

Philippe Ruchet

# Adaptation du délit d'initié

Réflexions du praticien sur la question de certains faits confidentiels

*Particularité suisse, au même titre que les ressources jadis étendues des réserves latentes, le chiffre 3 de l'article 161 du Code pénal suisse (CP) (délict d'initié) est appelé à disparaître pour mise en conformité de la législation de notre pays avec les standards internationaux. Ainsi, sauf imprévu, trancher la question des faits comparables d'importance analogue ne sera plus nécessaire avec la nouvelle rédaction simplifiée du texte légal. Dans cette contribution, organisée sous forme d'approche du point de vue du praticien des contenus de communications en matière financière, on ne s'essaiera pas à l'exigeant exercice de la dissertation juridique. L'auteur mentionne que cette contribution se fonde sur les données d'un projet législatif, indépendamment de son important degré actuel d'élaboration.*

ciers), nous nous concentrerons sur la notion de faits confidentiels et sur ce qu'implique la manière dont la définition est formulée. Ainsi, la probable suppression du chiffre 3 de l'article 161, CP aura pour conséquence une extension des situations d'infraction (cf. tableau 1).

Nous sommes très loin d'épuiser le sujet. Pour tout complément, nous renvoyons le lecteur à une de nos sources, à savoir le rapport de Mise en œuvre des Recommandations révisées du Groupe d'action financière sur la lutte contre le blanchiment de capitaux. Ce rapport explicatif est destiné à servir d'appui aux milieux intéressés par la procédure de consultation arrivée à échéance le 15 avril 2005. Il est disponible sur internet (site de la Confédération; se référer à la section des procédures de consultation; <http://www.admin.ch>).

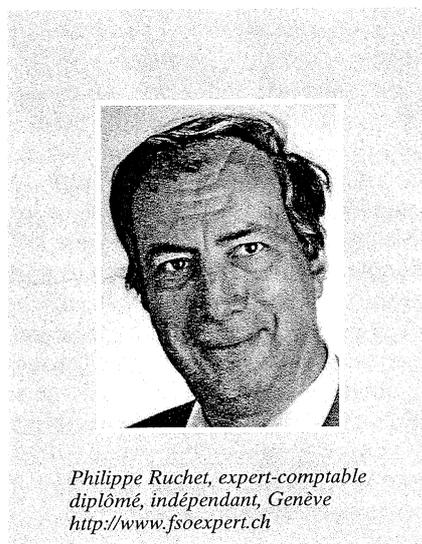
Pour permettre une meilleure comparaison entre les deux textes, quelques légères adaptations ont été opérées. Il y a en effet dans ce tableau 1 davantage de paragraphes que dans les textes de loi. Les passages concernant les sanctions ont été relevés par des caractères gras. On constate également la disparition du 3<sup>ème</sup> chiffre du texte actuel, entraînant un décalage des derniers paragraphes qui occupent la place ainsi libérée.

## 1. Mise en œuvre des recommandations 2003 du GAFI

Le GAFI [1], organisation internationale dont la Suisse est membre, a tenu une réunion plénière du 18 au 20 juin 2003 au cours de laquelle les 40 Recommandations révisées ont été approuvées. Ces recommandations représentent un standard auquel les pays membres acceptent de se conformer. La législation suisse est déjà largement conforme auxdits standards. Il est toutefois nécessaire de procéder à différentes adaptations pour tenir compte des changements apportés par la révision précitée de 2003.

Une de ces adaptations concerne la législation boursière helvétique, et plus particulièrement le délict d'initié auquel

cet article est dédié. Pour rester dans l'optique des praticiens (ou des finan-



Philippe Ruchet, expert-comptable diplômé, indépendant, Genève  
<http://www.fsoexpert.ch>

## 2. Divers aspects de l'article 161 ch. 3 CP

L'entrée en vigueur, le 1<sup>er</sup> juillet 1988, de l'article 161 CP a été étudiée dans ces colonnes du numéro de juin 1988 [2]. Le Dr Krauskopf y apporta des indications importantes sur le parcours législatif de la norme. On apprend ainsi que si le Message du Conseil fédéral constitue un excellent outil d'interprétation du fait de l'absence de modifica-

