

Droit pénal des affaires

Leçon 8 : Le délit d'initié

Corinne MASCALA

Table des matières

Introduction.....	p. 2
Section 1. Le délit d'initié.....	p. 3
§ 1. L'élément matériel.....	p. 4
A. La notion d'information privilégiée.....	p. 4
1. Une information confidentielle.....	p. 4
2. Une information précise.....	p. 5
B. Les personnes initiées.....	p. 6
1. La première catégorie d'initiés : les dirigeants et les personnes exerçant une fonction équivalente.....	p. 7
2. La deuxième catégorie d'initiés.....	p. 7
3. La troisième catégorie d'initiés : toute personne.....	p. 8
C. Les opérations interdites.....	p. 8
§ 2. L'élément intentionnel.....	p. 10
Section 2. La communication d'information privilégiée.....	p. 11
Section 3. La recommandation ou l'incitation au délit d'initié.....	p. 13
Section 4. Les particularités de la poursuite du délit d'initié.....	p. 14
§ 1. Les modalités de la poursuite jusqu'à la décision du 18 mars 2015.....	p. 14
§ 2. Les modalités de la poursuite suite à la décision du 18 mars 2015.....	p. 15
§3. Les modalités de la poursuite depuis la loi du 21 juin 2016.....	p. 16

Introduction

Dans le Code pénal de 1810, le législateur n'avait pas incriminé d'infractions boursières au sens strict. La loi du 3 décembre 1926 ébauche les premiers traits d'un droit pénal boursier en incriminant à l'article 419 ancien du Code pénal le fait de troubler les cours de la bourse par la diffusion de faits faux ou calomnieux, par des offres intentionnelles et malveillantes. Mais ce texte ne visait que l'action illicite sur le marché boursier par des dispositions très générales. En pratique, les poursuites étaient exceptionnelles. Le droit pénal boursier n'émerge véritablement qu'avec la **création de la Commission des opérations de bourse** (ordonnance n° 67-836 du 28 septembre 1967 codifiée aux articles [L. 465-1 et suivants](#) du Code monétaire et financier) qui devient l'organe de surveillance du marché boursier.

L'incrimination du délit d'initié résulte de la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 (JO 24 décembre 1970, p. 11891), dont les dispositions ont été intégrées à l'ordonnance du 28 septembre 1967, relative à la Commission des opérations de bourse (codifiées dans le Code des marchés financiers). L'objectif de cette incrimination était de **sanctionner ceux qui utilisaient les informations détenues de par leurs fonctions pour fausser le fonctionnement du marché boursier**. L'article 10-1 (texte d'incrimination du délit d'initié) de l'ordonnance a été souvent modifié par le législateur. Ces réformes successives ont entraîné une extension du domaine de l'infraction et un alourdissement de la sanction pénale.

En savoir plus : Pour une étude de l'évolution législative

Voir Gaillard E., « Le droit français des délits d'initié », *JCP* 1991, I, 3516 ; Pingel I., « Les opérations d'initié en droit communautaire », *JCP* 1991, I, 3515.

Il faut également signaler la directive communautaire du 13 novembre 1989, qui en s'inspirant de la définition du délit retenue en droit français, a pour but d'harmoniser les législations des pays membres de l'Union européenne. Le règlement de L'AMF a été modifié le 12 novembre 2004, à la suite de la transposition de la directive européenne « Abus de marché », ce qui a entraîné une modification de la définition du manquement d'initié.

La loi Sécurité quotidienne n° 2001-1062 du 15 novembre 2001 **a généralisé le domaine d'application du délit**. L'objectif du législateur est de sanctionner les agissements qui portent atteinte à la transparence du marché et à l'égalité des investisseurs.

La dernière modification de l'infraction résulte de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché. Cette loi a créé une **nouvelle infraction, la recommandation ou l'incitation à l'opération d'initié**.

Ainsi, l'étude des infractions boursières suppose de distinguer l'infraction principale qui est le délit d'initié (section 1), des infractions complémentaires à savoir la communication d'information privilégiée (section 2) et la recommandation du délit d'initié (section 3) ; pour ensuite mettre en évidence les particularités de la poursuite dans la mesure où cette dernière a été également réformée par la loi de 2016 (section 4).

Section 1. Le délit d'initié

Le délit d'initié est une infraction pénale qui ne peut être poursuivie que par le juge pénal. Mais il faudra souligner le rôle important de l'Autorité des marchés financiers, qui a le pouvoir de sanctionner le manquement d'initié défini comme le délit d'initié.

Remarque

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003, JO 2 août 2003 p. 13220, a supprimé la Commission des opérations de bourse (COB) qui était l'organe de surveillance et de régulation du marché boursier. Ses pouvoirs et compétences sont transférés à cette nouvelle structure - [l'Autorité des marchés financiers](#) - qui englobe la COB, le conseil des marchés financiers et le Conseil de discipline de gestion financière.

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS (AMF) = Fusion de la commission des opérations de bourse (COB), du conseil des marchés financiers (CMF) et du conseil de discipline de la gestion financière (CDGF)

Qualifiée d'autorité publique indépendante par la loi et dotée de la personnalité morale (article 2 de la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière modifiant l'article [L. 621-1](#) du Code monétaire et financier). Fusionne :

- la Commission des opérations de Bourse (créée par l'ordonnance n° 67-836 du 28 septembre 1967 modifiée destinée à encourager l'épargne et le développement du marché financier) ;
- le Conseil des marchés financiers (créé par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières : art. 27 et suiv.) ;
- le conseil de discipline de la gestion financière (loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers, article 37 créant le conseil de discipline des OPCVM, inséré aux articles 33-1 et suiv. de la loi n° 88-1201 du 23 décembre 1988 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et portant création des fonds communs de créances, transformé en conseil de discipline de la gestion financière par l'article 40 de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998 portant diverses dispositions d'ordre économique et financier).

Réformé de façon substantielle par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, l'article [L. 465-1 A](#) du Code monétaire et financier prévoit : « Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage, le fait, par le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation, par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause, de faire usage de cette information privilégiée en

réalisant, pour elle-même ou pour autrui, soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées. »

De la définition légale de l'infraction se dégagent les éléments constitutifs du délit. **Trois éléments constitutifs** doivent être réunis :

- d'une part, **l'agent doit détenir une information privilégiée**,
- d'autre part, il doit **être une personne qui relève de la liste des initiés prévue par la loi** (les réformes législatives successives ont considérablement élargi la catégorie des personnes initiées),
- et enfin il doit **effectuer une opération interdite sur le marché réglementé**. Ces actes qui constituent l'élément matériel de l'infraction doivent être réalisés sciemment : le délit d'initié est une infraction intentionnelle (élément moral).

