reforms | European Commission : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en

conduite injuste et inéquitable. L'Europe, aussi, témoigne d'un essor positif des marchés financiers qui ne cessent de briller. Cela dit, les cycles économiques n'ont malheureusement pas de durée illimitée et une récession, ou pire encore, une crise, pourrait survenir plus vite qu'on ne le croit³²⁷.

La volonté des législateurs européen et américain de lutter contre les crimes financiers pour garantir l'intégrité des marchés est donc bien réelle et indiscutable. Malheureusement, l'efficacité de leurs législations (ou règles jurisprudentielles) peut être remise en question. Les complexités et imprécisions majeures qui demeurent, à nos connaissances, tant dans le système américain qu'europpéen, rendent des poursuites efficaces difficilement soutenables pour les autorités compétentes.

« *Hard cases make bad laws* » ; cet adage est, je pense, un bon récapitulatif de ce mémoire. Deux voies différentes ont été choisies par deux législateurs distincts avec chacun, sa culture et sa philosophie. Les deux législations sont loin d'être parfaites et génèrent, certes, avec leur complexité et imprécisions, une certaine insécurité juridique. Cependant, cet adage replace cette analyse très critique des deux législations dans un contexte réaliste. En effet, hormis les cas exceptionnels remettant toute l'efficacité de ces législations en question, la grande majorité d'entre eux n'échappe pas au champ d'application de ces législations, sans compter que les législateurs ne cessent de développer de nouveaux moyens, comme les mesures préventives susmentionnées, pour combattre encore mieux ces infractions intolérables.

In fine, les marchés financiers semblent demeurer des systèmes obscurs pour l'individu *lambda*, citoyen moyen de notre société actuelle. Baignant en ce moment dans un dynamisme financier assez positif, peu d'attention est octroyée à l'efficacité des législations financières. Les acteurs sont aveuglément séduits par l'apparent bon fonctionnement des systèmes. Je pense qu'il faudra attendre la prochaine crise financière pour que les véritables lacunes de ces législations soient décelées et dénoncées au public.

³²⁷Bank for International Settlements, *Annual Economic Report 2018*, disponible sur: https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e_ov.pdf

Bibliographie :

Législation :

Législation américaine :

- Securities Act of 1933, accessible sur : <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (consulté le 30/04/2019).
- Securities Exchange Act of 1934, disponible sur : <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (consulté le 30/04/2019)
- Restatement (Second) of Torts, § 551(2)(a) (1976)

Législation européenne :

- Directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, *J.O.*, L 334, du 18.11.1989, pp. 30 – 32.
- Position du Parlement européen en première lecture du 14 mars 2002 en vue de l'adoption de la directive 2002/CE/ du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marchés (abus de marché), *J.O.*, C 47/E, 27 février 2003, p. 516
- 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), *J.O.*, L 96, du 12.4.2003, pp. 16 – 25.
- Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), COM/2011/0651 final, 20 octobre 2011.
- Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (directive relative aux abus de marché), *J.O.*, L 173, du 12.6.2014, pp. 179 – 189.
- Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE, *J.O.*, L 173, du 12.6.2014, pp. 1 – 61.
- Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, *J.O.*, L 173 du 12.6.2014, pp. 349 – 496.
- Règlement d'exécution (UE) 2016/347 de la Commission du 10 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution précisant le format des listes d'initiés et les modalités de la mise à jour de ces listes conformément au règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, *J.O.*, L 65 du 11 mars 2016, pp. 45 – 55
- Règlement d'exécution (UE) 2016/378 de la Commission du 11 mars 2016 définissant des normes techniques d'exécution concernant la date, le format et le modèle de présentation des notifications à adresser aux autorités compétentes conformément au règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, *J.O.*, L 72 du 17 mars 2016, pp. 1 – 12
- Règlement délégué (UE) 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les mesures, systèmes et procédures adéquats et les modèles de notification à utiliser pour prévenir, détecter et déclarer les pratiques abusives ou les ordres ou transactions suspects, *J.O.*, L 160 du 17 juin 2016, pp. 1 – 14