Tableau 1

## Tableau comparatif des textes de loi

Texte actuel	Projet du 13 janvier 2005
<p>1. Celui qui, en qualité de membre du conseil d'administration, de la direction, de l'organe de révision, ou en qualité de mandataire d'une société anonyme ou d'une société dominante cette société anonyme ou dépendant d'elle, en qualité de membre d'une autorité ou de fonctionnaire, ou en qualité d'auxiliaire de l'une de ces personnes, aura obtenu pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire, soit en exploitant la connaissance qu'il a d'un fait confidentiel dont il est prévisible que la divulgation exerce une influence notable sur le cours d'actions, d'autres titres ou effets comptables correspondants de la société ou sur le cours d'options sur de tels titres, négociés en bourse ou avant bourse suisse, soit en portant un tel fait à la connaissance d'un tiers, sera puni de l'emprisonnement ou de l'amende.</p>	<p>1. <i>Celui qui, en qualité de membre du conseil d'administration, de la direction, de l'organe de révision, ou en qualité de mandataire d'une société anonyme ou d'une société dominante cette société anonyme ou dépendant d'elle, en qualité de membre d'une autorité ou de fonctionnaire, ou en qualité d'auxiliaire de l'une de ces personnes, obtient pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire, soit en exploitant la connaissance qu'il a d'un fait confidentiel dont il est prévisible que la divulgation exerce une influence notable sur le cours d'effets négociés en bourse suisse, soit en portant un tel fait à la connaissance d'un tiers, est puni de la réclusion pour cinq ans au plus, de l'emprisonnement ou de l'amende.</i></p>
<p>2. Celui à qui un tel fait est communiqué directement ou indirectement par l'une des personnes mentionnées au chiffre 1 et qui, par l'exploitation de cette information, obtient pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire, sera puni de l'emprisonnement pour un an au plus ou de l'amende.</p>	<p>2. <i>Celui à qui un tel fait est communiqué directement ou indirectement par l'une des personnes mentionnées au chiffre 1 et qui, par l'exploitation de cette information, obtient pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire, est puni de l'emprisonnement ou de l'amende.</i></p>
<p>3. Sont considérés comme faits, au sens des chiffres 1 et 2, l'émission imminente de nouveaux droits de participation, un regroupement d'entreprises ou tout fait analogue d'importance comparable.</p>	
<p>4. Lorsque le regroupement de deux sociétés anonymes est envisagé, les chiffres 1 à 3 s'appliquent aux deux sociétés.</p>	<p>3. <i>Lorsque le regroupement de deux sociétés anonymes est envisagé, les chiffres 1 et 2 s'appliquent aux deux sociétés.</i></p>
<p>5. Les chiffres 1 à 4 sont applicables par analogie lorsque l'exploitation de la connaissance d'un fait confidentiel porte sur des parts sociales, autres titres, effets comptables ou options correspondantes d'une société coopérative ou d'une société étrangère.</p>	<p>4. <i>Les chiffres 1 à 3 sont applicables par analogie lorsque l'exploitation de la connaissance d'un fait confidentiel porte sur des effets d'une société coopérative ou d'une société étrangère.</i></p>

tion du projet initial, l'ajout du chiffre 3 apparaissait, à l'époque déjà, comme susceptible de susciter des difficultés d'interprétation, en d'autres termes de constituer un terrain fertile pour la jurisprudence.

Cette clause, ajoutée par les Chambres, contient une définition des faits confidentiels. Il s'agit d'une condition objective supplémentaire nécessaire pour emporter comme conséquence la réalisation du délit. La question posée

par l'auteur se référait à la nature de cette définition: est-elle (dans un ordre de contraintes décroissantes pour qui cherche à rattacher des situations à la norme) exhaustive ou «exemplificatrice» (à l'expliquer par le biais d'exemples) ou, plus simplement, explicative? Se fondant sur les débats parlementaires, l'auteur conclut à un caractère à la fois «exemplificateur» et limitatif (par l'exclusion des cas mineurs), en écartant clairement le caractère exhaustif.

La traduction synthétique de la contribution se termine ainsi: «Outre le regroupement d'entreprises et l'émission de nouveaux droits de participation expressément mentionnés, constituent également des faits confidentiels ceux dont l'importance est aussi considérable (importance comparable) et qui concernent la gestion de l'entreprise (fait analogue). Parmi ces faits analogues, on peut citer les pertes ou les gains importants attendus par la société.»

A l'époque, le Dr Krauskopf était haut fonctionnaire à l'Office fédéral de la justice. Il fonctionnait également comme président d'un comité d'experts dans le cadre du Conseil de l'Europe pour la mise en place d'une convention européenne relative aux opérations d'initiés. Par l'étude de deux jurisprudences dans la section suivante, nous verrons que la cohérence du raisonnement juridique débouche sur une interprétation plus nuancée du périmètre de ces faits analogues d'importance comparable.

Pour bien situer le problème, il faut recourir au tableau comparatif introduit dans la section précédente, montrant le texte actuel face au projet (cf. tableau 1). Pour revenir aux conditions de l'entrée en vigueur de l'article 161 CP, et de l'introduction du chiffre 3, on reviendra sur le texte de la Convention de l'Association suisse des banquiers (ASB XVI, cf. section 6 ci-après). On évoquera aussi tout le chemin par-

nique a montré la voie depuis plusieurs années maintenant. Dès lors, voyons les questions liées à la jurisprudence et au Règlement de cotation dans les deux sections suivantes.

### 3. Exemples d'Arrêts du Tribunal fédéral (ATF)

Cette section ne poursuit pas l'objectif d'une étude de la jurisprudence du Tribunal fédéral suisse. Elle vise simplement à montrer, au travers de deux exemples emblématiques, toute la complexité de la problématique mentionnée dans le chapeau de l'article. Nous pensons aux subtiles sinuosités jurisprudentielles appelées pour trancher la question des faits comparables d'importance analogue.

Un cas de procédure ayant étendu les faits analogues mentionnés dans le

de l'entreprise, sur sa situation patrimoniale ou sur son rendement, sont de nature à influencer sur sa valeur et donc sur le cours de ses titres. Or, dans la vie économique actuelle, une prise de participation d'une société dans le capital d'une autre société est un moyen fréquemment utilisé pour former un groupe de sociétés; elle répond à la notion de regroupement d'entreprises, conformément à la lettre et au but de la loi. Une prise de participation majoritaire n'est pas nécessaire; il suffit que celle-ci soit de nature à modifier, de manière significative, le cours des actions [4].»

