

Rapport explicatif relatif à la modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (délits boursiers et abus de marché)

Condensé

Le délit d'initiés, la manipulation de cours, la violation de l'obligation de déclarer des participations et d'autres comportements abusifs sur le marché encore sont susceptibles d'agir sur les cours au point d'influencer le jeu de l'offre et de la demande. Une analyse des dispositions régissant les délits boursiers et les abus de marché a montré la nécessité de remanier la législation tant sur le plan matériel que sur le plan procédural. Dans l'ensemble, le présent projet renferme des normes plus maniables, qui sanctionnent efficacement les comportements fautifs sur le marché et tiennent compte de la réglementation internationale. Que ce soit en comparaison avec le droit actuel ou avec le droit européen, le projet propose de nombreuses nouveautés importantes qui auront des répercussions positives sur la réputation de la place financière suisse.

Le délit d'initiés est redéfini. En revanche, la manipulation de cours reste pratiquement inchangée. Tant le délit d'initiés que la manipulation de cours qui, dans le droit actuel, figurent dans le code pénal auront désormais leur place dans la loi sur les bourses. En cas d'infraction qualifiée, la manipulation de cours ainsi que le délit d'initiés seront considérés comme infractions préalables au blanchiment d'argent, conformément aux recommandations du GAFI et pour permettre à la Suisse de ratifier la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme.

Le projet propose en outre de désigner le Ministère public de la Confédération comme autorité de poursuite de tous les délits boursiers (délict d'initiés, manipulation de cours, violation de l'obligation de déclarer les participations) et le Tribunal pénal fédéral ainsi que le Tribunal fédéral comme autorités de jugement. En comparaison au droit actuel, une telle solution vise à simplifier la procédure de recours pénale.

L'interdiction relevant du droit de la surveillance des comportements manipulatoires nuisibles pour le marché des capitaux doit désormais également être applicable pour les non-assujettis. Les participants à la consultation sont invités à se prononcer sur la question de savoir si, dans le cadre de la surveillance générale des marchés financiers, toute transaction réelle relevant de la manipulation doit être interdite pour les non-assujettis ou si, dans le cadre de la surveillance élargie des

marchés financiers, l'interdiction doit se limiter à un certain nombre d'états de fait clairement définis.

En ce qui concerne la violation de l'obligation de déclarer des participations, la compétence de suspendre l'exercice du droit de vote sera transférée du juge civil à la FINMA et complétée par la possibilité d'interdire des achats supplémentaires. L'obligation de déclarer des participations s'applique déjà, selon le droit en vigueur, à tous les acteurs du marché. Là encore, il s'agit de mettre à disposition de la FINMA, dans le respect du principe de proportionnalité, des instruments de surveillance préventifs. L'amende prévue pour les personnes physiques sera alignée sur les montants des amendes figurant en général dans le droit boursier.

Quant à la suspension du droit de vote en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations en matière d'offres publiques d'acquisition (OPA), elle sera désormais du ressort de la Commission des OPA, qui possède depuis le 1^{er} janvier 2009 la compétence de rendre des décisions en première instance.

Table des matières

Condensé	1
1 Grandes lignes du projet	5
1.1 Contexte	5
1.1.1 Historique	5
1.1.2 Interventions parlementaires en suspens	6
1.1.2.1 Motion 06.3426/Révision totale des dispositions réprimant les délits d'initiés	6
1.1.2.2 Initiative 06.470/Délits boursiers (délits d'initiés et manipulation de cours). Durcissement des normes pénales	6
1.1.3 Définitions	6
1.1.4 Situation juridique actuelle et lacunes	7
1.1.4.1 Niveaux de réglementation et séparation stricte entre droit pénal et droit administratif	7
1.1.4.2 Opérations d'initiés (art. 161 CP)	8
1.1.4.3 Manipulation de cours (art. 161 ^{bis} CP)	9
1.1.4.4 Obligation de déclarer des participations (art. 20 LBVM)	10
1.1.4.5 Autorités compétentes	10
1.1.4.5.1 Autorités de poursuite pénale compétentes en matière de poursuite et de jugement des délits boursiers	10
1.1.4.5.1.1 Autorités cantonales de poursuite pénale	10
1.1.4.5.1.2 DFF	10
1.1.4.5.2 Autorité chargée de la répression des abus de marché	11
1.2 Lacunes	11
1.2.1 Lacunes matérielles	11
1.2.1.1 Délit d'initiés (art. 161 CP)	11
1.2.1.2 Manipulation de cours (art. 161 ^{bis} CP)	11
1.2.1.3 Obligation de déclarer des participations (art. 20 LBVM)	12
1.2.2 Compétences	12
1.2.2.1 Principes 12	
1.2.2.2 Compétence pénale en matière de poursuite et de jugement des délits boursiers	13
1.2.2.3 Autorité compétente pour suspendre l'exercice du droit de vote (art. 20, al. 4 ^{bis} , LBVM)	13
1.2.3 Régime d'application plus systématique pour les comportements interdits sur le marché	13
1.3 Limites d'une nouvelle réglementation	14
1.4 Solutions proposées	15
1.4.1 Réglementation matérielle	15
1.4.1.1 Manipulation de cours	15
1.4.1.1.1 Bien juridiquement protégé	15
1.4.1.1.2 Renonciation à une extension de l'infraction	15
1.4.1.1.3 Etat de fait qualifié	16

1.4.1.2	Délit d'initiés	17
1.4.1.2.1	Bien juridiquement protégé	17
1.4.1.2.2	Extension du cercle des auteurs et de l'objet de l'infraction	17
1.4.1.2.3	Information confidentielle susceptible d'influencer les cours	17
1.4.1.2.4	Délit d'initiés qualifié	17
1.4.1.3	Obligation de déclarer des participations	18
1.4.1.3.1	Compétence en matière de suspension du droit de vote	18
1.4.1.3.2	Instruments de surveillance	18
1.4.1.3.3	Amende selon l'art. 41 AP-LBVM	18
1.4.1.3.3.1	Amende pour personnes physiques	18
1.4.2	Place du délit d'initiés et de la manipulation de cours dans la systématique	19
1.4.3	Compétence en matière de poursuite pénale des délits boursiers	20
1.4.4	Extension de la surveillance des marchés financiers (surveillance générale ou surveillance élargie des marchés financiers)	21
1.4.4.1	Problématique	21
1.4.4.2	Variante A: surveillance générale des marchés financiers	22
1.4.4.3	Variante B : surveillance élargie des marchés financiers	22
1.4.4.4	Place dans la systématique et compétence	23
1.4.4.5	Instruments de surveillance	23
1.4.4.5.1	Principes	23
1.4.4.5.2	Sanctions et procédure	23
1.4.5	Suspension du droit de vote en matière d'offres publiques d'acquisition	24
1.5	Droit comparé et rapports avec le droit européen	25
1.5.1	Directive 2003/6/CE	25
1.5.2	Modèles de délimitation du droit administratif et du droit pénal dans les droits nationaux des Etats membres de l'UE	26
1.5.3	Infraction de la manipulation de marché en droit allemand	26
1.5.4	Renonciation à l'élargissement de l'état de fait pénal de la manipulation de cours	27
1.5.5	Renonciation à la prise en compte de toutes les transactions réelles	28
1.5.6	Interdiction du délit d'initiés	29
1.5.7	Personnes morales	29
1.5.8	Conclusion	30
2	Commentaire des articles	31
3	Conséquences	40
3.1	Conséquences pour la Confédération	40
3.2	Conséquences pour les cantons	41
3.3	Conséquences pour l'économie	41
Projet de modification de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (délits boursiers et abus de marché)		