§ 1. L'élément matériel

L'élément matériel du délit d'initié se décompose en trois : pour que l'infraction soit consommée il faut que l'initié soit en possession d'une information privilégiée qu'il utilise directement ou indirectement sur le marché.

A. La notion d'information privilégiée

Avant la loi du 21 juin 2016, la notion d'information privilégiée n'avait pas été définie par la loi. C'est la jurisprudence qui avait tenté de la cerner.

Depuis la loi du 21 juin 2016, le nouvel article L. 465-1 A du Code monétaire et financier précise qu'« *au sens de la présente section, les mots : "information privilégiée" désignent les informations privilégiées au sens des 1 à 4 de l'article 7 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 précité. »*

L'information en cause est celle dont le public n'a pas connaissance et qui porte sur un objet précis : elle doit donc être confidentielle et précise.

1. Une information confidentielle

Le privilège ne consiste pas à savoir ce que les autres ne savent pas, mais à le savoir avant eux. **L'antériorité de la connaissance de l'information** caractérise le privilège, en revanche le nombre de personnes qui bénéficient de ce privilège n'a pas d'incidence.

Exemple

Ainsi, un arrêt de la Cour d'appel de Paris a considéré « *qu'une information publiée dans un périodique au tirage limité et de diffusion restreinte* » était privilégiée eu égard à l'antériorité de la connaissance par les initiés (CA Paris, 26 mai 1977, JCP 1978, II, 18789 note Tunc, D. 1978, 379, note Cosson). Cette jurisprudence fut suivie ultérieurement par le Tribunal de grande instance de Paris qui affirma que « *l'information demeurerait privilégiée dès lors qu'elle n'avait été portée qu'à la connaissance d'un nombre très limité de personnes par rapport à l'ensemble des partenaires du marché boursier* » (TGI Paris, 30 mars 1979, JCP 1980, II, 19306, note Tunc).

Le fait que l'information soit détenue par plusieurs personnes ne lui retire pas son caractère privilégié, dès lors qu'elles constituent un cercle restreint (CA Paris, 14 janvier 1993, Gaz. Pal. 1993, 1, 198 note Marchi). Par conséquent, dès que le public a les moyens de prendre connaissance de l'information, elle cesse d'être privilégiée.

Exemple

Par exemple, information révélée à l'occasion d'une conférence de presse, d'une assemblée générale d'actionnaires.

Exemple

Une illustration du caractère confidentiel de l'information peut être tirée de l'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation en date du 23 mars 2010 (Cass. com., 23 mars 2010, n° [09-65827](#), D. 2011, « Panorama droit pénal des affaires », obs. C. Mascala). En l'espèce, le commissaire aux comptes d'une société anonyme constatant des faits de nature à compromettre la continuité de l'exploitation déclenche, comme la loi lui en fait obligation, une procédure d'alerte destinée à informer le président du conseil d'administration. Le président informé, et alors que l'information n'était pas publique, vend un nombre important d'actions qu'il détenait. Il est poursuivi pour manquement d'initié et fait valoir pour sa défense que les difficultés que rencontrait la société étaient de notoriété publique. Cet argument de défense est rejeté tant par l'Autorité des marchés financiers que par la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation qui considèrent que l'information qui a déclenché la vente des titres est la procédure d'alerte mise en œuvre, qui était une procédure différente ignorée du public et constituant ainsi une information confidentielle pour le dirigeant.

2. Une information précise

Pour être privilégiée, l'information doit présenter une autre caractéristique : il ne suffit pas qu'elle soit confidentielle il faut encore qu'elle présente **une précision suffisante pour être utilisable immédiatement et influencer sur les marchés boursiers**.

L'article 1^{er} de la directive 2003/124/CE de la Commission européenne du 22 décembre 2003 définit l'information précise comme celle « *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* » et qui est « *suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur les cours des instruments financiers concernés* » (V. Comm. UE, dir. 2003/124/CE, 22 déc. 2003, art. 1^{er}).

Cependant l'information précise n'est pas nécessairement une information certaine (CA Paris, 1^{er} avril 2003, *RTD com.* 2003, p. 543). Les tribunaux (en matière de délit d'initié la loi attribue une compétence matérielle et territoriale exclusives à la Cour d'appel de Paris : seuls le tribunal judiciaire de Paris et la Cour d'appel de Paris peuvent connaître des contentieux sur le fondement d'une infraction boursière, art. [704-1](#) du CPP modifié par la loi du 1^{er} août 2003) doivent, en fonction des cas d'espèce, déterminer si « *l'information* » est une véritable information ou si ce n'est qu'un bruit ou une rumeur qui, faute de précision suffisante, n'est pas utilisable immédiatement sur le marché boursier et ne peut pas avoir d'influence sur son organisation.

Exemple

Cette nécessaire appréciation apparaît clairement dans un arrêt de la chambre criminelle du 26 octobre 1995, qui exige que « *l'information privilégiée porte sur des renseignements suffisamment précis pour être immédiatement exploités* » (Cass. crim., 26 octobre 1995, n° [94-83780](#), (aff. Traboulsi, Boubil et autres), *Bull. crim.* n° 324, *LPA* 24 novembre 1995, p. 19, note Ducouloux - Favard, *Rev. soc.* 1996, 326, note Bouloc). Ainsi, connaître le montant exact des pertes réalisées ou des dividendes distribués, avoir connaissance de projets de restructuration, de fusion, de scission « *constitue une information privilégiée dès lors que le caractère certain est manifeste* » (TGI Paris, 3 déc. 1993, *Gaz. Pal.* 1994, 1, 352). En revanche, de probables difficultés de paiement d'une société aux prochaines échéances ne constituent qu'une rumeur (Aff. Traboulsi op. cit.).

La différence entre l'information privilégiée et les bruits doit se fonder - selon la Cour de cassation - sur des éléments objectifs d'appréciation de la précision de l'information sans tenir compte d'éléments subjectifs liés à la personne destinataire.

Exemple

Un arrêt de la Cour d'appel de Paris a été cassé par la Cour de cassation, pour s'être démarqué de cette exigence d'objectivité dans l'appréciation de la précision de l'information. En l'espèce, la cour avait jugé que « *la qualité de l'information ne pouvait s'apprécier qu'en fonction de celui qui la reçoit* » (CA Paris, 15 mars 1993 (aff. La Ruche Méridionale), *Gaz. Pal.* 1993, 2, 356, note Marchi). Cette conception subjective de la qualité et du contenu de l'information aurait conduit à une appréciation différentielle de la précision, en fonction de la compétence professionnelle de son destinataire. En l'occurrence, le destinataire de l'information était un banquier, qui de par sa profession fut considéré en possession d'une information suffisamment précise pour lui. La Haute juridiction, par un arrêt de cassation sans renvoi, a condamné cette solution retenue par les juges du fond, considérant que l'appréciation de la précision de l'information dépendait uniquement de son contenu indépendamment des qualités et compétences de celui qui la reçoit (Cass. crim., 26 juin 1995, *Bull. crim.* n° 233, *Rev. soc.* 1995, 567, note Bouloc ; *LPA* 26 juillet 1995, 44 note Ducouloux - Favard, *RJDA* 7/ 1995 et n° 857, rapport Briec de Massiac, p. 650). Ainsi, l'information privilégiée doit être appréciée au regard de son contenu.