A l'inverse de la décision citée dans le paragraphe précédent, une jurisprudence a posé des bornes d'extension de la norme. Dans l'arrêt 118 Ib 547 du 21 décembre 1992, le Tribunal fédéral a en effet apporté des précisions limitatives sur l'étendue de ce concept des autres faits du chiffre 3. Nous citons: «La diminution du rendement net d'une société pour un seul trimestre ne saurait être considérée comme un «fait analogue d'importance comparable» à l'émission de nouveaux droits de participation ou à un regroupement d'entreprises au sens de l'article 161 chiffre 3 CP, partant comme un fait confidentiel selon le chiffre 1 de cette disposition. La thèse contraire, fondée sur les travaux préparatoires ne trouve aucun appui dans le texte de la norme [5].»

Le lecteur pourra trouver dans le site de la *Commission fédérale des banques (CFB)* toute une série d'informations sur le délit d'initié. Nous mentionnons ici quelques exemples relatifs aux règles de double incrimination pour montrer que d'autres éléments que la qualification du délit d'initié peuvent intervenir, au risque de fausser la compréhension des profanes informés par les médias.

La problématique de la double incrimination renvoie à la question du respect de trois conditions préalables devant être réunies. Ainsi, l'Autorité étrangère bénéficiaire «(1) doit être tenue au secret professionnel, (2) ne peut utiliser les informations que dans un but de surveillance des bourses et du commerce des valeurs mobilières et (3) ne peut les retransmettre qu'avec l'accord

---

## «Le délit d'initié aborde la question de l'information de l'investisseur dans les circonstances délictuelles.»

---

couru en matière de présentation des comptes. Désormais, on ne conçoit plus que des sociétés cotées en bourse puissent recourir à l'effet des réserves latentes, certes régulateur [3], mais qui obérait si lourdement la transparence des états financiers que la crédibilité dans le marché menaçait d'être atteinte en fonction des critères de liquidité des marchés prévalant actuellement.

Comment expliquer que semble désormais se dessiner une unanimité chez les professionnels pour l'abrogation de ce chiffre 3 si restrictif? La mondialisation entraîne la cotation de plusieurs sociétés suisses sur plusieurs places boursières. Dans ce contexte, une particularité anachronique relève d'un handicap nous semble-t-il. De plus, la jurisprudence de l'article 161 CP a pu paraître, à certains observateurs, compliquer la situation suisse. A l'opposé, le Règlement de cotation de la Bourse électro-

texte de loi à des opérations de privatisation est l'ATF 118 Ib 448. Cet arrêt de notre Cour suprême du 13 octobre 1992 renvoie à des faits poursuivis en France et à des actes répréhensibles en Suisse parallèlement. Ce dossier concernait la banque française Société générale, privatisée en 1987. Durant le deuxième semestre de 1988, des profits substantiels illicites furent réalisés sur des opérations boursières portant sur le titre en question. A cette occasion, notre Cour suprême s'est prononcée, entre autres, sur la portée du chiffre 3, à savoir les faits analogues d'importance comparable à l'émission imminente de nouveaux droits de participation ou à un regroupement d'entreprises.

Dans les considérants de cet ATF 118 Ib 448, il est notamment précisé pour le sujet qui nous occupe: «Il doit par ailleurs s'agir de faits qui, par leur influence importante sur l'organisation

préalable de la Commission des banques [6].»

Ceci rappelé, il doit être précisé que: «La réglementation suisse devient extrêmement difficile lorsque les Autorités de surveillance étrangères sont soumises à un devoir légal de dénonciation pénale. Lorsqu'elles n'ont aucune latitude d'appréciation à cet égard, ces Autorités étrangères de surveillance ne peuvent pas garantir à la CFB qu'elles requerront son assentiment avant d'effectuer une dénonciation pénale. Les ordres juridiques anglosaxons posent également problème, dans la mesure où les Autorités de surveillance rendent généralement publiques les procédures qu'elles ouvrent [7].»

Dans le Bulletin CFB 38, pp. 39 à 49, on trouve une décision du Tribunal fédéral qui constitue un exemple d'application des dispositions des articles 35 al. 2 LBVM (obligation de renseigner la CFB) et 38 al. 2 LBVM (entraide administrative internationale). On voit dans quelle mesure et à quelles conditions une banque est tenue de renseigner la CFB sur les affaires de ses filiales à l'étranger. On peut aussi lire des considérants sur la double incrimination et les conditions précitées de l'octroi de l'entraide administrative entre Autorités de surveillance (principe de la spécialité).

#### 4. Communication financière événementielle

Le délit d'initié aborde la question de l'information de l'investisseur dans les circonstances délictuelles. Comment s'organise-t-on pour assurer une bonne pratique professionnelle? La réponse tient dans le Règlement de cotation de la Bourse électronique suisse. Pour ce qui concerne cette contribution, il nous faut examiner l'article 72 de ce document dont la teneur a été modifiée avec effet au 1<sup>er</sup> juillet 2005 (cf. *tableau 2*).

Le Règlement de cotation et les directives d'application figurent sur le site internet de la Bourse électronique suisse (<http://www.swx.com>).