1 Grandes lignes du projet

1.1 Contexte

1.1.1 Historique

Depuis 2002, deux infractions figurant dans le code pénal suisse du 21 décembre 1937 (code pénal; CP, RS 311.0), à savoir le délit d'initiés ou l'exploitation de la connaissance de faits confidentiels (art. 161 CP) et la manipulation de cours (art. 161^{bis} CP), ont été au cœur de nombreuses discussions juridiques et politiques. En bref, ces débats ont débouché sur les résultats suivants:

L'art. 161, al. 3, CP a été abrogé le 1^{er} octobre 2008¹. L'interdiction d'exploiter la connaissance de faits confidentiels a ainsi été étendue à tous les faits susceptibles d'influencer les cours boursiers. La révision s'est faite dans le sens de la motion du conseiller national Jossen-Zinsstag (02.3246), qui exigeait que la norme pénale sur le délit d'initiés s'applique également aux ventes de titres opérées avant l'annonce d'une chute des bénéfiques (avertissement sur les bénéfiques) dans le but d'éviter les effets d'une baisse de cours².

Le Groupe d'action financière (GAFI) avait révisé ses recommandations en 2003, afin notamment d'en étendre l'application au financement du terrorisme et aux activités extérieures au secteur financier. Ces recommandations intègrent depuis lors le délit d'initiés et la manipulation de cours dans le catalogue des infractions préalables au blanchiment d'argent. L'adoption de mesures en la matière est pour le surplus indispensable en vue de la ratification envisagée par la Suisse de la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme.

Cependant, comme de nombreuses questions se posent encore dans le domaine des délits boursiers et des abus de marché, le message sur la mise en œuvre de ces recommandations révisées du Groupe d'action financière ne traite pas de ces délits³. Le Conseil fédéral a chargé le Département fédéral des finances (DFF) et le Département fédéral de justice et police (DFJP) de réfléchir à une révision des délits boursiers et des abus de marché. Les examens réalisés ont montré qu'en raison de la complexité de la matière, il fallait qu'une commission d'experts passe en revue les problèmes liés aux délits boursiers et aux abus de marché et propose ses solutions. En outre, la refonte des art. 161 et 161^{bis} CP devait s'inscrire dans une analyse complète des dispositions de la législation suisse régissant les abus de marché.

Par conséquent, en date du 21 septembre 2007, le Conseil fédéral a chargé le DFF de nommer une commission d'experts. Cette commission instituée en octobre 2007 par le DFF a adopté son rapport le 29 janvier 2009. Le 1^{er} juillet 2009, le Conseil fédéral a mandaté le DFF d'élaborer un projet de consultation sur la base de ce rapport d'experts.

Les travaux menés ont conduit à examiner, selon le mandat du Conseil fédéral, l'introduction de l'amende administrative dans la surveillance élargie des marchés

¹ Abrogé par le ch. I de la LF du 20 mars 2008, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2008 (RO 2008 4501 4502; FF 2007 413).

² Voir le message du 8 décembre 2006 concernant la modification du code pénal suisse (suppression de l'art. 161, ch. 3, CP); FF 2007 413.

³ FF 2007 5927, 5932.

financiers, de même que l'introduction, en matière d'offres publiques d'acquisition (OPA), de dispositions analogues à celles sur la publicité des participations. Le projet inclut une comparaison juridique approfondie avec la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)⁴, sous l'angle des risques de réputation pour la place financière suisse.

1.1.2 Interventions parlementaires en suspens

1.1.2.1 Motion 06.3426/Révision totale des dispositions réprimant les délits d'initiés

La motion invite le Conseil fédéral, à qui elle a été transmise le 13 mars 2008, à procéder à une révision totale des art. 161 et 161^{bis} CP et à soumettre un projet dans ce sens à l'Assemblée fédérale. La révision des délits boursiers et des abus de marché faisant l'objet du présent projet met dûment en œuvre cette motion.

1.1.2.2 Initiative 06.470/Délits boursiers (délits d'initiés et manipulation de cours), Durcissement des normes pénales

Cette initiative parlementaire exige la suppression de l'art. 161, ch. 3, CP et une extension du comportement punissable selon l'art. 161^{bis} CP à toutes les manipulations de nature à influencer sur le comportement de l'offre ou de la demande. L'initiative n'a pas encore été traitée au Conseil national. La révision des délits boursiers et des abus de marché, qui fait l'objet du présent projet, tient pleinement compte de cette intervention, sachant que l'art. 161, ch. 3, CP a été abrogé au 1^{er} octobre 2008⁵.

1.1.3 Définitions

Le projet opère une distinction terminologique entre les notions de délit boursier et d'abus de marché.

La notion de délit boursier recouvre des états de fait à caractère pénal. En font partie l'exploitation de la connaissance de faits confidentiels (délict d'initiés; art. 161 CP, art. 44a AP-LBVM), la manipulation de cours (art. 161^{bis} CP, art. 44b AP-LBVM), ainsi que la violation de l'obligation de déclarer des participations (art. 20 et 41 LBVM⁶, art. 20 et 41 AP-LBVM).

La notion d'abus de marché porte également sur des comportements dont le caractère illicite nuit au bon fonctionnement du marché des capitaux, mais auxquels le droit pénal attribue une portée moindre. De tels comportements sont réprimés par l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) dans le cadre du droit de la surveillance (loi sur les bourses⁷, Circ.-FINMA 08/38 Règles de conduite sur le marché). Pour le surplus, dans le cadre de son activité d'autorégulation, la bourse (p. ex. SIX Swiss Exchange SA) s'est dotée de directives sur les abus de marché qui ont reçu l'aval de la FINMA. Les règles de surveillance s'appliquent exclusivement aux établissements surveillés par la FINMA (soit essentiellement des

⁴ JO L 096 du 12.04.2003, p. 16, modifié pour la dernière fois par la directive 2008/26/CE, JO L 81 du 20.03.2008, p. 42.

⁵ Abrogé par le ch. I de la LF du 20 mars 2008, entrée en vigueur le 1^{er} octobre 2008 (RO 2008 4501 4502; FF 2007 413).

⁶ RS 954.1.

