

||| 研究ノート |||

## L'information privilégiée dans le délit d'initié

Ryo HAGA

1. La nature de l'information privilégiée
  - A. La réglementation française sur le délit d'initié et la directive CEE
  - B. La jurisprudence sur la nature de l'information privilégiée
2. La relation entre la notion d'initié et le caractère précis de l'information
  - A. La notion d'initié
  - B. La précision de l'information privilégiée

Conclusion

### 1. La nature de l'information privilégiée

- A. La réglementation française sur le délit d'initié et la directive CEE

Les opérations d'initiés peuvent se définir comme l'exploitation ou la communication abusive d'une information privilégiée dont le public n'a pas eu connaissance<sup>1)</sup>. Le droit français s'est orienté vers une réglementation dualiste sur les opérations d'initiés. Le délit d'utilisation d'une information privilégiée est sanctionné par l'article 10-1 de l'ordonnance n° 66-833 du 28 septembre 1967. Le manquement d'initié est visé par un règlement de la

---

1) P. Didier, *Droit commercial*, Tome 3, PUF, 1993, p.153.

Commission des Opérations de Bourse (COB) n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

En général, une information privilégiée a trois caractères. D'abord, elle doit être une information dont le public n'a pas eu connaissance<sup>2)</sup>. Ce caractère est essentiel de "l'insider trading". Donc l'article 10-1 de l'ordonnance interdit aux personnes initiées d'utiliser d'informations privilégiées «avant que le public ait connaissance de ces informations»<sup>3)</sup>. Ensuite, une information privilégiée doit être susceptible d'influencer le cours des valeurs mobilières qu'elle concerne<sup>4)</sup>. La révélation de cette information aura un impact sur le cours de telle valeur ou tel contrat de marché financier<sup>5)</sup>. Parce que toute information inconnue du public n'est pas nécessairement une information privilégiée qui est visé par cette article<sup>6)</sup>. Enfin, une information privilégiée doit être la connaissance précise d'un fait certain<sup>7)</sup>. Pour l'article 10-1 de l'ordonnance, ce caractère est posé par la jurisprudence. Et par l'article 1<sup>er</sup> du règlement de la COB n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée, une information privilégiée «signifie une information non publique, précise, ...» .

Or, la directive 89/ 592/ C.E.E. du Conseil du 13 novembre 1989 concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés définit l'information privilégiée. Par la directive, une information privilégiée est non publique, précise et susceptible d'influencer le cours des valeurs mobilières qu'elle concerne. L'élément précis de l'information exclut

---

2) *Ibid.*

3) Dans le droit japonais, une information privilégiée est considérée publique 12 heures après sa publication par l'organe d'information.

4) E. Gaillard, *Le droit français des délits d'initiés*, JCP, 1991, éd. G, I, 3516, p.247.

5) Didier, *op. cit.*, p.153.

6) Gaillard, *op. cit.*, p.247.

7) Didier, *op. cit.*, p.153.

la simple rumeur<sup>8)</sup>.

## B. La jurisprudence sur la nature de l'information privilégiée

Un rappel de la principale jurisprudence relative à la nature de l'information privilégiée nous permettra de mieux cerner le concept. L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 30 mars 1977 est déjà significatif du caractère précis de l'information<sup>1)</sup>. Le contentieux est le suivant : De simples rumeurs ayant cours en raison d'une situation difficile d'une société constituent-elles des informations privilégiées? La cour d'appel de Paris a estimé que «certains bruits alarmants aient eu cours à l'époque en raison des difficultés des échéances, des modifications de structure accompagnées de mesure de licenciements, de certains échecs commerciaux, ceux-ci ne présentent pas le caractère précis, particulier et certain que doit revêtir tout renseignement pour constituer «l'information» au sens de l'ordonnance du 28 septembre 1967»<sup>2)</sup>. Donc l'information privilégiée devait revêtir un caractère précis, particulier et certain. L'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 ne comporte pas cette restriction. Elle a été posée par la jurisprudence. Pour cet arrêt, une critique a été présentée : la formule de la cour semble trop absolue<sup>3)</sup>. Cette formule fait naître la crainte de permettre «des opérations manifestement indéliques, de celles que le législateur a entendu prohiber»<sup>4)</sup>. Donc, il serait plus juste de dire qu'un renseignement doit posséder «une certaine précision» pour constituer une information<sup>5)</sup>.