La lecture de cette disposition du Règlement de cotation (cf. *tableau 2*) s'ex-

Tableau 2

#### Règlement de cotation de la Bourse électronique suisse, article 72

##### Devoir d'information des faits susceptibles d'influencer les cours (publicité événementielle)

1. L'émetteur informe le marché des faits susceptibles d'avoir une influence sur les cours qui sont survenus dans sa sphère d'activité et ne sont pas connus du public. Sont réputés susceptibles d'avoir une influence sur les cours les faits qui sont de nature à entraîner une modification notable des cours.
2. L'émetteur informe dès qu'il a connaissance des principaux éléments du fait. Il peut cependant différer l'annonce d'un fait susceptible d'avoir une influence sur les cours lorsque
  - a) le fait se fonde sur un plan ou une décision de l'émetteur et
  - b) la diffusion du fait est de nature à porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur.
3. Dans le cas d'une annonce différée, l'émetteur doit assurer la confidentialité absolue de ce fait sous peine de voir l'autorisation de report immédiatement annulée.
4. La publication doit être faite de manière que l'égalité de traitement des participants au marché soit garantie.
5. L'Instance d'admission peut édicter des dispositions d'exécution par le biais d'une directive.

plique d'elle-même et l'étendue du parallélisme avec l'article 161 CP s'impose sans qu'il soit nécessaire de procéder à des développements sur ce thème.

L'exposé du Professeur Hirsch lors de la Journée de droit bancaire et financier de 1995 pour la partie traitant du nouveau Règlement de cotation proposait un axe de réflexion. A une mention de faits importants susceptibles d'entraîner une modification notable des cours, la question s'était en effet posée de préférer une condition mesurable avec précision, par exemple «un effet probable de 10% sur le résultat annuel», à savoir en l'espèce un élément mesurable indépendamment d'une conjoncture boursière [8]. La simplicité de la règle proposée n'est qu'apparente à nos yeux. Par exemple, des décisions de stratégie d'entreprise peuvent parfois engendrer des effets sur plusieurs années ou se manifester plus tard que l'exercice en cours. Comment dès lors pourrait-on se passer de la notion du cours boursier qui, elle, peut exprimer ces décalages dans le temps?

La Circulaire 2/98 de l'Instance d'admission [9] apporte des précisions de la

plus haute importance quant au champ de la publicité événementielle. Ce faisant, nous citons les points les plus cruciaux du début de la section 2 de cette Circulaire (chiffre marginal 5): «L'appréciation des informations susceptibles d'influencer les cours constitue une tâche exigeante. Ce sont les différents paramètres du titre sur le marché, ainsi que les attentes ou encore le degré d'information des investisseurs [10] qui déterminent si un événement est potentiellement susceptible d'influencer fortement les cours. La BES renonce en toute connaissance de cause à évaluer l'effet potentiel sur les cours en pourcentage.»

Le paragraphe suivant du document précité de la *Bourse électronique suisse (BES)* apporte des éclaircissements: «Nous recommandons d'examiner chaque événement de manière différenciée. Ces événements sont par exemple de fortes variations des bénéfices, des cas d'assainissement, d'importants changements dans le type d'activité, dans la structure du groupe et/ou du capital, ou bien d'autres faits inattendus ou notables. Si les informations publiées par l'émetteur se révèlent ensuite fausses ou sont susceptibles

d'amener à des conclusions erronées, il faut les rectifier.» On trouvera d'autres compléments dans la brochure de la BES «Publicité événementielle» de novembre 1996 [11].

De plus, sur son site internet, la BES consacre toute une section à la publicité événementielle. Il y est précisé que cette publicité vise également à réduire les occasions de délits d'initiés. La BES offre également de procéder à la recherche de solutions adéquates en matière de communication financière dans les cas difficiles. Il convient de relever que la question de la publicité événementielle donne lieu à des adaptations régulières.

La garantie de l'égalité des chances entre investisseurs (but premier de l'appareil réglementaire étudié ici) donne toute sa crédibilité à un marché boursier et contribue à son succès sur le plan international, surtout à l'heure des rapprochements continentaux qui s'amplifient depuis l'avènement de la monnaie unique. Cette garantie de l'égalité des chances entre investisseurs repose à l'évidence sur une exigence de transparence. Le mieux étant souvent l'ennemi du bien, comprenons bien les objectifs de cette transparence. N'écartons pas l'hypothèse des éventuels risques d'un flot d'informations non correctement géré. En d'autres termes, existerait-il des intervenants qui pourraient tirer un avantage d'un processus hors du contrôle adéquat de la communication financière, lézant ainsi la société concernée et, a fortiori, ses actionnaires?

Ces questions si techniques ne peuvent pas recevoir de réponse unilatérale. Elles sont à apprécier au cas par cas, tenant compte des divers facteurs pouvant intervenir. Interrogeons-nous également sur le moment de diffusion de l'information, étant acquis que les domaines devant faire l'objet de mise à disposition de renseignements sont délimités. Dans le même exposé de la Journée de droit bancaire et financier 1995, déjà cité ci-dessus, le Professeur Hirsch exposa [12] le thème du report de la diffusion d'une information pour assurer la protection d'intérêts légitimes de la société cotée. Dans un tel cas d'ajournement, la confidentialité

doit être garantie. Néanmoins, de tels reports doivent demeurer l'exception [13].

## 5. L'expérience d'une expertise

Il est aisé de mettre en lumière combien le maniement de la norme relative au délit d'initié est difficile en pratique du fait de ce chiffre 3 de l'article 161 CP (cf. tableau 1). On se souvient que ce chiffre 3 mentionne des «autres faits analogues d'importance comparable» après avoir fait état de «émissions imminentes de nouveaux droits de participation» et «de regroupement d'entreprises» pour clarifier le sens de ces faits confidentiels dont il est prévisible que la divulgation exerce une influence notable sur le cours d'actions. La relation entre la caractérisation du fait et l'influence notable repose sur un rapport de cumul: à la divulgation du fait s'ajoute la prise en compte du degré de l'influence prévue. Il faut donc procéder à une appréciation circonstanciée [14].