L'article [L. 465-1](#) du Code monétaire et financier précise que l'information porte sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé.

Cette formule vise toutes les informations, qui peuvent avoir une incidence directe ou indirecte, sur le fonctionnement d'une société ou sur le cours des titres émis sur le marché boursier :

Exemple

résultats financiers ou commerciaux, négociation internationale, obtention de marchés, perte de contrat (CA Paris, 26 février 1990, *Gaz. Pal.* 1990, 1, 340, note Marchi).

La Cour de cassation (Cass. com., 26 nov. 2013, n° [12-21361](#), *BRDA* 24/13, n° 6) a saisi la Cour de justice de l'Union européenne d'une question relative à l'interprétation de la notion d'information privilégiée au sens des directives européennes (Directives 2003/6 du 28 janvier 2003 et 2003/124 du 22 déc. 2003). Selon la jurisprudence, pour être privilégiée l'information doit être confidentielle et précise. La question a été posée de savoir si la précision de l'information impliquait que l'on puisse déduire de celle-ci qu'une fois rendue publique, elle aurait une influence à la hausse ou à la baisse sur les cours des titres sur le marché. **Ajouter cette exigence dans la précision sur l'impact de l'information sur la variation des titres à la hausse ou à la baisse** aurait inévitablement pour conséquence de rendre encore plus difficile la preuve du délit d'initié.

La **Cour de justice de l'Union Européenne** dans une décision du 11 mars 2015 (CJUE, 11 mars 2015, aff. [628/13](#), 2^{ème} ch., L. / AMF, *BRDA* Bourse 6/15 n° 7, *Dalloz* 2015, p. 1511, obs. C. Mascala) **a rejeté cette interprétation**. Elle affirme que la précision de l'information peut être caractérisée même si on ne peut pas déterminer si une fois connue l'information entraînera une hausse ou une baisse des cours du titre.

B. Les personnes initiées

La loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 relative à la modernisation des activités financières **a élargi les possibilités de poursuite sur le fondement du délit d'initié, en admettant la responsabilité pénale des personnes morales** (art. [L. 465-3](#) du Code monétaire et financier). Désormais, les personnes morales comme les personnes physiques pourront être poursuivies du chef de délit d'initié.

En outre, la loi n° [2016-819](#) du 21 juin 2016 a, par application de la directive européenne n° 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, **élargi le périmètre des personnes susceptibles d'être poursuivies** pour délit d'initié.

On peut distinguer trois catégories de personnes :

- d'abord, les dirigeants et les personnes exerçant une fonction équivalente à celle de dirigeant et celles qui disposent d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elles détiennent une participation.

- Ensuite, « *personnes disposant d'une information privilégiée à l'occasion de leur profession ou de leur fonctions ou à l'occasion de leur participation à la commission d'un crime ou d'un délit* ».
- Enfin, « *Toute personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause* » (V. C. Masacala, « Panorama, Droit pénal des affaires », mai 2015-juin 2016, D. 22 septembre 2016, n° 31).

Il faut cependant préciser que le seul fait de détenir une information privilégiée n'est pas constitutif de délit dans la mesure où le comportement de la personne est légitime. (V. art. 9 du 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).

1. La première catégorie d'initiés : les dirigeants et les personnes exerçant une fonction équivalente

Le nouvel article L. 465-1 A du Code monétaire et financier tel qu'il est issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 énumère les catégories d'initiés et ne renvoie plus à l'article 225-109 du C. com. Sont en premier lieu visés le : « *directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation* ». Cette catégorie concerne, de façon générale, les dirigeants de l'émetteur.

Pour cette catégorie d'initié, il existe une présomption de connaissance de l'information privilégiée. En effet, le législateur cherche à éviter que ces personnes, qui de par leur statut de dirigeants ou leur participation au sein d'une société détiennent des informations privilégiées, ne les utilisent à des fins strictement personnelles, ce qui romprait l'égalité entre les potentiels partenaires du marché boursier. Les tribunaux ont analysé cette disposition légale comme un texte qui fait peser sur les dirigeants une présomption de connaissance de l'information es qualité. En outre, cette présomption est considérée comme irréfragable par la jurisprudence - ce qui ne découle pas expressément du texte mais traduit une tendance très nette de la jurisprudence à une grande sévérité envers les dirigeants - de sorte que la preuve contraire n'est pas recevable (Véron M., *Droit pénal des affaires*, op. cit. p. 218). **Cette analyse débouche sur une interdiction absolue pour tout dirigeant d'une société anonyme de réaliser une quelconque opération sur le marché boursier, au risque d'être poursuivi pour délit d'initié.**

Pour satisfaire aux exigences de l'Union européenne, la sanction a été aggravée. En effet, depuis la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, la sanction prévue par la loi pour cette catégorie d'initié est cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage.

Ce dé plafonnement de l'amende en fonction du profit réalisé, bien qu'il rende la sanction incertaine dans son montant, n'est pas contraire aux exigences de prévisibilité de la loi au sens de la Convention européenne des droits de l'homme (CEDH, 6 oct. 2011, n° [50425/06](#), *Soros / France*, D. 2012, p. 1706, obs. C. Masacala).

2. La deuxième catégorie d'initiés

La loi vise en deuxième lieu **les personnes qui détiennent une information privilégiée à l'occasion de leur profession ou de leurs fonctions ou à l'occasion de leur participation à la commission d'un crime ou d'un délit**. Par cette nouvelle catégorie, le législateur élargit le périmètre des possibilités d'obtention de l'information privilégiée. Ainsi, il est possible de connaître une information privilégiée à l'occasion de la commission d'un crime ou d'un délit.

Le texte s'applique indifféremment aux personnes qui appartiennent à la société sans en être dirigeantes, ou à des tiers qui entretiennent avec elle des relations professionnelles.