---

8) H. Calvet, La Directive du Conseil des Communautés Européennes relative aux opérations d'initiés, JCP, 1990, éd. E, II, 15924, p.762.

1) JCP, 1978, éd. G, II, 18789, note. A. Tunc.

2) *Ibid.*

3) A. Tunc, La lutte contre les opérations d'initiés. Neuf ans d'expérience, *Mélanges Rodière* 1981, p.338.

4) *Ibid.*, p.337.

5) *Ibid.*, p.338.

Il est intéressant de noter ici la théorie du droit américain, selon laquelle l'information peut être divisée en deux catégories : les «hard information» et les «soft information»<sup>6)</sup>. Les «hard information» sont «des faits objectifs et certains : résultats financiers, découverte majeure, lancement d'une offre publique, signature d'un marché...»<sup>7)</sup>. Les «soft information» sont «purement spéculatives et contingentes par nature, ainsi de prévisions, de plans stratégiques, d'opinions»<sup>8)</sup>. Autrement dit, elles ne sont pas «en soi» des faits objectifs et certains. Ainsi elles peuvent dans certains cas présenter ces caractéristiques pour certaines personnes et non pour d'autres<sup>9)</sup>. Par cette approche, une information n'est pas toujours une information privilégiée<sup>10)</sup>.

L'une des questions les plus difficiles posées par les opérations d'initié est l'appréciation de la qualité de l'information dont l'utilisation est susceptible de commettre le délit d'initié<sup>11)</sup>. Cette approche montre une nouvelle solution. Le jugement du tribunal de grande instance de Paris du 30 juin 1992 concerne l'information d'une offre publique d'achat (OPA) des actions la société X<sup>12)</sup>. Les dirigeants de la banque A à l'occasion de l'exercice de leurs fonctions ont reçu l'information du lancement d'une OPA par la société Y et d'une contre-OPA par la société Z. Le contentieux porte sur le fait de savoir si cette information constitue une information privilégiée ou pas? Le tribunal de grande instance de Paris a estimé que «la qualité de l'information reçue ne peut s'apprécier qu'en fonction de la personne qui la

---

6) McLaughlin and Macfarlane, United States of America, in *Insider Trading* (Edited by E. Gaillard), Kluwer, 1992, p.288.

7) A. Viandier et J. Caussain, *JCP*, 1992, éd. G, I, 3612, p.397.

8) *Ibid.*

9) *Ibid.*

10) *Ibid.*

11) *Ibid.*, p.396.

12) *RJDA* 5/93 n°407.

reçoit»<sup>13)</sup>. Et puis, il a jugé que «Attendu que (les dirigeants de la banque) n'ont jamais été condamnés ; qu'il leur sera fait cependant une application ferme de la loi ; qu'ils ont en effet, en raison de leur parfaite connaissance du marché et des parties en présence, sciemment profité des informations qu'ils obtenaient pour se livrer au bénéfice de la Banque A à cette opération, trahissant la confiance des deux entreprises qui faisaient appel à leurs services et faussant le marché des titres de la société X»<sup>14)</sup>.

L'arrêt de la cour d'appel de Paris du 15 mars 1993 a confirmé ledit jugement<sup>15)</sup>. Elle a estimé que «...considérant que s'il résulte d'une jurisprudence constante que l'information doit présenter un caractère précis, certain et confidentiel, ces caractéristiques doivent s'apprécier toutefois comme l'ont à juste titre relevé les premiers juges, à la lumière des circonstances de l'espèce, la précision du renseignement pouvant notamment résulter de la spécificité de l'activité économique de l'entreprise objet de telles informations, ainsi que de la particulière connaissance du bénéficiaire desdites informations»<sup>16)</sup>. C'est-à-dire, la précision d'une information s'ensuit de deux éléments : la spécificité de l'activité économique de l'entreprise objet de ladite information et la particulière connaissance du bénéficiaire de ladite information. Donc, la qualité d'une information s'apprécie en fonction de la personne qui la reçoit.