⁷ Loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (RS 954.1).

négociants en valeurs mobilières), qui poursuit les manquements selon les règles de la loi fédérale du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative (PA; RS 172.021). En outre, les violations des règles de conduite sur le marché prescrites par les règlements boursiers peuvent entraîner des procédures de sanction initiées par les bourses à l'égard de ses participants (soit les négociants en valeurs mobilières).

La directive 2003/6/CE emploie les notions d'opérations d'initiés et de manipulations de marché. Elle astreint les Etats membres à prévoir le cas échéant des sanctions administratives. Les Etats membres restent toutefois libres de prévoir en outre des sanctions pénales (art. 14 de la directive 2003/6/CE).

1.1.4 Situation juridique actuelle et lacunes

1.1.4.1 Niveaux de réglementation et séparation stricte entre droit pénal et droit administratif

Le législateur suisse opère une distinction stricte entre les délits boursiers, qui constituent des infractions pénales, et les divers actes d'abus de marché, qui relèvent du droit administratif.

Le délit d'initiés et la manipulation de cours sont ancrés dans le code pénal (art. 161 et 161^{bis} CP) et font l'objet de sanctions pénales (peine pécuniaire, peine privative de liberté). Quant à l'obligation de déclarer des participations, elle figure dans la loi sur les bourses (art. 20 LBVM). Le cas échéant, des sanctions de droit pénal administratif sont prévues (amende; art. 41 LBVM).

Les dispositions régissant les abus de marché sont avant tout réglées au niveau de la loi (loi sur les bourses). Des prescriptions en la matière se trouvent également dans la réglementation (diverses circulaires) qu'a édictée la FINMA, en sa qualité d'autorité de surveillance des marchés financiers.

La loi sur les bourses charge par ailleurs la bourse de la surveillance du marché: elle a ainsi pour mission de surveiller la formation des cours, la conclusion et l'exécution des transactions, de sorte que l'exploitation de la connaissance d'un fait confidentiel, la manipulation de cours ou d'autres violations de dispositions légales puissent être détectées (art. 6, al. 1, LBVM). Lorsqu'elle soupçonne une violation de la loi ou d'autres irrégularités, la bourse l'annonce à la FINMA (art. 6, al. 2, LBVM), qui mène des investigations préliminaires et ouvre le cas échéant les procédures requises contre les assujettis. La FINMA dénonce à son tour les cas de soupçons d'infractions selon les art. 161 et 161^{bis} CP aux autorités cantonales de poursuite pénale. Les procédures de sanction de la bourse ne portent que rarement sur des cas d'abus de marché. En effet, comme tous les acteurs du marché boursier sont en même temps des négociants en valeurs mobilières, les procédures administratives de la FINMA occupent le premier plan. L'autorégulation de la bourse joue avant tout un rôle prépondérant dans la surveillance des marchés financiers en matière de négoce, mais la réglementation des comportements abusifs sur le marché est en premier lieu du ressort de la FINMA. Elle détermine pour les négociants en valeurs mobilières qui sont soumis à sa surveillance ce qui est considéré comme un comportement abusif

sur le marché⁸. La loi sur les bourses délègue à la FINMA la poursuite, au niveau du droit de la surveillance, de tels comportements (art. 6, al. 2, LBVM)⁹.

La palette des comportements qui relèvent du droit de la surveillance sont sanctionnés au niveau du droit administratif ou qui sont réprimés selon la procédure en vigueur de la bourse va bien au-delà des infractions de manipulation de cours et de délit d'initiés. Autrement dit, la FINMA et SIX Swiss Exchange SA règlent par voie de directives ou par des dispositions d'autoréglementation la plupart des comportements sur le marché des capitaux.

Les dispositions régissant les délits boursiers et les abus de marché forment un système complexe. Un fait peut très bien relever non seulement du droit pénal, mais également du droit de la surveillance, voire du droit civil (p. ex. dommages-intérêts, suspension du droit de vote). En pareil cas, il incombe à plusieurs autorités ou institutions d'examiner les violations d'une même disposition.

1.1.4.2 Opérations d'initiés (art. 161 CP)

C'est essentiellement en raison des difficultés en matière d'entraide judiciaire avec les Etats-Unis que l'art. 161 CP, entré en vigueur le 1^{er} juillet 1988, a été inscrit dans le code pénal.

Le bien juridique protégé par l'art. 161 CP est controversé. Il s'agit principalement du fonctionnement du marché suisse des capitaux, de l'égalité des chances entre les investisseurs et du devoir de fidélité des initiés à l'entreprise.

Le cercle des auteurs visés par le ch. 1 comprend des personnes de confiance de la société, ayant un accès privilégié à des informations (initié primaire). L'art. 161, ch. 2, CP punit le bénéficiaire du renseignement (initié secondaire), soit le tiers qui exploite pour obtenir un avantage pécuniaire des informations communiquées par un initié visé au ch. 1.

Comme objet de l'infraction, on trouve des valeurs mobilières, soit des actions, d'autres titres ou titres intermédiés correspondants de la société ou des options sur de tels titres, qui sont cotés à une bourse suisse au sens de l'art. 8 LBVM et ainsi officiellement négociables en bourse.

Les informations dont dispose l'initié désignent sa connaissance d'un fait confidentiel susceptible d'influencer les cours. Par fait, on entend un incident ou événement réel qui s'est produit dans le passé ou est en train de se produire et qui est susceptible d'être prouvé. Les projets ou intentions existants sont autant d'éléments de fait. Alors que les estimations, prévisions, spéculations, jugements de valeur, etc. ne sauraient être assimilés à des faits, les circonstances sur lesquelles reposent ces estimations, prévisions, etc. peuvent l'être. Des rumeurs, des présomptions ou soupçons s'avèrent en principe insuffisants. A propos des rumeurs, il convient toutefois de préciser que leur existence peut en soi être un fait susceptible d'être prouvé. En outre, une rumeur peut très bien reposer sur des faits tombant sous le coup du délit d'initiés. Un fait est confidentiel s'il n'est pas connu du public mais seulement d'un cercle restreint de personnes, qui disposent par là d'une information

⁸ Voir Circ.-FINMA 08/38 Règles de conduite sur le marché.

⁹ Il convient d'ajouter, à propos des transactions effectuées en bourse, que les bourses ne disposent pas des connaissances nécessaires sur les ayant droit économiques (clients). Seules les procédures des autorités de poursuite pénales et celle de la FINMA permettent d'élucider les délits boursiers et les comportements abusifs sur le marché en remontant jusqu'au client et au donneur d'ordre.

privé. La connaissance de ce fait doit être susceptible d'influencer notablement le cours des valeurs mobilières en question (incidence sur les cours).

L'acte réside dans l'exploitation par l'initié de l'information privilégiée qu'il possède lors de transactions de papiers-valeurs en bourse ou hors bourse. L'initié ayant porté une telle information à la connaissance d'un tiers est lui aussi punissable.