Exemple

Les exemples sont très variés : peuvent relever de cette catégorie des membres non dirigeants du personnel de la société quelle que soit leur qualité (y compris les salariés ayant par exemple accès à des dossiers confidentiels) , un liquidateur (TGI Paris, 30 mars 1979, *JCP* 1980, II, 19306 note Tunc. Bien qu'exerçant les fonctions de dirigeant dans le cadre de la procédure de liquidation judiciaire, le liquidateur ne rentre pas dans la catégorie des dirigeants visés par l'article 225-109 du code de commerce) ; un banquier ou un avocat (CA Paris, 27 décembre 1990, *Gaz. Pal.* 1991, I, 157) ; un journaliste (TGI Paris, 12 mai 1976, *RTD com.* 1977, 179 obs. Bouzat) ou un architecte (TGI Paris, 15 octobre 1976, *JCP* 1977, II, 18543 note Tunc, *D.* 1978, 381 note Guyenot) ...

Aucune présomption de connaissance de l'information ne pèse sur ces initiés indirects. Pour prononcer une sanction, la juridiction répressive devra constater que l'information privilégiée a été obtenue dans l'exercice des fonctions ou de la profession, et que le possesseur a volontairement transgressé l'obligation de ne pas l'utiliser sur le marché.

3. La troisième catégorie d'initiés : toute personne

La loi relative à la sécurité quotidienne du 15 novembre 2001 avait considérablement étendu le domaine de l'infraction en ajoutant un alinéa 3 à l'article 465-1 du Code monétaire et financier. La disposition permet d'incriminer du chef de délit d'initié **toute personne, autre que les dirigeants ou les initiés, qui possède en connaissance de cause des informations privilégiées sur les perspectives d'évolution du marché boursier et qui l'utilise directement ou indirectement ou la communique**. Le législateur est arrivé à une extension maximale du champ d'application du délit puisque la loi dans ce cas, ne subordonne l'infraction à aucune condition de qualité de la personne ou de contexte d'obtention de l'information privilégiée. La qualité de la personne n'a aucune incidence, le moyen de se procurer l'information est également indifférent, seules la possession et l'utilisation de l'information privilégiée en connaissance de cause sont les éléments caractéristiques de l'infraction.

Avec la loi du 21 juin 2016, cette catégorie d'initiés incluant « *toute personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause* » est conservée.

La sanction prévue par la loi est identique à celle prévue pour les autres catégories à savoir cinq ans d'emprisonnement et cent millions d'euros, montant qui peut être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage.

C. Les opérations interdites

Avant la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, la consommation du délit était caractérisée par le fait de réaliser ou de permettre de réaliser, sciemment, directement ou par personne interposée, une ou plusieurs opérations, avant que le public n'ait eu connaissance des informations.

Avec la loi du 21 juin 2016, le législateur incrimine le fait pour l'initié de « *faire usage de l'information privilégiée en réalisant* » pour lui-même ou pour autrui, « *soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés* » avant qu'il ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par l'émetteur ou sur les instruments financiers concernés par cette information.

Ainsi, la notion « *d'usage de l'information privilégiée* » prévaut désormais et est retenue par le législateur.

Elle résulte de l'arrêt *Spector Photo Group* de la CJUE du 23 décembre 2009 (CJUE, 23 déc. 2009, aff. [C-45/08](#), *D.* 2010, 85, obs. A Lienhard, 1663, obs. C. Mascala, et 2313, chron. J.-G. de Tocqueville et E. Rogey ; *Rev. soc.* 2010. 325, note L. Idot). Dans cet arrêt la Cour de justice de l'Union européenne précise que les opérations d'initiés sont définies par la loi de manière objective ; il suffit donc que le juge constate que l'initié a agi sur le

marché boursier en connaissance du fait qu'il détenait une information inconnue du public, pour que l'utilisation soit caractérisée.

Cette jurisprudence conduit à une interprétation objective du délit d'initié.

La définition de l'infraction permet de sanctionner l'initié qui réalise lui-même l'opération sur le marché, mais également, la personne à qui il permet de réaliser cette opération, par la transmission de l'information.

La sanction vise l'initié qui réalise directement l'opération mais également les opérations réalisées par personnes interposées pour le compte de l'initié. Dans les deux cas, l'initié est l'auteur du délit, la personne interposée relevant de la qualification de complicité de délit d'initié. Des poursuites sur le fondement de recel peuvent être engagées si la personne détient le produit de l'infraction ou en bénéficie. Le recel porte sur le produit de l'infraction ou sa représentation, la simple détention d'informations privilégiées ne constitue pas l'infraction de recel. Le recel ne peut pas résulter de la simple détention d'informations privilégiées.

En revanche, le recel est caractérisé à l'égard de celui qui réalise en connaissance de cause des opérations sur le marché en utilisant une information qui lui a été confiée dès lors qu'il sait qu'elle est privilégiée (Cass. crim., 26 oct. 1995, n° [94-83.780](#), *Bull. crim.* n° 324).

L'acte constitutif du délit se réalise sur le marché réglementé, depuis la nouvelle formule issue de la loi du 2 juillet 1996 (loi relative à la modernisation des activités financières. L'ancienne formulation du texte d'incrimination visait uniquement « *le marché* » et cette disposition avait suscité de multiples interrogations, pour définir de quel marché boursier il s'agissait : premier et second marché, marché hors-cote, transaction de gré à gré (Cass. com., 18 juin 1996 (aff. Bergé), n° [94-13.660](#), *JCP* 1996, II, 22710 note Hovasse. Pour une étude complète voir Bronner, « La définition du délit d'initié dans la loi pénale française », *Gaz. Pal.* 9-11 janvier 1994). La loi nouvelle a mis fin à ces discussions, en visant « *le marché réglementé* » dans son ensemble, ce qui englobe toutes les catégories y compris les cessions de gré à gré. Pour tomber sous le coup de la loi pénale, l'opération interdite doit être réalisée avant que le public ait pu avoir connaissance de l'information, dans le cas contraire celle-ci n'est plus privilégiée. Cette exigence oblige la juridiction à caractériser la chronologie précise des faits et l'antériorité de l'opération boursière par rapport à la communication de l'information au public.

Exemple

CA Paris, 8 novembre 1993, *Gaz. Pal.* 1994, 1, 295 : le juge répressif doit, pour entrer en condamnation, établir la chronologie des faits. Il a été jugé que le juge doit caractériser la concomitance de la connaissance par une banque d'un projet de prise de contrôle d'une société et les opérations qu'elle réalise sur des titres auxquels elle ne s'était jamais intéressée.

L'opération peut-être réalisée sur une place boursière étrangère, dès lors qu'un des éléments constitutifs de l'infraction est réalisé en France le juge français est compétent (Cass. crim., 26 oct. 1995, *op. cit.*).