Plaçons-nous dans le contexte de fusions ou autres rapprochements entre entreprises, c'est-à-dire les situations prévues par ce chiffre 3. Bien entendu, il faut interpréter correctement les éléments à disposition. Cet objectif ne saurait être atteint en dehors d'une bonne compréhension des mécanismes entourant les mutations économiques et boursières évoquées. La survenance de faits nécessitant une surveillance attentive intervient à des époques bien précises dans les processus de transformations d'entreprises. Appuyons cette constatation sur un exemple.

Voyons le cas d'une évolution atypique d'un cours boursier préalablement à la survenance subséquente d'un des faits mentionnés par la norme relative au délit d'initié. De manière classique, il faut établir que la connaissance anticipée du fait incriminé, alors confidentiel (avant son avènement public), aurait pu permettre de prévoir un effet financier important dont il aurait été possible de tirer un avantage pécuniaire.

Le cas est simple. Un investisseur achète des calls sur un grand nom de la

BES un vendredi en fin de trimestre. L'échéance des options en question étant rapprochée, l'investisseur reçoit, pour une mise modeste, un droit sur un nombre appréciable d'actions. Lundi en fin de matinée, le titre fait l'objet d'une suspension de cotation d'une heure et un communiqué de publicité événementielle est diffusé. Il y est fait état de pourparlers entre deux groupes pour la cession à l'un d'une division de l'autre. L'information précise clairement qu'il s'agit d'une simple éventualité. Aucun chiffre n'est articulé pour le montant de l'opération, pas plus que des précisions ne sont apportées sur sa forme précise.

Le marché, bien actif et soutenu ce jour-là, reçoit cette information de manière euphorique. Le cours du titre suisse bondit et l'investisseur réalise ainsi un gain approchant le million de francs. L'opération est dénoncée à l'Autorité judiciaire compétente, à savoir celle du lieu de l'initialisation de l'opération d'investissement. Sans qu'il y ait un rapport numérique aussi conséquent entre mises d'origine et gains finaux, d'autres opérateurs réussissent également un très bon coup, sans pour autant faire l'objet d'une dénonciation.

L'étude des graphiques de cours montrait des éléments suscitant un grand étonnement, propre à déboucher sur une réorientation de l'enquête vers le délit de manipulation de cours, problématique dont se seraient à l'évidence saisis d'autres professionnels mieux placés que l'auteur si la question s'était posée en ces termes.

Ceci étant, dans le cas précis, le seul détail qui avait été oublié était que la communication événementielle ne portait pas sur une des éventualités citées par le chiffre 3 susmentionné. Aussi, ce qui peut apparaître comme un simple grain de sable a obligé à clore la procédure.

Projetons-nous dans l'avenir, c'est-à-dire une fois ce chiffre 3 actuel abrogé (cf. tableau 1). Ledit grain de sable disparaît et l'enquête continue, peut-être même s'étend en considérant les éléments mentionnés dans les deux paragraphes précédents, à savoir la question des autres investisseurs voire, par

simple hypothèse, le problème de la manipulation de cours.

Revenons au déroulement des faits concernant l'émetteur. Le but visé par le communiqué de publicité événementielle était de réduire les risques liés à un fait important pour le marché qui resterait trop longtemps confidentiel sans nécessité. Evoquons les étapes du processus pour bien situer les enjeux.

Aux époques des éventualités succèdent celles des projets, puis celles des plans. La stratégie de communication financière des entreprises obéit à une logique de contraintes ou d'opportunités. Cette logique peut conduire à avancer ou à retarder une annonce. Les facteurs externes jouent leur rôle, en particulier ceux de la réceptivité des marchés. Les facteurs internes interviennent également, en particulier la notion précitée d'intérêts dignes de protection développée dans le Règlement de cotation.

Avec la probable future rédaction de l'article 161 CP, la délimitation de confidentialité à considérer devient bien le communiqué susmentionné du lundi. La ligne de défense de l'investisseur se replie alors vers le cercle des personnes visées aux chiffres 1 et 2 (cf. tableau 1).

Nous n'entrerons pas dans l'examen des conséquences vis-à-vis de la législation anti-blanchiment que cette adaptation de l'article 161 CP entraînera, ou pourrait entraîner. N'anticipons pas sur le processus législatif. Prenons simplement l'hypothèse où il faut se préparer à des répercussions sur les processus de clarifications de transactions (art. 8 OBA-CFB), voire sur les critères pour la qualification des relations à risques accrus (art. 7 OBA-CFB). Dans cette dernière éventualité, verra-t-on apparaître les EEP (economically exposed persons) après les PEP (politically exposed persons)?

Les banques universelles à implantation internationale peuvent intervenir, à des titres divers, dans des opérations concernant des sociétés cotées en bourse. Par hypothèse, on pourrait imaginer qu'une information pertinente se trouve dans un dossier à Londres et

qu'une clarification doit être entreprise en Suisse. On n'en dira pas plus dans le cadre de cet article car, à ce niveau de complexité, le praticien doit passer le témoin au juriste. On ne peut toutefois manquer de s'interroger sur la température de la pierre: chaude ou brûlante?

De la question des tests à opérer découle celle des moyens à mettre en œuvre. L'emploi d'un dispositif informatique s'imposant pour garantir la meilleure efficacité des contrôles, nous voilà renvoyés à la nécessité de prévoir un système expert, c'est-à-dire recourant, d'une part, à une batterie de tests appliquée à une collection d'enregistrements concernant les clients et, d'autre part, aux moyens de paramètres reflétant les événements du marché.