L'art. 161 CP est un délit matériel. L'auteur doit avoir obtenu pour lui-même ou pour un tiers un avantage pécuniaire (bénéfice ou perte évitée) directement imputable à l'utilisation de l'information privilégiée à laquelle il a eu accès en tant qu'initié.

Du point de vue subjectif, l'intention doit être donnée. Un initié qui aurait communiqué par négligence une information privilégiée n'est pas punissable.

1.1.4.3 Manipulation de cours (art.161^{bis} CP)

L'art. 161^{bis} CP, dont l'introduction remonte à la création de la loi sur les bourses, est en vigueur depuis le 1^{er} février 1997. La manipulation de cours fait elle aussi partie des normes introduites suite à un conflit judiciaire entre la Suisse et les Etats-Unis.

La confiance dans le caractère transparent, loyal et équitable du marché des capitaux figure au premier plan des biens juridiquement protégés.

La manipulation de cours est conçue comme délit de mise en danger abstrait, au sens d'un délit formel. Il s'agit d'un délit commun, que quiconque peut commettre.

L'objet de l'infraction est le cours de valeurs mobilières négociées en Suisse. Ce sont concrètement, selon l'art. 2, let. a, LBVM, les papiers-valeurs standardisés, susceptibles d'être diffusés en grand nombre sur le marché, les droits ayant la même fonction (droits-valeurs) et les dérivés.

L'acte délictueux consiste à diffuser de mauvaise foi des informations trompeuses (acte d'information; art. 161^{bis}, ch. 1, CP) ainsi qu'à effectuer des achats et des ventes fictives sur des valeurs mobilières (acte de transaction; art. 161^{bis}, ch. 2, CP). L'acte d'information requiert objectivement la diffusion d'informations trompeuses. L'acte de transaction comprend deux types d'opérations fictives: soit les achats et les ventes effectués sont imputés à la même personne, soit ils le sont à des personnes liées dans ce but. Ces deux formes d'opérations fictives ont pour point commun de simuler, par des pratiques concertées, des activités commerciales et des prix réalisés, alors même que d'un point de vue économique aucune transaction n'est effectuée. Sont concernées les *wash sales*¹⁰ et les *matched orders*¹¹. De tels agissements ne sont réprimés que si le prix est ainsi influencé. Autrement dit, on n'est pas en présence d'une manipulation de cours si le volume d'échanges simulé est le seul à avoir lieu à un niveau de prix donné.

¹⁰ Série de transactions où les parties sont identiques sur le plan économique, ce qui fait qu'au bout du compte l'ayant droit économique aux valeurs mobilières négociées ne change pas, tandis que les tiers externes aux transactions ont l'illusion qu'une activité commerciale a bien eu lieu avec des personnes qui n'ont pas été parties à la transaction.

¹¹ Plusieurs personnes agissant de concert coordonnent leurs transactions pour faire croire à une activité commerciale, alors même que d'un point de vue économique et en termes de résultats, les transactions effectuées se compensent. Les *matched orders* requièrent à la base au moins deux parties. Les procédés appelés *daisy chains* et *circular trading* sont des formes particulières de *matched orders* impliquant davantage que deux parties.

Du point de vue subjectif, l'intention doit être donnée. L'auteur doit avoir eu le dessein d'influencer notablement les cours et de se procurer un enrichissement illégitime.

1.1.4.4 Obligation de déclarer des participations (art. 20 LBVM)

L'art. 20 LBVM astreint les investisseurs à déclarer leurs participations dans des sociétés cotées. L'obligation de déclarer vaut pour tous les acteurs du marché. Cette disposition vise à informer le marché de l'évolution des positions importantes et à signaler aux entreprises ainsi qu'aux autres investisseurs, par une forme de système d'alerte précoce, en l'occurrence l'obligation de déclarer le franchissement de seuils, qu'une position très importante est en cours de constitution.

Sur demande de la FINMA, de la société ou de l'un de ses actionnaires, le juge peut ordonner la suspension pour cinq ans au plus du droit de vote d'une personne ayant acquis ou aliéné une participation en violation de l'obligation de déclarer (art. 20, al. 4^{bis}, LBVM).

La loi sur les bourses prévoit des sanctions de droit pénal administratif en cas de violation de l'obligation de déclarer des participations (amende; art. 41 LBVM).

1.1.4.5 Autorités compétentes

1.1.4.5.1 Autorités de poursuite pénale compétentes en matière de poursuite et de jugement des délits boursiers

1.1.4.5.1.1 Autorités cantonales de poursuite pénale

La poursuite et le jugement des infractions visées à l'art. 161 et 161^{bis} CP sont du ressort des autorités cantonales de poursuite pénale. La procédure est régie par les dispositions des lois cantonales (art. 338 en relation avec les art. 336, 339 et 346 CP). Les décisions de la dernière instance cantonale peuvent faire l'objet d'un recours auprès du Tribunal fédéral (art. 80, al. 1, LTF¹²). La bourse et la FINMA portent plainte auprès des autorités cantonales de poursuite pénale. La procédure pénale est caractérisée par l'interdiction de contraindre une personne à fournir des preuves contre elle-même (principe *nemo tenetur*; art. 6, ch. 1, CEDH¹³).

1.1.4.5.1.2 DFF

Le DFF est l'autorité de poursuite et de jugement en cas de violation de l'obligation de déclarer (art. 50, al. 1, LFINMA¹⁴ en relation avec les art. 20 et 41 LBVM). La procédure est régie par la loi fédérale du 22 mars 1974 sur le droit pénal administratif¹⁵. L'interdiction de contraindre une personne à fournir des preuves contre elle-même vaut de manière impérative (art. 2 DPA).

Quiconque est touché par un prononcé pénal ou par un prononcé de confiscation peut demander à être jugé par le Tribunal pénal fédéral (art. 50, al. 2, LFINMA). Si le jugement par le tribunal a été demandé (art. 70, al. 1 et 2, DPA), l'infraction relève de la juridiction fédérale. Dans ce cas, le DFF dépose le dossier auprès du Ministère public de la Confédération, qui le transmet au Tribunal pénal fédéral. Le

¹² Loi du 17 juin 2005 sur le Tribunal fédéral (LTF; RS 173.110).

¹³ Convention du 4 novembre 1950 de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (RS 0.101).

¹⁴ Loi fédérale du 22 juin 2007 sur l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (loi sur la surveillance des marchés financiers; RS 956.1).