La réalisation d'un profit n'est pas nécessaire : ce n'est pas un élément constitutif de l'infraction. Cette solution a été affirmée par la jurisprudence alors que les termes employés par le texte d'incrimination suscitaient une interrogation : la consommation de l'infraction implique-t-elle que l'auteur ait tiré un profit de la réalisation de l'opération interdite ? Le législateur a prévu que le montant de l'amende, prononcée à l'encontre de l'auteur de l'infraction, pouvait être portée au décuple du profit réalisé. Cette formulation postule *a priori*, en faveur de l'exigence de la réalisation d'un profit. Cependant, ce même texte vise le profit éventuellement réalisé, ce qui démontre qu'il peut ne pas y avoir de profit (l'amende peut être portée au décuple du montant du profit éventuellement réalisé). Par conséquent, la jurisprudence a estimé que l'infraction pouvait être consommée même en l'absence de tout profit (même si elle se solde par une perte) ; et dans l'hypothèse où il y a profit, cela permettra un dé plafonnement du montant de l'amende. Donc l'existence du profit n'est prise en compte par le juge que pour fixer le quantum de l'amende.

Par conséquent, la jurisprudence considère que la réalisation d'un profit n'est pas un élément constitutif de l'infraction de délit d'initié, qui peut être consommée même si l'opération boursière est neutre, voire déficitaire, cependant la preuve de la commission du délit n'en sera que plus difficile (CA Paris, 15 janvier 1992, *Gaz. Pal.* 1992, 1, 293 note Marchi ; 2 avril 1997, *BRDA* 9 / 1997, p. 6).

Exemple

Pour un exemple illustrant l'indifférence de la réalisation d'un profit : Décision de la COB 13 février 2003, Bull. mens. COB oct. 2003 n° 383 p. 7 et s. Dans cette décision, la COB relève qu'il convient « *de constater que M.G. n'a pas réalisé de profit mais qu'une perte a été évitée dans le cadre d'un marché dont le secteur est très volatil. Considérant que les faits ont perturbé le marché et procuré à l'intéressé un avantage injustifié qu'il n'aurait pas obtenu dans le cadre normal du marché* ». La sanction est une sanction pécuniaire de 10 000 euros.

§ 2. L'élément intentionnel

L'article L. 465-1 du Code monétaire et financier sanctionne un délit intentionnel caractérisé par l'exigence d'un lien de causalité entre les opérations litigieuses et la détention en connaissance de cause d'informations privilégiées. La preuve de cette intention est facilitée lorsque l'infraction est commise par un initié direct, puisque la jurisprudence fait peser sur lui une présomption irréfragable de connaissance de l'information privilégiée. Pour les autres personnes, il faudra établir qu'elles ont agi volontairement en ayant conscience de détenir des informations privilégiées, cette conscience provenant soit de la fonction exercée, soit des conditions dans lesquelles l'information a été obtenue.

Section 2. La communication d'information privilégiée

Avec la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, l'article [L. 465-3, I](#) du Code monétaire et financier incrimine avec les mêmes sanctions que celles prévues à l'article L. 465-1, I, A,

« Le fait, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle exerce les fonctions de directeur général, de président, de membre du directoire, de gérant, de membre du conseil d'administration, de membre du conseil de surveillance ou une fonction équivalente ou au sein duquel elle détient une participation, par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause, de la communiquer à un tiers, à moins qu'elle ne prouve que cette communication intervient dans le cadre normal de sa profession ou de ses fonctions, y compris lorsqu'elle relève d'un sondage de marché effectué conformément aux 1 à 8 de l'article 11 du 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. »

La communication d'information privilégiée est une infraction qui vient compléter le délit d'initié.

Le texte ne rejette aucun mode de communication de l'information privilégiée. Ainsi, on peut affirmer qu'autant l'écrit, l'oral peuvent être retenus.

Ce texte permet de sanctionner la seule transmission de l'information et d'empêcher ainsi la réalisation du délit d'initié stricto sensu. En effet, la loi n'exige pas pour qu'une sanction soit encourue, que l'information ait été utilisée par celui à qui elle a été communiquée. Le seul fait de communiquer l'information privilégiée qu'elle soit ensuite utilisée ou pas, consomme le délit. Il n'est dès lors pas nécessaire de caractériser, pour que l'infraction soit constituée, d'établir la mauvaise foi de l'auteur de la communication de l'information privilégiée et, peu importe que l'information ne soit pas "utilisée" par son bénéficiaire.

Remarque

Avant cette modification législative, issue de la loi du 2 août 1989, si le tiers ne réalisait pas d'opération boursière grâce à l'information communiquée, aucune poursuite pénale n'était possible car il ne pouvait pas être qualifié d'auteur principal ni de complice puisqu'il n'y avait pas de fait principal punissable. Désormais, l'utilisation de l'information importe peu, car l'infraction est consommée par la seule transmission de l'information confidentielle.

Pour être constituée, l'infraction suppose que l'information soit communiquée en dehors du cadre normal de la profession ou des fonctions .

Exemple

TGI Paris, 16 nov. 2004, *Bull. Joly Bourse* 2005, p. 27 ; Rapp. Bourguin au Sénat, n° 339, procès-verbal, 1^{er} juin 1989, p. 54.

Pour être constituée, l'infraction suppose que l'information soit communiquée en dehors du cadre normal de la profession ou des fonctions (ce qui a permis à la doctrine de qualifier cette infraction de communication d'information privilégiée de délit de "dîner en ville" ou "délict d'initiateur", l'information étant souvent transmise à cette occasion à l'occasion de discussions). L'information peut, circuler au sein d'une entreprise ce qui est indispensable à son fonctionnement. Chaque personne qui reçoit cette information est un initié potentiel qui doit s'abstenir de toute transmission. Ce qui est punissable, c'est le fait de faire profiter un tiers de cette information privilégiée. La principale difficulté de mise en œuvre de cette incrimination réside dans la preuve de la communication de l'information privilégiée, surtout s'il celle-ci n'est pas utilisée.

En effet, il est très difficile de rapporter la preuve qu'une information a été communiquée, transmise par exemple par un dirigeant à un tiers à l'occasion d'une conversation dès lors qu'elle n'est pas matériellement utilisée sur le marché. La jurisprudence très peu abondante témoigne de cette difficulté.

Exemple

Voir cependant TGI Paris, 13 février 2002, *RSC* 2002, 609 : ce jugement illustre la difficulté de rapporter la preuve puisqu'il conclut à la relaxe du prévenu faute pour l'accusation d'avoir établi que l'intéressé avait détenu des informations privilégiées transmises par un initié.