On peut élaborer ensuite diverses hypothèses de répartition des tâches. Si les conditions d'examen peuvent être énumérées, reste la question plus complexe du seuil de matérialité. Une piste à suivre serait-elle de s'inspirer de ce qui se pratiquait à l'époque de l'ancienne convention XVI de l'ASB qui fonctionnait sur une logique essentiellement numérique?

## 6. Une solution pratique

Dans un ouvrage de référence, le Dr Sansonetti retrace le parcours législatif qui a abouti à la disposition légale que l'on connaît du délit d'initié. L'introduction de la Convention XVI ASB, en 1982, peut être retenue comme une étape essentielle pour déboucher sur le processus législatif qui a abouti à la promulgation de l'art. 161 CP [15]. Cette convention visait à résoudre des problèmes d'entraide judiciaire entre la Suisse et les Etats-Unis à l'époque où notre Code pénal ne connaissait pas encore le délit d'initié. Elle permettait à la *Securities Exchange Commission (SEC)*, l'autorité américaine de surveillance des marchés boursiers, d'obtenir, sous certaines conditions, des informations sur des clients de banques en Suisse.

Certains aspects d'une approche de sanction sur base du seul gain réalisé peuvent interpeller. Dans notre source,

il a été établi, pour 1994, que seulement une enquête sur dix environ de la SEC a débouché sur une procédure judiciaire. Les autres investigations aboutissaient souvent à des solutions transactionnelles au terme desquelles les gains de l'initié sont répartis entre les investisseurs identifiés comme pénalisés par l'opération illégale [16]. Ces arrangements transactionnels peuvent susciter une certaine réserve quand on connaît les coûts de fonctionnement des appareils judiciaires et le poids que les rapports de force économique peuvent parfois jouer.

Pour peu que les médias traitent d'une affaire d'insider aux Etats-Unis, évoquer la question du délit d'initié conduit à relever les confusions dont font preuve beaucoup de professionnels des milieux financiers, indépendamment de leurs métiers ou spécialisations. On lie facilement gros gains inexplicables à délit d'initié sans s'interroger davantage sur les conditions de réalisation de l'infraction.

Revenons à cette Convention ASB XVI, abrogée à l'entrée en vigueur de l'article 161 CP. Ce retour dans le passé aura comme mérite de montrer une approche pour concilier deux ordres juridiques des deux côtés de l'Atlantique. Dans le tome II de «Révision Bancaire» [17], on trouve une contribution signée François Storno qui débute par une section relative aux conditions objectives de la convention que nous repreneons pour la plus grande partie.

«La convention s'applique notamment si les conditions suivantes sont remplies:

- l'annonce d'une réunion d'entreprises (projet de fusion, par exemple);
- le client de la banque donne un ordre d'achat ou de vente durant les 25 jours ouvrables précédant cette annonce;
- pendant ces 25 jours avant l'annonce, la SEC établit à la satisfaction de la commission (suivent des explications relatives à quatre critères);
- l'ordre du client porte sur des titres négociés sur un marché boursier aux Etats-Unis.»

Quelle est cette commission de la troisième condition, ou du troisième tiret

ci-dessus? La commission dont il est question était une commission d'examen nommée par l'Association suisse des banquiers et composée de juristes indépendants du secteur bancaire. La décision de transmettre était prise par ladite commission qui transmettait un préavis à l'Office fédéral suisse de la Justice, lequel pouvait rendre une décision de non transmission à la SEC si les intérêts de la Suisse étaient en jeu. Une fois les informations arrivées aux Etats-Unis, les autorités compétentes instruisaient et, le cas échéant, jugeaient le cas. Le dispositif de la Convention ASB XVI était appuyé par un *Memorandum of Understanding (MOU)* entre autorités compétentes américaines et suisses. Pour ce qui le concernait, le client opérant sur les marchés américains signait une déclaration d'acceptation de levée du secret bancaire le concernant comme condition pour pouvoir passer des ordres aux Etats-Unis [18].

Il y avait ainsi quatre conditions préalables. La Convention XVI s'appliquait aux seules exécutions sur les marchés américains (2<sup>ème</sup> et 4<sup>ème</sup> conditions). La première condition ne concernait que les différents aspects de réunion d'entreprises. La troisième condition préalable renvoyait à 4 critères. Les deux premiers critères mentionnaient d'importantes variations de prix pour le premier et des indices importants de transactions en violation de lois américaines. Le quatrième critère laissait la place à d'autres informations que pouvait transmettre la SEC pour examen dans le cadre de cette Convention ASB XVI.

Il est intéressant de s'attarder sur le troisième critère. Notre source le présente comme suit: «Le volume journalier des opérations a augmenté de 50% ou plus par rapport à la moyenne journalière de période allant du 90<sup>ème</sup> au 30<sup>ème</sup> jour ouvrable boursier précédant l'annonce, ou dans tous les cas où le prix de tels titres a varié d'au moins 50%.»

Terminons nos développements par une hypothèse. Un tel critère comme celui du paragraphe précédent requiert donc une collaboration entre organes de surveillance des marchés et intermédiaires financiers. Les premiers pourraient ainsi émettre des avis

d'alerte pour apporter un appui au travail des seconds.