- Règlement délégué (UE) 2016/958 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation définissant les modalités techniques de présentation objective de recommandations d'investissement ou d'autres informations recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et la communication d'intérêts particuliers ou de l'existence de conflits d'intérêts, *J.O.*, L 160 du 17 juin 2016, pp. 15 – 22
- Règlement d'exécution (UE) 2016/959 de la Commission du 17 mai 2016 définissant des normes techniques d'exécution pour les sondages de marché en ce qui concerne les systèmes et les modèles de notification à utiliser par les participants au marché communicants et le format des enregistrements conformément au règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, *J.O.*, L 160 du 17 juin 2016, pp. 23 – 28
- Règlement délégué (UE) 2016/960 de la Commission du 17 mai 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation en ce qui concerne les mesures, systèmes et procédures adéquats applicables aux participants au marché communicants réalisant des sondages de marché, *J.O.*, L 160 du 17 juin 2016, pp. 29 – 33
- Règlement d'exécution (UE) 2016/1055 de la Commission du 29 juin 2016 établissant des normes techniques d'exécution relatives aux modalités techniques de publication et de report des informations privilégiées conformément au règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil, *J.O.*, L 173 du 30 juin 2016, p. 47 – 51
- Orientations de l'AEMF relatives au Règlement sur les abus de marché (« MAR »), « Retard de la publication d'informations privilégiées », 20 octobre 2016, ESMA/2016/1478 disponible sur https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2016-1478_fr.pdf (consulté le 30/04/2019)
- Questions & Réponses de l'AEMF relatives au Règlement sur les abus de marché (MAR), mise à jour du 29 mars 2019, version 14, disponible sur : https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-145-111_qa_on_mar.pdf (consulté le 30/04/2019)
- CESR, Guidelines, disponible sur : http://www.cesr-eu.org/data/document/06_562b.pdf (consulté le 30/04/2019)

Autres :

- Article 1134 du Code Civil
- Article 10 et 11 de la Constitution
- Loi du 4 décembre 1990 relative aux opérations financières et aux marchés financiers, *M.B.*, 22 décembre 1990, p. 23800
- Loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, *M.B.*, 9 avril 2002, p. 39121
- Protocole n° 7 à la Convention de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés fondamentales, fait à Strasbourg le 22 novembre 1984 et approuvé par la loi du 6 mars 2007, *M.B.*, 22 juin 2012, p. 35046
- Avis de la section de législation du Conseil d'État n° 46.870/2 précédant la loi du 21 décembre 2009 relative au statut des établissements de paiement et des établissements de monnaie électronique, à l'accès à l'activité de prestataire de services de paiement, à l'activité d'émission de monnaie électronique et à l'accès aux systèmes de paiement, *M.B.*, 19 janvier 2010, p. 2199, disponible sur : <http://www.raadvst-consetat.be/dbx/avis/46870.pdf#search=46.870%2F2> (consulté le 30/04/2019)
- Loi du 31 juillet 2017 modifiant la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers, en vue de mettre en œuvre le Règlement (UE) n°

596/2014 sur les abus de marché et de transposer la Directive 2014/54/UE, *M.B.*, 11 août 2017, p. 79443.

Jurisprudence :

Jurisprudence belge :

- C.C., 29 juillet 2010, n° 91/2010
- C.C., 19 décembre 2013, n° 181/2013

Jurisprudence européenne :