Cependant, l'arrêt de la cour de cassation du 26 juin 1995 a contesté cette position. D'abord, la cour de cassation a observé que les dispositions de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, comme celles de la directive 89/592/CEE du 13 novembre 1989 interdisaient aux personnes

---

13) *Ibid.*

14) *Ibid.*

15) *Ibid.*

16) *Ibid.*

initiées d'utiliser les informations privilégiées dont elles ont connaissance<sup>17)</sup>. Et puis, elle a estimé que l'information privilégiée devait être précise, confidentielle, de nature à influencer sur le cours de la valeur et déterminante des opérations réalisées<sup>18)</sup>. En outre elle a jugé que «le caractère privilégié des informations au sens de ces textes, ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui qui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu»<sup>19)</sup>.

La cour de cassation a donné son avis : la précision de l'information privilégiée doit toujours s'apprécier de manière objective<sup>20)</sup>.

## 2. La relation entre la notion d'initié et le caractère précis de l'information

### A. La notion d'initié

Dans l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, il y a deux types d'initiés : les dirigeants d'une société mentionné à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales (a) et les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées (b).

(a) L'ancien texte de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 a visé «les personnes mentionnée à l'article 162-1...». Mais le nouveau texte modifié par la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 vise «les dirigeants d'une société mentionnée à l'article 162-1...». Ainsi, des conjoints non séparés de corps des dirigeants ne sont pas des personnes initiées<sup>1)</sup>. Par conséquent, voici les dirigeants d'une société mentionnée à l'article 162-1 : le président,

17) *JCP*, 1996, éd. E, I, 766, obs. A. Viandier.

18) *Ibid.*

19) *Ibid.*

20) W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 2<sup>e</sup> éd, 1996, p.118.

les directeurs généraux, les membres du directoire, les personnes physiques ou morales exerçant dans la société des fonctions d'administration ou de membre du conseil de surveillance ainsi que les représentants permanents des personnes morales exerçant ces fonctions. Les personnes initiées de ce type sont définies.

(b) Parmi les personnes disposant d'informations privilégiées à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, on peut distinguer les initiés internes et les initiés externes<sup>2)</sup>. Les initiés internes sont l'ensemble du personnel non dirigeant de la société émettrice<sup>3)</sup>. La jurisprudence n'a pas eu de difficulté à définir les personnes de cette catégorie. Les initiés externes sont l'ensemble des personnes extérieures à la société émettrice et qui bénéficient d'une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions<sup>4)</sup>. Cette catégorie est très vaste. Par exemple, la jurisprudence a considéré comme des initiés externes : un journaliste financier<sup>5)</sup>, un architecte<sup>6)</sup> et un haut responsable de ministère<sup>7)</sup>.

Une personne qui bénéficie d'une information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions est un initié externe. Autrement dit, l'initié externe est la personne disposant d'une information qui est précise, confidentielle, de nature à influencer sur le cours de la valeur. Pour définir l'initié externe, il est important d'apprécier la précision de l'information dont l'utilisation est susceptible de commettre le délit d'initié. Voici deux hypothèses :

---

1) N. Rontchevsky, Les retouches apportées aux délits boursiers, in *La modernisation des activités financières*, GNL, 1996, p. 169.

2) E. Gaillard, Le droit français des délits d'initiés, *JCP*, 1991, éd. G. I. 3516, p. 249.

3) *Ibid.*

4) *Ibid.*

5) T. G. I. Paris, 12 mai 1976, *JCP*, 1976, II, 18496, note. A. Tunc.

6) T. G. I. Paris, 15 oct. 1976, *JCP*, 1977, II, 18543, note. A. Tunc.

7) T. G. I. Paris, 13 mai 1986, *Gaz. Pal.* 13-15 juill. 1986, note Marchi.

( $\alpha$ ) un employé d'imprimerie bénéficie d'une information sur une offre de prise de contrôle à l'occasion de l'exercice de ses fonctions<sup>8)</sup>. Est-il un initié externe?

( $\beta$ ) un journaliste financier bénéficie d'une information sur la publication de la recommandation des titres X à l'occasion de l'exercice de sa profession<sup>9)</sup>. Est-il un initié externe?

Pour répondre à ces questions, la précision des informations constituera le critère de l'existence du délit d'initié.