¹⁵ Loi fédérale du 22 mars 1974 sur le droit pénal administratif (RS 313.0).

renvoi pour jugement tient lieu d'accusation. Les art. 73 à 82 DPA régissant la procédure judiciaire sont applicables par analogie (art. 50, al. 2, LFINMA). Un recours en matière pénale peut être formé auprès du Tribunal fédéral contre la décision du Tribunal pénal fédéral (art. 78 ss LTF). Lorsqu'une affaire pénale relève à la fois de la compétence du DFF, en vertu du droit pénal administratif, et de la juridiction fédérale ou cantonale, en vertu du droit pénal général, le DFF peut ordonner la jonction des procédures devant l'autorité de poursuite pénale déjà saisie de l'affaire, pour autant qu'il existe un rapport étroit entre les deux procédures, que l'affaire ne soit pas pendante auprès du tribunal appelé à juger et que la jonction ne retarde pas indûment la procédure pendante (art. 51 LFINMA).

1.1.4.5.2 Autorité chargée de la répression des abus de marché

Les prescriptions régissant l'abus de marché visent les assujettis à la surveillance des marchés financiers (art. 3 LFINMA).

La procédure devant la FINMA est régie par les dispositions de la loi fédérale du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative (PA; RS 172.021; voir aussi l'art. 53 LFINMA). La FINMA édicte ses prescriptions et ses sanctions administratives sous la forme d'une décision (art. 5 PA). Les décisions de la FINMA peuvent être déferées au Tribunal administratif fédéral (art. 47, al. 1, let. b, PA; art. 31 à 34 LTFAF). Le Tribunal fédéral statue en dernière instance (art. 82 ss LTF). A la différence de la procédure pénale et de la procédure pénale administrative, le droit administratif astreint les parties à collaborer à la constatation des faits durant la procédure (art. 13 PA).

1.2 Lacunes

1.2.1 Lacunes matérielles

1.2.1.1 Délit d'initiés (art. 161 CP)

Une analyse de l'interdiction actuelle d'exploiter la connaissance de faits confidentiels ainsi que de la punissabilité du délit d'initiés montre qu'il serait souhaitable de préciser l'objet de l'infraction et les actes punissables. A titre d'exemple, le principe en vigueur pour déterminer le cercle des auteurs est qu'il faut remplir les qualités visées à l'art. 161, ch. 1, CP pour en faire partie. Autrement dit, un actionnaire qui aurait connaissance d'une information d'initiés, qui s'en servirait et obtiendrait ainsi un avantage pécuniaire ne serait pas inquisiteur, faute d'avoir le profil visé à l'art. 161, ch. 1, CP. De même, une personne qui exploite à son avantage ou divulgue à un tiers un fait confidentiel susceptible d'influencer les cours dont elle a eu connaissance par hasard n'est pas punissable. Globalement, la norme pénale est définie trop étroitement, sans justification objective.

Pour tenir compte des recommandations du GAFI et permettre à la Suisse de ratifier la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, il faudrait en outre que les opérations d'initiés soient considérées comme infractions préalables au blanchiment d'argent (art. 305^{bis} CP), ce qui n'est pas le cas aujourd'hui.

1.2.1.2 Manipulation de cours (art. 161^{bis} CP)

Globalement, l'art. 161^{bis} CP pêche par sa formulation trop restrictive par rapport à la directive européenne abus de marché. Ainsi, cette norme pénale ne prend pas en

compte les transactions réelles avec arrière-plan manipulateur¹⁶. Sont considérées comme transactions réelles le *ramping/capping/pegging*¹⁷, le *squeezing/cornering*¹⁸, le *spoofing*¹⁹, le *front running* et le *parallel running*²⁰ ainsi que le *scalping*²¹. Or en matière de manipulation de cours, il importe de se demander si par souci d'efficacité, l'interdiction pénale ne devrait pas être étendue à toute distorsion de cours nuisant au bon fonctionnement du marché des capitaux. Une comparaison avec la directive 2003/6/CE et les systèmes juridiques nationaux des Etats membres de l'UE montre d'ailleurs que les transactions réelles relevant de la manipulation de cours²² sont le plus souvent prohibées par le droit administratif.

Pour tenir compte du projet relatif aux recommandations du GAFI et permettre à la Suisse de ratifier la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, il faudrait aussi inscrire la manipulation de cours dans le catalogue des infractions préalables au blanchiment d'argent (art. 305^{bis} CP). Selon le droit en vigueur, la manipulation de cours n'est pas un crime et n'est donc pas considérée comme infraction préalable au blanchiment d'argent.

1.2.1.3 Obligation de déclarer des participations (art. 20 LBVM)

La version actuelle de cet article est entrée en vigueur le 1^{er} décembre 2007²³. La réglementation matérielle sur l'obligation de déclaration des participations s'avère complète en comparaison internationale. En outre, l'ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers du 25 octobre 2008 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la FINMA sur les bourses, OBVM-FINMA; RS 954.193) a été révisé pour la dernière fois le 1^{er} janvier 2009 concernant l'obligation de déclarer. D'où l'importance d'acquérir une expérience suffisante avec la nouvelle réglementation avant toute nouvelle révision de l'art. 20 LBVM.

1.2.2 Compétences

1.2.2.1 Principes

La faiblesse du système actuel de poursuite et de jugement des délits boursiers et des abus de marché réside dans la complexité de l'organisation des autorités

¹⁶ Sont réputées transactions réelles avec arrière-plan manipulateur: *ramping/capping/pegging*, *squeezing/cornering*, *spoofing*, *front running* ou *parallel running*, ainsi que *scalping* (voir notes 17-21).

¹⁷ Distorsion des liquidités et des prix en provoquant consciemment un excédent d'ordres de ventes ou d'achats.

¹⁸ Création de grosses positions dans l'intention de rétrécir le marché.

¹⁹ Placement d'ordres fictifs pour des gros blocs dans le système de négoce dans l'intention de les supprimer immédiatement.

²⁰ Le gérant d'un dépôt de valeurs mobilières réalise des affaires personnelles dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, en exploitant la connaissance d'ordres confidentiels de clients.

²¹ Recommandation publique d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, sans avoir communiqué publiquement de la même manière, au préalable ou en relation immédiate avec cette recommandation, la possession en propre de telles valeurs, d'instruments financiers dérivés relatifs à ces valeurs ou de positions courtes (*short positions*) correspondantes.

²² Voir notes 16-21.

²³ Le Parlement a modifié l'art. 20 LBVM lors des délibérations relatives à la loi sur la surveillance des marchés financiers (RO 2007 5291).

compétentes telle qu'elle figure dans le droit actuel, ainsi que dans le fait que les procédures administrative, de droit pénal administratif et pénale sont menées en parallèle.

1.2.2.2 Compétence pénale en matière de poursuite et de jugement des délits boursiers

Tout d'abord, le régime de compétence pour la poursuite pénale et pour le jugement des délits boursiers est problématique. Plusieurs autorités sont ici compétentes (DFP, autorités cantonales et tribunaux). Ensuite, la procédure n'est pas réglée de manière uniforme. D'un côté, la poursuite et le jugement des délits d'initiés ou des manipulations de cours sont régis par les procédures prévues dans les différentes lois cantonales. De l'autre, les violations de l'obligation de déclarer des participations sont poursuivies et jugées selon les dispositions du droit pénal administratif.