- Cour eur. D.H. (plén.), arrêt *Engel et autres c. Pays-Bas*, 23 novembre 1976
- Cour eur. D.H., arrêt *Kokkinakis c. Grèce*, 25 mai 1993
- Cour eur. D.H., arrêt *Antonic-Tomasovic c. Croatie*, 10 novembre 2005
- Cour eur. D.H. (gde ch.), arrêt *Zolotoukhine c. Russie*, 10 février 2009
- Cour eur. D.H., arrêt *Khayrov c. Ukraine*, 15 novembre 2012 (définitif : 15 février 2013)
- Cour eur. D.H., arrêt *Grande Stevens et autres c. Italie*, 4 mars 2014 (définitif : 7 juillet 2014)
- Cour eur. D.H., arrêt *Lucky Dev c. Suède*, 27 novembre 2014
- C.J.C.E. (gde ch.), arrêt *Procédure Pénale c. Knud Grøngaard et Allan Bang*, 22 novembre 2005, C-384/02, EU:C:2005:708
- C.J., arrêt *Spector Photo Group NV et Van Raemdonck c. Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*, 23 décembre 2009, C-45/08, EU:C:2009:806
- C.J., arrêt *Geltl c. Daimler AG*, 28 juin 2012, C-19/11, EU:C:2012:397
- C.J. (gde ch.), arrêt *Aklagaren c. Akerberg Fransson*, 26 février 2013, C-617/10, EU:C:2013:105
- C.J., arrêt *Lafonta c. Autorité des marchés financiers (AMF)*, 11 mars 2015, C-628/13, EU:C:2015:162
- Av. gén., M. WATHELET, concl. C.J. arrêt *Lafonta c. Autorité des marchés financiers*, 11 mars 2015, C-628/13, EU:C:2014:2472

Jurisprudence américaine :

- U.S. Supreme Court, arrêt *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419, 3 mai 1909, disponible sur www.supreme.justia.com
- Arrêt *In re Cady Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 de 1961, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Texas Gulf Sulphur Company*, 401 F.2d 833, 13 août 1968, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Supreme Court, arrêt *Santa Fe Industries, Inc. v. Green*, 430 U.S. 462, 23 mars 1977, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Supreme Court, arrêt *Chiarella v. United States of America*, 445 U.S. 222, 18 mars 1980, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Supreme Court, arrêt *Dirks v. SEC*, 463 U.S. 646, 1 juillet 1983, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Robert Chestman*, 947 F.2d 551, 7 octobre 1991, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. District Court for the Southern District of New York, arrêt *United States of America v. Victor Teicher & Co.*, 785 F. Supp. 1137, 25 février 1992, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Supreme Court, arrêt *United States of America v. O'Hagan*, 521 U.S. 642, 25 juin 1997, disponible sur www.supreme.justia.com

- U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *SEC v. Dorozhko*, 574 F.3d 42, 22 juillet 2009, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Court of Appeals for the Fifth Circuit, arrêt *SEC v. Mark Cuban*, 620 F.3d 551, 21 septembre 2010, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Court of Appeals for the Second Circuit, arrêt *United States of America v. Newman*, 773 F.3d 438, 10 décembre 2014, disponible sur www.supreme.justia.com
- U.S. Supreme Court, arrêt *Salman v. United States*, 137 S. Ct. 420, 6 décembre 2016, disponible sur www.supreme.justia.com

Autres :

- *R v Rivkin* [2003] NSWSC 447, 29 May 2003; (2003) 198 ALR 400 (consulté le 30/04/2019)
- Cons. Const., 18 mars 2015, n° 2014-453/454 et n° 2015-462, *J.O.R.F.*, n° 67, 20 mars 2015, p. 5183

Doctrine :

Articles :