L'idée n'est pas si nouvelle, notamment en considérant deux éléments. Premièrement, le département de contrôle des marchés de la Bourse électronique suisse (BES) effectue déjà une surveillance qui lui permet d'identifier les risques de situations anormales. Dans son numéro du 11 octobre 2004, l'Agefi publiait un article consacré à une revue de la situation du délit d'initié en Suisse sous un titre évocateur: «Délits d'initiés, les procédures existent mais avec peu d'effet jusqu'au bout.» On pouvait y lire: «La Commission fédérale des banques (CFB) a pu faire aboutir de nombreuses enquêtes qui étaient en suspens grâce à un renforcement de son activité dans le domaine de la surveillance des marchés. Depuis 2003, la CFB est ainsi en mesure d'appliquer une procédure accélérée et concentrée («power enforcement»). Ainsi, comme dans les affaires Hilti et Hero, une procédure dans un laps de temps réduit peut-elle être ouverte en collaboration étroite avec les instances de surveillance des Bourses immédiatement après la survenance des transactions suspectes [19].»

S'agissant du deuxième élément, il pourrait être introduit une déclaration des émetteurs concernant les coordonnées des EEP (economically exposed persons). Ces listes resteraient confidentielles, mais pourraient être transmises aux intermédiaires financiers, sous la protection du secret professionnel liant ces derniers, si des recherches sont à effectuer. Une partie du dispositif existe déjà; aux informations de caractère durable s'ajouteraient des données valables pour une opération et/ou pendant une période donnée s'agissant en particulier des consultants. Par un communiqué de presse daté du 5 octobre 2004, la BES a présenté, par communiqué de presse, les règles s'appliquant dès le 1<sup>er</sup> juillet 2004 concernant la publicité des transactions du management [20].

## 7. Conclusion

Depuis l'époque de l'introduction de l'article 161 CP pour réprimer le délit

d'initié (soit le 1<sup>er</sup> juillet 1988), énormément de choses se sont modifiées. Les marchés boursiers ont poursuivi leur développement. Le droit de la société anonyme a été refondu avec de nouvelles règles en matière de présentation des comptes (mise en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 1992). Citons deux exemples révélateurs. Le nouvel article 662a CO a marqué de son empreinte la vie des sociétés anonymes. Depuis lors, les comptes annuels doivent donner un aperçu aussi sûr que possible du patrimoine et des résultats de la société, par rapport à l'ancien concept qui limitait l'exigence à ne pas présenter de situation plus favorable que la réalité. Avec l'introduction de l'annexe (art. 663b CO), la communication financière s'est étendue de manière significative.

Mentionner que de nombreux changements sont à attendre dans le monde boursier de notre continent est devenu une banalité. Un mouvement d'intégration toujours plus élaboré se fait jour et l'ère des changements se poursuivra pendant plusieurs années.

La Suisse n'est pas une île. Elle évolue au gré de ces modifications. Son droit boursier, son droit bancaire, son droit comptable et même son droit fiscal se dirigent bon an mal an vers cette harmonisation. En définitive, peu de choses majeures se décident au niveau de petits états. Est-ce si nouveau? En se fondant sur de nouveaux exemples historiques, on est conduit à répondre par la négative à cette question. Dès lors, tout l'enjeu consiste à s'adapter dans les meilleures conditions possibles. A chaque génération ses propres défis. ▬▬▬

## Notes

- 1 Groupe d'Action Financière sur le blanchiment de capitaux, émanation de l'OCDE, site <http://www1.oecd.org/fatf/> (syntaxe particulière de l'adresse URL).
- 2 Die neue Insiderstrafnorm, L'EC 6/88, pp. 228 à 231. Corps de l'article en allemand avec résumé en français.
- 3 Il s'agissait en réalité d'assurer un dividende aussi constant que possible. Cette terminologie a résisté aux réformes du droit de la société anonyme et figure actuellement à l'art. 669 al. 3 CO dans sa teneur actuelle appelant une due prise en compte des intérêts des actionnaires. Cette conception de stabilisation des dividendes peut se comprendre dans l'op-