Il s'agit donc de trouver un régime de compétences à la fois plus efficace et uniforme dans une optique d'économie de procédure, qui ait des effets positifs sur la durée totale de la procédure et qui permette aux autorités compétentes de réagir rapidement. Avec des procédures plus brèves, les interdictions de manipulation de cours, de délit d'initiés et de violation de l'obligation de déclarer seraient mieux respectées, améliorant d'autant la qualité de la place financière suisse. Enfin, les frais de procédure des acteurs impliqués diminueraient au passage.

1.2.2.3 Autorité compétente pour suspendre l'exercice du droit de vote (art. 20, al. 4^{bis}, LBVM)

L'art. 20, al. 4^{bis}, LBVM, selon lequel le juge civil est compétent pour suspendre le droit de vote d'une personne ayant acquis ou aliéné des participations en violation de l'obligation de déclarer, ne convient guère pour les raisons suivantes.

Pour que le juge civil puisse prendre une décision en toute connaissance de cause, il attendra généralement les résultats de l'enquête de la FINMA. Or expérience à l'appui, les enquêtes de la FINMA durent six à douze mois. Dans l'intervalle, la personne ayant enfreint l'obligation de déclarer aura pu voter, voire dans le pire des cas prendre le contrôle de la société, rendant obsolète la suspension du droit de vote. Autrement dit, le statu quo de la société n'est pas garanti pendant la procédure de suspension du droit de vote, ce qui a des répercussions sur son activité économique.

1.2.3 Régime d'application plus systématique pour les comportements interdits sur le marché

L'interdiction de certains comportements sur le marché vise à garantir le bon fonctionnement du marché et la protection des investisseurs (égalité des chances). Certains comportements perturbent davantage le fonctionnement du marché que d'autres.

Selon le droit en vigueur, il est contesté de savoir si les règles de comportement sur le marché édictées par la FINMA et les instruments de surveillance correspondants inscrits dans la loi sont également applicables aux acteurs du marché. Afin que de tels régimes d'interdiction aient l'effet protecteur recherché pour le marché et les investisseurs, ils doivent toutefois s'appliquer à tous les participants actifs du marché des capitaux, ce qui est la seule manière d'en assurer l'application systématique. D'où la nécessité de mettre à disposition de la FINMA des instruments dissuasifs de surveillance préventive, dans le respect du principe de proportionnalité à l'égard des acteurs du marché.

1.3

Limites d'une nouvelle réglementation

A propos de la réglementation du droit pénal économique, il convient de relever que de façon générale et au niveau international également, il existe un champ de tension entre droit pénal et droit administratif. Les diverses obligations d'agir des acteurs du marché et les manquements prescrits font, comme déjà mentionné, l'objet de normes tant pénales que de droit administratif (code pénal, loi sur les bourses, directives de la FINMA, autorégulation). Cela tient notamment au fait qu'en négoce boursier, la délimitation entre les comportements pénalement punissables ou non se fonde souvent non pas sur des critères extérieurs, mais seulement sur la présence ou non d'une intention bonne ou mauvaise. Il s'avère ainsi complexe de réglementer les délits boursiers et les abus de marché.

Les procédures relatives aux délits boursiers et aux comportements abusifs sur le marché sont en outre longues et complexes par nature. L'examen de tels comportements requiert une expertise dans le domaine économique comme en droit économique. Et compte tenu des exigences élevées en matière de preuve de la procédure pénale, il est difficile de façon générale de prouver dans une telle procédure un délit boursier.

Le droit pénal criminalise des comportements qui sont particulièrement répréhensibles et qui de ce fait doivent être sanctionnés par une peine criminelle. Les exigences de clarté et de précision de l'incrimination (*nulla poena sine lege*) sont élevées en droit pénal (art. 1 CP). Ce principe figure dans la Constitution et prévoit que seuls peuvent être sanctionnés des comportements expressément décrits dans la loi. La question de savoir s'il y a lieu de réprimer plus sévèrement les infractions existantes ou d'en créer de nouvelles dépend de la punissabilité de tel ou tel comportement. Dès lors qu'un comportement n'est pas pénalement répréhensible, le législateur doit créer d'autres dispositions pour dissuader de manière ciblée et efficace les acteurs du marché d'agir de cette façon. Conformément au principe de proportionnalité, il faut trouver une réglementation adéquate pour dissuader de manière ciblée, efficiente et efficace de commettre les actes prohibés. Il s'agit d'éviter que des comportements ne soient inscrits dans le code pénal non pas en vertu de leur caractère répréhensible, mais avant tout par souci d'obtenir par là un effet dissuasif. Autrement dit, les propositions de redéfinir sur le plan matériel les infractions pénales que sont la manipulation de cours et le délit d'initiés doivent reposer sur un examen minutieux du caractère répréhensible et de la punissabilité de tels comportements. Il est important de souligner que le droit de la surveillance permet également de décourager les comportements interdits et a donc également un effet dissuasif.

Il convient pour le surplus de signaler les difficultés de distinguer, dans la réglementation du négoce boursier, entre le soutien des cours qui est légal et les comportements prohibés relevant de la manipulation du marché. Si une telle délimitation était réglée exclusivement au niveau du droit pénal, il faudrait limiter les éléments constitutifs de l'infraction par des réglementations complémentaires (*accepted market practices*, pratiques de marché considérées comme admissibles), pour éviter que des pratiques conformes au marché ne tombent sous le coup de la loi. Or un système aussi compliqué serait contraire à l'esprit de la réglementation, qui vise à l'efficacité et à l'efficacité, et s'écarterait des principes du législateur suisse.

Dans l'optique d'une redéfinition des compétences des autorités, il faut se rappeler qu'il est interdit, dans une procédure de droit pénal ou de droit pénal administratif, de contraindre une personne à fournir des preuves contre elle-même; l'accusé a le droit de se taire (art. 6 CEDH²⁴). En revanche, les parties sont tenues de collaborer dans les procédures relevant du droit de la surveillance (art. 13 PA²⁵). A ce titre, elles sont notamment tenues de renseigner, de remettre des pièces ainsi que de se prêter à des inspections oculaires. Les renseignements obtenus dans la procédure de surveillance sur la base du devoir de collaborer ne peuvent toutefois pas être exploités dans une procédure pénale (interdiction d'exploiter des renseignements dans un procès pénal).

Compte tenu des principes susmentionnés, le projet expose une réglementation de droit matériel et de droit procédural conçue pour que la majorité des acteurs du marché qui agissent correctement ne subissent pas des coûts inutiles. Il doit toutefois leur être clairement signalé qu'un comportement non conforme au droit n'en vaut pas la peine, puisque les autorités compétentes sont en mesure de le poursuivre et de le sanctionner avec l'efficacité requise.