- ANNAERT J. et DE WIT N., « Insider Trading: A Performance-evaluation Perspective Based on Dealing Reports to the FSMA », *BFW*, 2014/2, pp. 147 – 157.
- BERLINGIN M. et DE PAUW P., « Le caractère précis de l'information privilégiée: encore un peu plus d'incertitude à la suite de l'arrêt Lafonta de la C.J.U.E. du 11 mars 2015 », *RDC-TBH*, 2017/3, pp. 247 – 259.
- COHEN J. M., KAY DUNNING M. et SHILL G. H., « Erosion of the Fiduciary-Duty Requirement in Insider-Trading Actions », *Securities Litigation Journal*, Volume 20, n°3, 2010, pp. 12 – 17
- DIEUX X. et WILLERMAIN D., « La transposition en droit belge de la directive “abus de marché” et de ses mesures d'exécution », *D.B.F.-B.F.R.*, 2007/1, pp. 3 – 36.
- EISENBERG J., « Insider Trading Law after *Salman* », *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 18 janvier 2017, disponible sur : <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/01/18/insider-trading-law-after-salman/> (consulté le 30/04/2019)
- EPSTEIN D. G., « Scienter Requirement in Actions Under Rule 10b-5 », *48 N.C. L. Rev.* 482, 1970, pp. 482 – 504.
- FERON B. et BERLINGIN M., « Le caractère précis de l'information privilégiée à l'aune de l'arrêt *Geltl* de la CJUE du 28 juin 2012 », *D.B.F.-B.F.R.*, 2013/1, pp. 57 – 66.
- GEVURTZ F. A., « The Road not Taken: A Comparison of the E.U. and U.S. Insider Trading Prohibitions », *Washington University Journal of Law and Policy*, Volume 56, 2017, pp. 30 – 47.
- HOFFMANN J., « Le délit d'initié - Examen des droits belge, luxembourgeois et français - Impact du droit européen. », *Rev. dr. pén.*, 2011/6, pp. 595 – 618.
- LECOCQ A., « La jurisprudence européenne confirme la préséance du non bis in idem : le cas des abus de marché de *Stevens* à *Pechiney II* », *D.B.F.-B.F.R.*, 2014/5, pp. 272 – 282.
- LEFEVRE F., COIBION A., L'HOMME T. et BREDIMUS M., « Les nouvelles règles en matière d'abus de marché », *R.D.C.-T.B.H.*, 2017/5, pp. 465 – 507.
- PAPANTONI M., « La directive "abus de marché" », *C.D.E.*, 2005/1-2, pp. 179 – 215.
- PHILIPPE D., « L'exploitation abusive d'informations privilégiées: une analyse comparative », *Rev. Dr. Int. et comp.*, 1980, pp. 347 – 373.

- PHILIPPE D., « Une sanction civile en matière d'exploitation abusive d'informations privilégiées en bourse ? », *R.G.A.R.*, 1982, p. 10430.
- PHILIPPE D., « Projet de loi relatif aux initiés en bourse », *D.A.-O.R.*, 1987, pp. 381 – 385.
- PHILIPPE D., « Les opérations d'initiés », *Rev. Prat. Soc.*, 1991, pp. 95 – 120.
- PHILIPPE D. et VERWILGHEN M., Rapport : Les instruments de coopération civile internationale face aux opérations d'initiés. Réalités et perspectives. Rapport présenté au colloque organisé par le conseil de l'Europe concernant les « opérations financières réalisées par les initiés », Strasbourg, 1984, pp. 62 – 105.
- RUE G., « Adaptation de la réglementation belge en matière d'abus de marché », *B.S.J.*, 2017/593, p. 11.

Ouvrages collectifs :

- BLAZHYEVSKA M. et VAN CAMP B., « Preventive measures by financial institutions – Market abuse » in *Market abuse – Les abus de marché*, Limal, Anthemis, 2016, pp. 203 – 217.
- FERON B. et FINK A., « Market abuse – The Belgian general legal framework » in *Market abuse – Les abus de marché*, Limal, Anthemis, 2016, pp. 7 – 54.
- FERON B. et FINK A., « L'application du principe *non bis in idem* aux abus de marché » in *Market abuse – Les abus de marché*, Limal, Anthemis, 2016, pp. 169 – 178.
- FERON B. et FINK A., « les abus de marché et autres délits de marché », in *Traité pratique de droit commercial*, Tome 5, Volume 1, 2^{ed.}, Waterloo, Wolters Kluwer, 2016, pp. 1413 – 1520.
- JANSSENS D. et GEEROMS J.-W., « Revised rules in Belgium on (delaying) disclosure of inside information, insider lists and PDMR/PCA dealings » in *Market abuse – Les abus de marché*, Limal, Anthemis, 2016, pp. 55 – 96.
- LANGEVOORT D. C., « What were they thinking ? Insider Trading and the ScienTer Requirement », in *Research Handbook on Insider Trading*, Northampton, Edward Elgar Publishing Inc., 2012, pp. 52 – 67.
- LEFEVRE F. et SERVAIS A.-L., « La procédure devant la Commission des sanctions de la FSMA : Quelques considérations au regard de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme » in *Market abuse – Les abus de marché*, Limal, Anthemis, 2016, pp. 129 – 168.