Section 3. La recommandation ou l'incitation au délit d'initié

L'article [L. 465-2, I](#) du Code monétaire et financier issu de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 incrimine le fait « *de recommander la réalisation d'une ou plusieurs opérations sur les instruments financiers auxquels se rapporte l'information privilégiée ou d'inciter à la réalisation de telles opérations sur le fondement de cette information privilégiée.* »

La tentative de cette infraction est également sanctionnée. En effet, il résulte de la directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 que :

« *Le fait de recommander à une autre personne d'effectuer une opération d'initié, ou d'inciter une autre personne à effectuer une opération d'initié, survient lorsque la personne dispose d'informations privilégiées et :*

a) recommande, sur la base de ces informations, qu'une autre personne acquière ou cède des instruments financiers auxquels ces informations se rapportent, ou incite cette personne à procéder à une telle acquisition ou à une telle cession ;

ou b) recommande, sur la base de ces informations, qu'une autre personne annule ou modifie un ordre concernant un instrument financier auquel ces informations se rapportent, ou incite cette personne à procéder à une telle annulation ou à une telle modification. »

La difficulté de la preuve de cette infraction apparaît clairement à la lecture de l'article (voir C. Mascala, « Panorama, Droit pénal des affaires », *D.* 22 septembre 2016, n° 31, 1836). Pour faire face à cette difficulté probatoire, l'on peut recourir à la méthode du faisceau d'indices concordants déjà utilisée (CE, 10 juill. 2015, n° [369454](#), *RTDF* 2015, n° 3, p. 96, note Dezeuze É. et Rontchevsky N. ; voir n° 1980). De surcroît, on peut noter qu'avant la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, l'article 622-1, 2° du règlement général de l'AMF précisait déjà que le fait pour l'initié « *de permettre de réaliser [...] une ou plusieurs opérations* » était sanctionné. On peut en déduire que la recommandation ou l'incitation au délit d'initié était déjà incriminée.

La recommandation ou l'incitation au délit d'initié est une infraction intentionnelle. Il est en effet inconcevable qu'une telle infraction soit rangée parmi les délits de négligence voire d'imprudence eu égard à la qualité des personnes concernées d'autant plus que le texte exige qu'elles agissent « *en sachant qu' (la recommandation ou l'incitation) est fondée sur une information privilégiée* ».

S'agissant de la sanction, l'infraction est punie des mêmes peines que celles prévues au A du I de l'article [L. 465-1](#).

Section 4. Les particularités de la poursuite du délit d'initié

Les particularités de la poursuite tiennent à la nature du délit d'initié qui constitue simultanément **une infraction pénale** (art. L. 465-1 du Code monétaire et financier) et **un manquement au règlement institué par l'Autorité des marchés financiers** (jusqu'à la loi du 1^{er} août 2003 la Commission des opérations de bourse édictait les règlements. Mais l'intégralité des règlements en vigueur demeure applicable art. 47 de la loi et sont repris par l'AMF). Le règlement de l'AMF a été modifié le 12 novembre 2004, à la suite de la transposition de la directive européenne « Abus de marché », ce qui a entraîné une modification de la définition du manquement d'initié). Cette dualité de nature entraînait la possibilité d'une dualité de poursuite puisque l'Autorité des marchés financiers est investie d'un pouvoir sanctionnateur. Cette dualité de poursuite débouchait sur un cumul de sanctions. Mais cette particularité a été condamnée par le Conseil constitutionnel dans une décision du 18 mars 2015 qui impose au législateur une réforme de cette procédure avant le 1^{er} septembre 2016.

§ 1. Les modalités de la poursuite jusqu'à la décision du 18 mars 2015

Depuis sa création la Commission des opérations de bourse a vu régulièrement ses pouvoirs renforcés par des lois successives jusqu'à lui conférer un pouvoir sanctionnateur autonome. Ces pouvoirs sont aujourd'hui ceux de l'Autorité des marchés financiers, mais la loi du 1^{er} août 2003 les a encore renforcés puisque l'AMF qui est une autorité publique indépendante (Précédemment, la COB était qualifiée d'autorité administrative indépendante) est dotée de la personnalité morale, ce qui lui permet d'agir devant toutes les juridictions (ce qui n'était pas le cas de la COB : art. [L. 621-1](#) et [L. 621-2](#) alinéa 1 du Code monétaire et financier).

L'AMF dispose du pouvoir d'édicter des règlements destinés à organiser le fonctionnement et la transparence du marché boursier et de prononcer les sanctions prévues par la loi en cas de manquement. Parmi les règlements en vigueur, il en est un (le règlement 90-08 de la COB) qui interdit, en des termes équivalents à la définition pénale du délit d'initié, les comportements qui portent atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs. Ce règlement a été modifié le 12 novembre 2004 afin d'intégrer les dispositions de la directive européenne « *Abus de marché* », ce qui eu une incidence sur la définition du manquement d'initié. Auparavant, le délit d'initié et le manquement d'initié avaient une définition identique, strictement, ce qui n'est plus le cas par la modification du texte d'incrimination du manquement d'initié (A. Dethomas, « L'évolution du manquement d'initié », *D.* 2005, Point de vue, p. 706). Sur le fondement du manquement d'initié, l'AMF peut donc engager une procédure de sanction contre celui qui a transgressé le règlement. Cette procédure doit respecter les règles de toute procédure judiciaire.

Remarque

Explication : cette obligation a été imposée par la jurisprudence au terme d'un contentieux très important relatif à la procédure de poursuite mise en oeuvre devant la COB. En effet, la COB qui prononçait des sanctions de nature quasi-pénale ne respectait pas les principes fondamentaux des procédures civile et pénale ni les exigences de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme : principe de séparation des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement ; principe du contradictoire et respect des droits de la défense. A deux reprises, les procédures furent donc annulées par la cour de cassation. Le décret du 1^{er} août 2000 modifia l'organisation de la procédure contentieuse suivi par la COB : arrêt Oury, Ass. Plén. 5 fév. 1999, *D.* 1999 act. ; *RJDA* 3/1999 p. 203 ; arrêt KPMG CA Paris 7 mars 2000, *BRDA* 31 mars 2000 p. 3 ; *D.* 2000, n° 31, III obs. Boizard ; *JCP E*, 2000 p. 992 obs. Couret.

La loi du 1^{er} août 2003 (art. L. 621-2 du Code monétaire et financier) consacre ces principes :

- séparation des fonctions au sein de la commission sanction de l'AMF ;
- respect du contradictoire et des droits de la défense.

Les trois étapes de la procédure de sanction sont confiées à des autorités différentes :

- l'enquête est ouverte par le secrétaire général de l'AMF ;
- au vu de du rapport du secrétaire général, le collège de l'AMF peut décider de déclencher une procédure de sanction ;
- enfin l'audience et le prononcé de la sanction pécuniaire relèvent de la commission sanction présidée par un magistrat de l'ordre judiciaire ou administratif. La décision est susceptible de recours devant les juridictions judiciaires compétentes dans un délai de deux mois (Tribunal judiciaire et Cour d'appel de Paris) .