- tique d'assurer la stabilité de l'actionariat. Avec cette approche, l'investissement en actions dans une entreprise relève d'un choix pour le long voire le très long terme, ce qui signifie que les variations annuelles comptent moins que dans une logique d'un investissement monnayable rapidement.
- 4 Extrait de considérant 5 p. 453, référence complète ATF 118 Ib 448. On trouve les extraits les plus importants de cet arrêt sur le site internet du Tribunal fédéral (<http://www.bger.ch>). Cette référence figure dans la note marginale 3.1 pour l'art. 161 dans le Code pénal annoté, plusieurs auteurs, Bis et Ter Lausanne 1997. Cet arrêt sert aussi de référence au commentaire du ch. 3 de l'art. 161 CP dans José Hurtado Pozo, Droit pénal, partie spéciale I, Schulthess, Zurich, page 363 paragraphe 1335 (3<sup>ème</sup> édition: 1997).
  - 5 Voir site internet du Tribunal fédéral ([bger.ch](http://www.bger.ch)); considérant 4 de cet arrêt se référant au TEJUS. Cette affaire concerne une opération en options put sur une société cotée aux Etats-Unis.
  - 6 Citation extraite du rapport de gestion de la CFB pour 1999, page 172 dans la partie en français, à l'intérieur de la section 3 «Entraide administrative internationale en matière boursière». Disponible sur le site internet de la CFB (<http://www.cfb.admin.ch>).
  - 7 Citation extraite des documents de la Conférence de presse de la CFB du 26 avril 2000, disponible sur le site internet de la CFB. Il s'agit de l'exposé du Dr Urs Zulauf «Echange croissant d'informations entre la Commission fédérale des banques (CFB) et les Autorités étrangères de surveillance», point 6 page 4 du document en français.
  - 8 Editions Staempfli, Berne 1995. Cette réflexion sur l'information concerne l'article 72 du Règlement de cotation, à la portée plus large que l'article 161 CP. Néanmoins, les deux normes se réfèrent à une même problématique de base.
  - 9 Cette circulaire 2/98 est accessible sur le site internet de la BES, <http://www.swx.com>. Au registre du commerce: SWX Swiss Exchange à Zurich.
  - 10 Nous réitérons ici nos interrogations sur cette prise en compte de facteurs parfois irrationnels (les attentes des investisseurs) face au principe de garantie de l'égalité de traitement qui fonde notre ordre juridique suisse. C'est ainsi que cette question de l'égalité de traitement fait l'objet de précisions dans la brochure BES «Publicité événementielle». On y discute également de la difficile question des informations communiquées individuellement à certains organes de presse.
  - 11 Cette brochure est disponible sur le site internet de la BES, voir note 9.
  - 12 Editions Staempfli, Berne 1995. Voir pp. 19 et 20 op cit.
  - 13 Voir circulaire 2/98 de l'Instance d'admission, op cit.
  - 14 Voir José Hurtado Pozo, op cit p. 363 § 1336.
  - 15 On trouvera en particulier dans Dr Riccardo Sansonetti (L'Entraide administrative internationale dans la surveillance des marchés financiers, Schulthess, Zurich 1998; pour les citations ultérieures Sansonetti op cit) les explications nécessaires sur le contexte juridique de cette Convention ASB et son environnement bilatéral Suisse-USA (pages 294 à 308, chapitre 2). On trouvera également des renseignements sur des étapes antérieures au point de départ choisi par simple commodité dans le cadre de cette contribution.
  - 16 Dr Riccardo Sansonetti (L'Entraide administrative internationale dans la surveillance des marchés financiers, Schulthess, Zurich 1998), p. 304.
  - 17 Co-édité par l'Institut d'économie bancaire de l'Ecole des hautes études de Saint-Gall et l'Association suisse des banquiers à Bâle. Edition consultée: celle de 1988.
  - 18 Le fonctionnement de cette Convention ASB XVI sous l'angle juridique est présenté dans le même ouvrage mentionné dans la note précédente, mais dans une contribution signée Pierre-Alain Patry. Cette source complète celle de la note 15 qui traite du même sujet.
  - 19 Voir aussi Rapport de gestion 2003 de la CFB, page 99 (site internet: <http://www.cfb.admin.ch>).
  - 20 Voir aussi Rapport de gestion 2003 de la CFB, page 95.

## ZUSAMMENFASSUNG

## Insiderhandel – Anpassung der Strafbarkeit

Eine weitere schweizerische Eigenheit – wie seinerzeit die äusserst weit auslegbaren Mittel in der stillen Reserve – wird mit Ziff. 3, Art. 161 des *Schweizerischen Strafgesetzbuchs (StGB)* über die Strafbarkeit des Insiderhandels verschwinden, um die Gesetzgebung unseres Landes an internationale Standards anzupassen. So wird sich, vorbehaltlich unwägbarer Ereignisse, mit Inkrafttreten der vereinfachten Fassung des Gesetzestextes die Frage der Abwägung des «ähnlichen Sachverhalts von vergleichbarer Tragweite» in Zukunft nicht mehr stellen.

• Soll das Ziel der Anpassung erreicht werden, so muss im Gegenzug die Sanktionenordnung verschärft werden. Aber bereits jetzt treten neue Probleme zutage und die Kommentare der Schweizerischen Bankiervereinigung im Vernehmlassungsverfahren

(Ablauf am 15. April 2005) sind ein beredter Beweis hierfür.

Der vorliegende Artikel nähert sich aus dem Blickwinkel des Praktikers in Sachen Finanzmarktinformation dieser Frage; der Autor versucht sich also nicht an der anspruchsvollen Aufgabe der juristischen Abhandlung. Dies wäre verfrüht.

Seit der Einführung von Art. 161 StGB und seiner Strafandrohung bei Insiderhandel (am 1. Juli 1988) hat sich einiges geändert. Die Börsenmärkte haben sich weiterentwickelt. Die Rechtsgrundlage für die Aktiengesellschaft wurde mit dem neuen Rechnungslegungsrecht (am 1. Juli 1992 in Kraft getreten) revidiert und die Einführung des Anhangs (Art. 663b OR) hat die Berichtspflichten erheblich erweitert.

Es ist müssig, auf die zu erwartenden Neuerungen in der Börsenwelt unseres Kontinents hinzuweisen. Es zeichnet sich eine immer weitergehende Integration ab und wir werden noch über etliche Jahre ständige Veränderungen erleben.

Die Schweiz ist keine Insel. Sie entwickelt sich im Zuge dieser Veränderungen. Ihr Börsenrecht, Bankenrecht, Rechnungslegungsrecht und selbst ihr Steuerrecht bewegen sich im ganzen auf diese Harmonisierung zu. Letzten Endes werden nur wenige grundlegende Entscheidungen in kleinen Staaten gefällt. Aber ist das so neu? Angesichts der Beispiele der jüngeren Geschichte kann man diese Frage nur verneinen. Es kommt jetzt darauf an, sich unter den bestmöglichen Rahmenbedingungen anzupassen.

PR/CHW