Monographies :

- JUNG CHOI S. et PRITCHARD A. C., *Securities Regulation : Essentials*, New York, Aspen Publishers, 2008.
- MALHERBE J., DE CORDT Y., LAMBRECHT P., MALHERBE P., ANDRÉ-DUMONT A.-P. et al., *Droit des sociétés – Précis : Droit européen, droit belge*, 4^e éd., Bruxelles, Bruylant, 2011.
- VENTORUZZO M., *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, MPILux Working Paper 5, 26 Mai 2014, disponible sur : www.mpi.lu (consulté le 30/04/2019)

Divers :

- Bank for International Settlements, *Annual Economic Report 2018*, disponible sur : https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2018e_ov.pdf (consulté le 30/04/2019)

- NEWKIRK T. et ROBERTSON M., « Insider Trading – A U.S. Perspective », *Remarks at the 16th International Symposium on Economic Crime at Jesus College*, 19 septembre 1998, disponible sur : <http://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch221.htm> (consulté le 30/04/2019)
- SWINBURNE K., « Trust and Confidence : Essential for Global Capital Markets », disponible sur : <https://www.theotcspace.com/2018/03/22/trust-and-confidence-essential-global-capital-markets> (consulté le 30/04/2019)
- What Investors Can Learn From Insider Trading : <https://www.investopedia.com/articles/02/061202.asp> (consulté le 30/04/2019)
- Capital Markets Union | European Commission : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/growth-and-investment/capital-markets-union_en (consulté le 30/04/2019)
- SEC.gov | The Laws That Govern the Securities Industry : <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html> (consulté le 30/04/2019)
- Nathan Mayer Rothschild and « Waterloo » : https://www.rothschildarchive.org/contact/faqs/nathan_mayer_rothschild_and_waterloo
- Insider | Bedeutung im Cambridge Englisch Wörterbuch : <https://dictionary.cambridge.org/de/worterbuch/englisch/insider> (consulté le 30/04/2019)
- ECB | Strategy : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html> (consulté le 30/04/2019)
- European Commission Press Release, « Adoption of the banking package: revised rules on capital requirements (CRR II/CRD V) and resolution (BRRD/SRM) », disponible sur : http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-19-2129_en.htm (consulté le 30/04/2019)
- Unternehmen DELOITTE, « CRD V und CRR II – Der neue regulatorische Rahmen », disponible sur : <https://www2.deloitte.com/de/de/pages/financial-services/articles/capital-requirements-directive.html> (consulté le 30/04/2019)
- Market Abuse and Accepted Practices : <https://www.esma.europa.eu/regulation/trading/market-abuse> (consulté le 30/04/2019)
- Insider Trading | Investor.gov : <https://www.investor.gov/additional-resources/general-resources/glossary/insider-trading> (consulté le 30/04/2019)
- Who is Ivan Boesky ? : <https://www.investopedia.com/terms/i/ivan-boesky.asp> (consulté le 30/04/2019)
- Rapport sur l'investissement 2017/2018 de la Banque Européenne d'Investissement, disponible sur : https://www.eib.org/attachments/efs/economic_investment_report_2017_key_findings_fr.pdf (consulté le 30/04/2019)
- Official Interest Rates : https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html (consulté le 30/04/2019)
- Progress of Financial Reforms | European Commission : https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-reforms-and-their-progress/progress-financial-reforms_en (consulté le 30/04/2019)