L'utilisation d'une information privilégiée sur le marché boursier peut donc être poursuivie sur le fondement du délit d'initié devant la juridiction correctionnelle et au titre du manquement au règlement devant l'AMF. **Cette double poursuite a soulevé la question de la compatibilité du système avec la règle procédurale fondamentale de notre procédure pénale « non bis in idem ».**

En application de ce principe, il est interdit de poursuivre deux fois une même personne pour les mêmes faits. L'exclusion de la double poursuite implique une rigoureuse identité d'objet de la poursuite, de partie. En matière de délit d'initié, ces conditions ne sont pas remplies : l'objet est certes identique « *il s'agit de sanctionner un comportement déviant tant au regard du règlement de l'AMF que de la loi pénale ; la partie poursuivie est la même, en revanche la partie poursuivante diffère* » ministère public devant le juge pénal, président de l'AMF dans l'hypothèse de manquement d'initié. Par conséquent, la double poursuite est possible. D'autant que la Cour de cassation dans un arrêt du 1^{er} mars 2000 (Bull. crim. n° 98) a jugé que la règle non bis in idem ne trouve à s'appliquer que pour les infractions relevant de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale , mais elle n'interdit pas l'exercice de poursuites devant le juge répressif parallèlement à une procédure conduite devant la COB (aujourd'hui AMF mais la solution est identique) aux fins de sanctions administratives. La loi du 1^{er} août 2003 apporte cependant une restriction à cette possibilité de double poursuite. En effet, la loi nouvelle dote l'Autorité des marchés financiers de la personnalité morale, ce qui lui permet de se constituer partie civile devant la juridiction pénale (art. [L. 621-16-1](#) du Code monétaire et financier). Cependant la loi exclut la possibilité pour l'AMF de poursuivre devant elle la personne contre laquelle elle s'est constituée partie civile.

L'article L. 621-16-1 alinéa 2 dispose « *Toutefois, elle (l'AMF) ne peut pas à l'égard d'une même personne et s'agissant des mêmes faits exercer concurremment les pouvoirs de sanction découlant du code monétaire et financier et les droits de la partie civile* ».

De cette disposition résulte pour l'AMF une obligation de choix : ou bien elle poursuit devant elle et elle ne peut plus se constituer partie civile devant la juridiction pénale ; ou bien elle choisit d'exercer les droits de la partie civile et les poursuites devant l'AMF sont impossibles. La modification du règlement de L'AMF restreint les possibilités de poursuites pour manquement d'initié. En effet, le nouveau règlement encadre plus étroitement la notion d'information privilégiée. Est privilégiée, l'information qui serait susceptible d'avoir une influence « sensible » sur les cours du marché. Ce terme « *sensible* » est nouveau et limite les poursuites en excluant les informations qui n'auront qu'une influence légère ou modeste sur les cours. Par conséquent, les hypothèses de double poursuites diminueront probablement, ce qui simplifiera les procédures.

Les doubles poursuites pouvaient déboucher sur un cumul de sanctions : peines d'emprisonnement réservées au juge pénal, mais cumul possible des amendes pénales et administratives dans la limite du plafond de 1,5 millions d'euros.

§ 2. Les modalités de la poursuite suite à la décision du 18 mars 2015

Par un arrêt du 4 mars 2014, la Cour européenne des droits de l'Homme (CEDH, 2^e section, aff. [18640/10](#), Grande Stevens et autres /Italie, *Lamy Dr. Pén. aff.*, Act janv. 2015, n° 146, p. 12 ; *Rev. soc.* 2014, 675, note H. Matsopoulou ; *RSC* 2014, 110, obs. F. Stasiak), dans une espèce où un prévenu avait été condamné en matière boursière à la fois par le juge pénal et par l'autorité de régulation des marchés, a jugé que la règle « *Non bis in idem* » avait été violée dans la mesure où un fait unique commis par la même personne servait de fondement à la double poursuite. La Cour de cassation, eu égard à cette jurisprudence européenne, a considéré que la question prioritaire de constitutionnalité qui lui a été soumise portant sur la conformité des

articles L. 465-1 du Code monétaire et financier et [L. 621-15](#) du même code, qui fondent la double poursuite, à la Constitution devait être transmise au Conseil constitutionnel dans le cadre de l'affaire EADS.

Exemple

La Cour relève dans deux arrêts (Cass. crim., 17 déc. 2014, n° [14-90042](#) et n° [14-90043](#), *Dr. pén.* 2015 com. n° 23, J.-H. Robert et n° 29, V. Pelletier) le caractère sérieux de la question et l'atteinte possible au principe « *Non bis in idem* ».

Le Conseil constitutionnel avait donc entre ses mains le sort des doubles poursuites et des doubles sanctions en matière boursière.

Le Conseil ayant admis en 1989 cette possibilité, la décision était très attendue et la solution opère un revirement de jurisprudence, puisque le Conseil il affirme que les articles L. 465-1 et 621-15 du Code monétaire et financier sont contraires à la Constitution (QPC 18 mars 2015, n° 2015-462, *Dr. Pén. aff.*, Act n° 149, avril 2015, p. 11 ; H. Lecuyer, *Journal des sociétés*, n° 128, mars 2015, p. 3 ; *BRDA* 6/15 n° 6). Le Conseil condamne ainsi la double poursuite et le cumul des sanctions ce qui doit entraîner une réforme législative. Pour prononcer cette déclaration d'inconstitutionnalité, le Conseil procède par une démonstration en quatre points.

- Il considère en premier lieu, que les poursuites pénales et boursières concernent un fait unique doublement qualifié selon une définition identique de délit d'initié et de manquement d'initié.
- En second lieu, il relève que la finalité des incriminations est la même dans les deux cas, il s'agit d'assurer la régularité et la transparence des marchés.
- En troisième lieu concernant les sanctions, le Conseil relève que seul le juge pénal peut prononcer une peine d'emprisonnement mais que la peine d'amende est commune sur le principe au juge et à l'AMF. Il affirme que le montant de l'amende qui peut être prononcé par l'AMF (10 millions d'euros) est si élevé que sa gravité la rapproche d'une sanction pénale. Il en déduit que les peines prononcées peuvent être considérées de même nature, ce qui conduit à refuser leur cumul.
- Enfin, le Conseil souligne que les voies de recours contre une décision de sanction sont toujours exercées devant une juridiction judiciaire que cette sanction soit prononcée par la juridiction répressive ou par l'AMF. De ces constatations, le Conseil constitutionnel en déduit la violation du principe « *Non bis in idem* ».