1.4 Solutions proposées

1.4.1 Réglementation matérielle

1.4.1.1 Manipulation de cours

1.4.1.1.1 Bien juridiquement protégé

Les biens juridiquement protégés par l'interdiction de manipulation de cours sont le bon fonctionnement du marché des capitaux et la protection des investisseurs, par le biais de la garantie de l'égalité des chances entre les investisseurs.

1.4.1.1.2 Renonciation à une extension de l'infraction

Une analyse approfondie amène à la conclusion que pour la manipulation de cours, il faut renoncer à inscrire dans le droit pénal, au-delà du champ d'application actuel, les transactions réelles effectuées avec un arrière-plan manipulateur²⁶. De telles techniques de marché n'ont pas leur place à l'avenir non plus dans le droit pénal, parce que leur degré d'illicéité ou leur caractère nuisible au bon fonctionnement du marché a beau être réel, il ne joue qu'un rôle secondaire en droit pénal.

L'état de fait pénal figurant dans le présent projet abandonne toutefois, par rapport au droit en vigueur, l'exigence que l'enrichissement présente un caractère illégitime. Un tel critère est objectivement inopportun, car pour être illégitime, un avantage pécuniaire doit être contraire au droit non pénal. Or comme la législation suisse ne prévoit aucune disposition indiquant quand un avantage pécuniaire obtenu suite à une manipulation de cours serait légal ou non, cette exigence manque sa cible. Dans le droit en vigueur, la nécessité de limiter l'infraction au cas d'enrichissement illégitime était justifiée par la possibilité d'exclure de cette manière du champ d'application les mesures visant à soutenir légalement le cours. Mais comme dans la version proposée la manipulation de cours n'inclut pas les activités légales de soutien du cours, l'argument n'est plus pertinent. L'abandon de la notion

²⁴ Convention du 4 novembre 1950 de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (RS 0.101).

²⁵ Loi fédérale du 20 décembre 1968 sur la procédure administrative (RS 172.021).

²⁶ Voir notes 16-21.

d'illégitimité de l'avantage pécuniaire renforce la sécurité du droit. En effet, il met fin aux conflits d'interprétation que soulève dans le droit actuel l'exigence du caractère illégitime.

Le régime en vigueur réprime et sanctionne au niveau du droit de la surveillance et pour les assujettis, soit dans la circulaire FINMA 08/38 Règles de conduite sur le marché, les transactions réelles avec arrière-plan manipulateur²⁷ ne constituant pas des infractions pénales. Des mesures administratives permettent de protéger de manière efficiente et efficace le bon fonctionnement du marché et les investisseurs face aux manipulations de cours. Car une procédure administrative est plus rapide et plus efficiente qu'une procédure pénale et comporte des exigences moins élevées en matière de preuve. En outre, les sanctions de droit administratif peuvent être prononcées indépendamment des éléments subjectifs de l'infraction. Un tel régime réduit les difficultés de preuve que présente en particulier la manipulation de cours.

Comme les transactions réelles²⁸ à caractère manipulateur nuisent indiscutablement au bon fonctionnement du marché des capitaux, de tels comportements doivent être proscrits pour tous les acteurs du marché au niveau du droit de la surveillance (surveillance générale des marchés financiers voir ch. 1.4.4.2). Selon les recommandations de la commission d'experts, seules certaines de ces transactions réelles à caractère manipulateur, soit la manipulation des volumes²⁹, le *front running* et le *parallel running*³⁰ ainsi que le *scalping*³¹ doivent être interdites pour les non-assujettis au niveau du droit de la surveillance (surveillance élargie des marchés financiers, voir ch. 1.4.4.3). Il en découle une divergence par rapport au droit européen. C'est pourquoi les participants à la consultation sont invités à exprimer leur préférence entre ces deux variantes (voir à ce propos, ch. 1.4.4.1, 1.5.5 et 1.5.8).

1.4.1.1.3 Etat de fait qualifié

L'infraction de base est toujours rangée parmi les délits. En outre, pour tenir compte du projet relatif aux recommandations du GAFI et permettre à la Suisse de ratifier la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, le projet prévoit une forme qualifiée de la manipulation de cours, érigée en crime. De cette manière, la manipulation de cours qualifiée, qui doit procurer un avantage pécuniaire notable, peut constituer une infraction préalable au blanchiment d'argent (art. 305^{bis} CP).

²⁷ Voir notes 16-21.

²⁸ Voir notes 16-21.

²⁹ La manipulation des volumes comprend les *wash sales* et les *improper matched orders* (voir notes 10 et 11), au cas où ils n'ont pas été entrepris dans l'intention d'influencer les cours.

³⁰ Le gérant d'un dépôt de valeurs mobilières réalise des affaires personnelles dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, en exploitant la connaissance d'ordres confidentiels de clients.

³¹ Recommandation publique d'achat ou de vente de valeurs mobilières dans le dessein d'obtenir un avantage pécuniaire, sans avoir communiqué publiquement de la même manière, au préalable ou en relation immédiate avec cette recommandation, la possession en propre de telles valeurs, d'instruments financiers dérivés relatifs à ces valeurs ou de positions courtes (*short positions*) correspondantes.

1.4.1.2 Délit d'initiés

1.4.1.2.1 Bien juridiquement protégé

Les biens juridiquement protégés par le nouvel état de fait constitutif du délit d'initiés sont le bon fonctionnement du marché des capitaux et la protection des investisseurs par le biais de la garantie de l'égalité des chances entre les investisseurs.

L'obligation de fidélité envers son entreprise, dans laquelle l'opinion dominante voit un autre bien juridiquement protégé par le délit d'initiés sous sa forme actuelle, s'avère en revanche inadéquate. En cas de délit d'initiés, l'auteur doit être puni non pas parce que son comportement marque une rupture de confiance vis-à-vis de l'entreprise, mais parce que son action dérègle le fonctionnement du marché des capitaux et remet en cause l'égalité des chances entre les investisseurs.

1.4.1.2.2 Extension du cercle des auteurs et de l'objet de l'infraction

Selon le nouveau principe servant à déterminer le cercle des auteurs, tout un chacun en fait partie dès lors qu'il a connaissance d'une information d'initiés. Des qualités spécifiques au sens du droit en vigueur (art. 161, ch. 1, CP) ne sont plus exigées. Le projet distingue entre les initiés primaires, les initiés secondaires et les personnes apprenant par hasard une information confidentielle. Seules les personnes physiques et non les personnes morales entrent en ligne de compte.

Les objets de l'infraction sont des valeurs mobilières cotées en Suisse ou des instruments financiers dérivés relatifs à ces valeurs au sens de l'art. 2, let. a, LBVM. En font également partie les transactions d'instruments financiers dérivés non standardisés (produits OTC). Tous les dérivés relatifs à des valeurs mobilières cotées seront ainsi pris en compte.