#### B. La précision de l'information privilégiée

Pour définir la notion d'initié, il est important d'apprécier la précision de l'information dont l'utilisation est susceptible de commettre le délit d'initié. En ce qui concerne la méthode de l'appréciation, il y a deux idées, à savoir la manière objective et la manière «subjective». La première est la suivante : la précision de l'information privilégiée doit toujours s'apprécier de manière objective. Voici cette dernière : la précision de l'information reçue ne peut s'apprécier qu'en fonction de la personne qui la reçoit. Il y a une critique de cette manière «subjective». Elle ne correspond pas à l'esprit de l'article 10-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 ; «l'information est privilégiée ou non, elle n'est pas privilégiée pour certaines personnes en raison de leur compétence et non privilégiée pour d'autres en l'absence de la même compétence»<sup>1)</sup>. Parce que la loi pénale n'a pas pour objet de sanctionner une inégalité qui résulte uniquement de la différence de compétence<sup>2)</sup>.

8) C'est un cas américain de l'arrêt *Chiarella v. United States* (445 U. S. 222 (1980)).

9) C'est un cas américain de l'arrêt *United States v. Carpenter* (484 U. S. 19 (1987)).

1) A. Viandier et J. Caussain, *JCP*, 1993, éd. E, I, 250, p. 273.

2) A. Viandier et J. Caussain, *JCP*, 1992, éd. G, I, 3612, p. 397.

Or, le fondement de la sanction de l'utilisation d'information privilégiée est la protection de l'intégrité du marché<sup>3)</sup>. Dans une économie libérale, l'Etat a la mission d'assurer l'intégrité du marché en protégeant ce libre jeu de la concurrence dans le marché<sup>4)</sup>. Pour assurer l'intégrité du marché, en général, il y a quatre hypothèses<sup>5)</sup>. En premier lieu, sont prohibées les actions qui ont pour objet d'empêcher le jeu de la concurrence sur un marché<sup>6)</sup>. En second lieu, est prohibée toute exploitation abusive d'une position dominante sur le marché intérieur ou sur une partie substantielle de celui-ci<sup>7)</sup>. En troisième lieu, tout projet de concentration à porter atteinte à la concurrence est passible d'un examen par l'Etat<sup>8)</sup>. Enfin, sont prohibées certaines pratiques spécifiques à porter atteinte à la concurrence<sup>9)</sup>.

Le marché financier est un marché intérieur. Toute exploitation abusive d'une position dominante de l'information privilégiée sur le marché doit être prohibée par l'Etat. Par conséquence, la répression des opérations d'initiés a pour objet de protéger l'ensemble des opérateurs du marché contre tout déséquilibre ou tout désavantage résultant d'une utilisation, par un opérateur donné, d'informations privilégiées non portées à la connaissance des autres opérateurs<sup>10)</sup>.

Pour assurer l'intégrité du marché, est prohibée toute exploitation abusive d'une position dominante qui bénéficie de l'information privilégiée. L'initié externe, par exemple, ledit employé d'imprimerie ou cité plus haut

3) A. Viandier et J. Caussain, *JCP*, 1994, éd. E, I, 363, p.272.

4) P. Didier, *Droit commercial*, Tome 1, PUF, 1992, p.277.

5) *Ibid.*

6) *Ibid.*

7) *Ibid.*, p.278.

8) *Ibid.*

9) *Ibid.*

10) R. Bronner, La définition du délit d'initié dans la loi pénale française, *Gaz. Pal.*, 1994, p.57.

journaliste financier, est dans une position dominante. Il y a une disparité d'accès à l'information entre lui et les autres opérateurs. Cette inégalité ne résulte pas d'une différence de compétence, mais d'une différence de position. La qualité d'une information s'apprécie compte tenu de la position de la personne qui la reçoit. Donc, la précision de l'information reçue ne peut s'apprécier qu'en fonction de la personne qui la reçoit.

### Conclusion

Pour définir la notion de l'initié, il est important d'apprécier la précision de l'information dont l'utilisation est susceptible de commettre le délit d'initié. Du point de vue de la protection de l'intégrité du marché, la précision de l'information reçue s'apprécie en fonction de la personne qui la reçoit.

Or, l'article 157 de la loi de la bourse japonaise est sur le modèle de la loi américaine : l'article 10 (b) de la *Securities Exchange Act* et la règle 10b-5. En doctrine, l'insider trading est prohibé par cette article. Dans cet article, la notion d'initié n'est pas définie. Pour définir la notion de l'initié, il serait important d'apprécier la précision de l'information.