Les deux premiers points de l'analyse faite par le Conseil emportent la conviction, il s'agit d'un fait unique – l'utilisation d'informations privilégiées – qui entraîne la poursuite d'une même personne et l'expose à un cumul de sanctions. Et cela aurait été suffisant, en ajoutant si besoin était, la similarité des voies de recours pour justifier la décision. En revanche, l'affirmation de l'identité de nature des sanctions laisse dubitatif. Pour le Conseil, la sanction prononcée par l'AMF peut être considérée de même nature que la sanction pénale eu égard à sa gravité. L'affirmation paraît étonnante, la gravité n'est pas un critère de qualification de la sanction, seule la nature de celui qui la prononce peut être prise en compte. En considération de la nature de l'AMF, la sanction prononcée ne peut pas être une sanction pénale donc les peines d'amende ne sont pas de même nature.

Afin de ne pas perturber l'ordre juridique, le Conseil fixe la date d'abrogation des textes du Code monétaire et financier au 1^{er} septembre 2016, date avant laquelle le législateur devra réformer ces dispositions. Durant la période transitoire, le Conseil précise que les doubles poursuites ne pourront plus être engagées ou continuées. L'affaire EADS à l'occasion de laquelle la QPC a été posée s'est arrêtée puisque les dirigeants poursuivis avaient fait déjà l'objet d'une poursuite devant l'AMF, qui avait considéré que le manquement d'initié n'était pas caractérisé. Le tribunal correctionnel ne peut donc plus poursuivre la procédure. Le législateur devra proposer une réforme pour permettre une sanction efficace de cette criminalité économique et financière. Quelle réforme sera proposée par le législateur ? Des pistes de réflexion ont été proposées par la doctrine avant cette déclaration d'inconstitutionnalité qui paraissait inévitable. Certains prônent la transformation de la commission des sanctions de l'AMF en un tribunal des marchés financiers (D. Schmidt et V. Le Fur, *Bull. Joly Bourse* 2015, p. 24). La création de ce nouveau tribunal pourrait permettre de conserver la dimension pénale des délits, ce qui paraît important dans un but d'efficacité de la lutte contre la délinquance boursière, à la condition de prévoir l'échevinage dans sa composition. D'autres suggèrent une répartition des compétences entre l'AMF et le juge pénal qui pourrait se faire en fonction de la nature des agissements, de leur gravité ou de leur complexité (J. Lasserre Capdeville, C. Mascala et S. Neuville, « Propositions doctrinales pour lutter contre l'atteinte au principe Non bis in idem en matière financière », *D.* 2012, 693).

§3. Les modalités de la poursuite depuis la loi du 21 juin 2016

La loi du 21 juin 2016 a entériné la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015 en mettant en place un dispositif de poursuites alternatives et en l'organisant (voir C. Mascala, « Panorama, Droit pénal des affaires », *D.* 22 septembre 2016, n° 31, 1836). Ainsi, afin d'éviter une double poursuite, l'autorité répressive représentée par le procureur de la République exclusivement compétent en la matière et l'autorité administrative représentée par l'AMF doivent obligatoirement se concerter. À défaut d'accord entre les deux autorités de poursuites, la loi prévoit un mécanisme d'arbitrage par le procureur près la cour d'appel de Paris.

En effet, il résulte du nouvel article [L. 465-6-3, II](#) du Code monétaire et financier que : « *Avant toute mise en mouvement de l'action publique pour l'application des peines prévues à la présente section, le procureur de la République financier informe de son intention l'Autorité des marchés financiers. Celle-ci dispose d'un délai de deux mois pour lui faire connaître son intention de procéder à la notification des griefs à la même personne pour les mêmes faits* ».

Il résulte de la loi nouvelle, dont l'entrée en vigueur date du 23 juin 2016, que les poursuites ne sont plus parallèles mais alternatives. Par conséquent, le législateur a organisé les modalités de la poursuite des opérations d'initié. Soit la procédure est ouverte par le procureur financier et l'AMF ne peut plus notifier les griefs pour les mêmes faits et inversement.

Le législateur est venu organiser la procédure d'information des autorités de poursuite en fonction de l'autorité, qui agit en premier (voir C. Mascala, « Panorama, Droit pénal des affaires », *D.* 22 septembre 2016, n° 31, 1836).

Si le procureur de la République se saisit en premier de l'affaire, il doit, selon les dispositions de la loi, informer l'AMF de sa volonté de mettre en mouvement l'action publique. L'AMF a dans ce cas un délai de deux mois pour y répondre et faire connaître son intention de notifier les griefs pour les mêmes faits. Lorsqu'elle décide d'ouvrir une procédure de sanction, le procureur financier a un délai de quinze jours pour confirmer son intention de mettre en mouvement l'action publique et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris qui procédera à l'arbitrage entre les deux autorités de poursuite. Le procureur général près la Cour d'appel de Paris « *dispose d'un délai de deux mois pour autoriser ou non le procureur de la République financier à mettre en mouvement l'action publique, après avoir mis en mesure le procureur de la République financier et l'Autorité des marchés financiers de présenter leurs observations* ».

Inversement, si l'AMF se saisit en premier de l'affaire, elle doit avant de procéder à la notification des griefs, en informer le procureur financier qui dispose d'un délai de deux mois pour répondre et faire savoir son intention de mettre en mouvement l'action publique. Le cas échéant, l'AMF dispose d'un délai de quinze jours pour confirmer sa intention et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris.

En tout état de cause, les décisions prises dans le cadre de la procédure sont; en principe, irrévocables et insusceptibles de recours.

- **La situation de la victime.** L'article [L. 465-6-3, VIII](#) du Code monétaire et financier précise que :

« *Par dérogation à l'article 85 du code de procédure pénale, une plainte avec constitution de partie civile pour des faits susceptibles de constituer un des délits mentionnés à la présente section n'est recevable qu'à la condition que le procureur de la République financier ait la possibilité d'exercer les poursuites en application du présent article, et que la personne qui se prétend lésée justifie qu'un délai de trois mois s'est écoulé depuis qu'elle a déposé plainte devant ce magistrat contre récépissé ou par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou depuis qu'elle a adressé, selon les mêmes modalités, copie à ce magistrat de sa plainte déposée devant un service de police judiciaire. La prescription de l'action publique est suspendue, au profit de la victime, du dépôt de la plainte jusqu'à la réponse du procureur de la République financier à l'expiration du délai de trois mois mentionné à la première phrase du présent VII.* »

Cette disposition s'inscrit dans la continuité de la réorganisation de la poursuite des opérations d'initiés. En effet, la possibilité pour la victime d'un abus de marché d'exercer une action civile est tributaire de la possibilité pour l'autorité répressive, le procureur de la République financier, d'exercer les poursuites. A contrario, elle

ne le pourra pas si l'AMF a procédé à la notification des griefs; dans ce cas, il ne lui restera que la saisine du juge civil pour obtenir réparation.