

d'élément moral ne signifie pas pour autant qu'il faille interpréter cette disposition de telle sorte que tout initié primaire en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération de marché tombe automatiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés». La Cour rappelle ainsi que la directive envisage en son préambule plusieurs exemples de situations dans lesquelles le fait pour un initié d'effectuer une opération de marché ne devrait pas, en soi, constituer une «utilisation d'une information privilégiée»<sup>27</sup>; elle affirme alors que «la question de savoir si ladite personne a enfreint l'interdiction des opérations d'initiés doit être analysée à la lumière

(27) V. les § 56 à 60 de l'arrêt: sont notamment évoquées les opérations réalisées par des teneurs de marché (18<sup>e</sup> considérant de la directive «Abus de marché»), ou le lancement d'une OPA à un prix supérieur au cours de bourse par une société détenant des informations privilégiées sur la cible (29<sup>e</sup> considérant de la directive), ou la réalisation d'une opération de marché, qui suppose une décision préalable de la part de son auteur, ne pouvant être assimilée à l'utilisation d'une information privilégiée sur cette opération (question de «l'initiation sur soi-même» évoquée par le 30<sup>e</sup> considérant de la directive)...

de la finalité de cette directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées». La Cour de justice ne restreint donc pas à un motif impérieux la justification d'une opération réalisée par le détenteur d'une information privilégiée. C'est donc bien à la lumière de l'exigence d'égalité entre les investisseurs et de protection de ces derniers contre les utilisations d'informations privilégiées que seront appréciées ces justifications.

**17.** Gageons que ces considérations guideront la Commission des sanctions de l'AMF et les juridictions de recours dans l'appréciation future de la légitimité des opérations réalisées par un détenteur d'information privilégiée. Il sera alors intéressant de vérifier si le critère du motif impérieux susceptible d'avoir dicté les opérations sera maintenu, ou si les contours des faits justificatifs de l'opération d'initié s'ourleront d'une coloration s'inspirant de celle suggérée par la Cour de justice.

## Droit communautaire des sociétés

### La Cour de justice facilite la répression des opérations d'initiés en établissant une présomption réfragable d'utilisation indue de l'information privilégiée

Pierre-Henri Conac  
Professeur à l'Université du Luxembourg

*Le fait qu'une personne qui détient une information privilégiée acquiert ou cède, ou tente d'acquérir ou de céder, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a «utilisé cette information» au sens de l'article 2 de la directive Abus de marché, sous réserve du respect des droits de la défense et, en particulier, du droit de pouvoir renverser cette présomption.*

*L'avantage économique résultant d'une opération d'initié peut constituer un élément pertinent aux fins de la détermination d'une sanction effective, proportionnée et dissuasive. La méthode de calcul de cet avantage et, en particulier, la date ou la période à prendre en considération relèvent du droit national. Il n'y a pas lieu de prendre en considération, aux fins de l'appréciation du caractère effectif, proportionné et dissuasif de la sanction administrative, la possibilité et/ou le niveau d'une éventuelle sanction pénale ultérieure.*

Note sous Cour de justice de l'Union européenne 23 décembre 2009,  
C-4/08, *Spector Photo Group NV, Chris Van Raemdonck c/ Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA)*