1.4.1.2.3 Information confidentielle susceptible d'influencer les cours

Désormais, les informations d'initiés tombant sous le coup du droit pénal ne sont plus des *faits* mais des *informations* confidentielles susceptibles d'influencer les cours. Ce changement n'entraîne pas d'extension matérielle du champ d'application de la norme pénale (voir plus haut, ch. 1.1.4.2). Le droit suisse s'adapte ainsi à la terminologie usuelle sur le plan international. Les Etats membres de l'UE (p. ex. l'Allemagne) emploient la notion d'information, conformément à la directive 2003/6/CE. Il est désormais également question d'information à propos de l'infraction de manipulation de cours (art. 161^{bis} CP).

1.4.1.2.4 Délit d'initiés qualifié

L'infraction de base est toujours rangée parmi les délits. En outre, pour tenir compte du projet relatif aux recommandations révisées du GAFI et permettre à la Suisse de ratifier la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme, le projet prévoit une forme qualifiée de délit d'initiés, érigée en crime. De cette manière, le délit d'initiés qualifié, qui doit procurer un avantage pécuniaire substantiel, peut constituer une infraction préalable au blanchiment d'argent (art. 305^{bis} CP).

1.4.1.3 Obligation de déclarer des participations

1.4.1.3.1 Compétence en matière de suspension du droit de vote

Afin de réduire le nombre des autorités saisies en relation avec la suspension du droit de vote et d'assurer le statu quo de la société pendant la procédure, ainsi que pour des raisons d'économie de procédure, le projet prévoit que la FINMA – qui, selon le droit en vigueur, est déjà compétente en matière d'infraction à l'obligation de déclarer des participations – le soit aussi en matière de suspension du droit de vote. La suspension du droit de vote dans les procédures ouvertes pour infraction à l'obligation de déclarer des participations deviendra ainsi un instrument de surveillance de la FINMA.

1.4.1.3.2 Instruments de surveillance

En matière de droit de surveillance, le droit en vigueur prévoit déjà que l'obligation de déclarer des participations vaut pour tous les acteurs du marché (assujettis ou non), car toute violation de cette obligation comporte un risque élevé de dysfonctionnement du marché des capitaux et pour la protection des investisseurs.

Si l'obligation de déclarer des participations est enfreinte par un non-assujetti, il est controversé de savoir si la FINMA dispose des instruments de surveillance de la loi sur la surveillance des marchés financiers. Pourtant, si l'on veut que cette obligation – dont nous venons de voir qu'elle vaut pour tous les acteurs du marché – puisse être appliquée uniformément sur le marché des capitaux et qu'un même comportement fautif soit puni par une même sanction (*level playing field*), la FINMA doit incontestablement avoir la possibilité de prendre des sanctions efficaces, respectant le principe de proportionnalité, également dans les procédures ouvertes contre des non-assujettis.

Compte tenu de ce principe et sur le modèle de la LFINMA, le projet prévoit plusieurs instruments de surveillance dans les procédures concernant des non-assujettis: l'obligation de renseigner, l'annonce de l'ouverture d'une procédure, la décision en constatation, la publication de la décision et la confiscation du gain.

De plus, afin de protéger durablement le statu quo de la société et empêcher que la suspension du droit de vote puisse être contournée par l'achat de nouvelles participations, la FINMA doit avoir la possibilité de prononcer également, en cas de suspension du droit de vote, une interdiction d'achat.

1.4.1.3.3 Amende selon l'art. 41 AP-LBVM

1.4.1.3.3.1 Amende pour personnes physiques

Comme déjà relevé, la violation de l'obligation de déclarer des participations est aussi un délit boursier. Ainsi, le droit en vigueur prévoit qu'en cas d'infraction aux obligations de déclarer selon les art. 20 et 31 LBVM, le DFF peut sanctionner les personnes physiques par une amende au terme d'une procédure de droit pénal administratif (art. 41, al. 1, let. a, LBVM et art. 50 LFINMA ; voir ch. 1.1.4.5.1.2 et 1.2.2.2). A l'avenir, l'amende devrait être prononcée par le Tribunal pénal fédéral (voir ch. 1.4.3).

Le calcul de l'amende selon l'art. 41, al. 2, LBVM donne des montants qui ne sont que difficilement applicables dans la pratique, parce que difficilement calculables et

dépassant généralement la capacité patrimoniale de la personne sanctionnée³². C'est pourquoi il est proposé, si l'infraction a été commise intentionnellement, que le montant maximal de l'amende corresponde à celui des amendes généralement prévues par le droit boursier (art. 42 et 42a LBVM). Il en va de même pour les infractions commises par négligence (art. 41, al. 3, AP-LBVM): le montant maximal de l'amende selon le droit en vigueur sera aussi adapté à celui des amendes généralement prévues dans la loi sur les bourses.

1.4.2 Place du délit d'initiés et de la manipulation de cours dans la systématique

Le projet prévoit que les normes pénales relatives au délit d'initiés et à la manipulation de cours figurent à l'avenir dans la loi sur les bourses. L'obligation de déclarer des participations et les dispositions pénales y relatives resteront en outre inscrites dans cette même loi.

On compte au nombre des sources du droit pénal fédéral non seulement le code pénal, mais encore de nombreuses autres lois fédérales, comme la loi sur les bourses, qui régit un domaine particulier et contient aussi des dispositions pénales (droit pénal accessoire). Dans la mesure où elles reposent sur les compétences de la Confédération en matière de droit pénal, ces dispositions accessoires ont la même force juridique que les dispositions du code pénal.

Une systématique des lois bien conçue exige que toutes les dispositions – donc y compris les dispositions pénales – régissant un domaine donné soient inscrites dans la loi qui est en rapport le plus étroit avec le domaine concerné. Or, selon son art. 1, la loi sur les bourses règle les conditions permettant de créer et d'exploiter des bourses, ainsi que d'exercer à titre professionnel le commerce des valeurs mobilières, afin de garantir aux investisseurs transparence et égalité de traitement. Outre cette protection des investisseurs, la loi sur les bourses vise principalement à assurer le bon fonctionnement du marché des capitaux (protection du marché). Ce but de la loi découle du constat que le bon fonctionnement des bourses de valeurs mobilières présente un intérêt évident en termes d'économie nationale, en ceci que les bourses, par le jeu des cours, orientent les capitaux vers les émetteurs qui les utilisent le plus efficacement et sont donc assez attrayants aux yeux des investisseurs pour pouvoir lever des fonds sur le marché des capitaux. Selon la théorie du marché des capitaux, le marché est réputé fonctionner efficacement quand les cours de la bourse reflètent à tout moment l'intégralité des informations disponibles. Sur un marché informé, les prix se stabilisent d'eux-mêmes à un «juste niveau», reflet de l'ensemble des informations (symétrie des informations). L'autorité de surveillance doit donc veiller, entre autres, à ce que soient garanties la transparence, l'information et l'égalité de traitement des acteurs du marché. De plus, le système de protection doit empêcher que la banqueroute d'un acteur ne déclenche une réaction en chaîne sur les marchés financiers et ne les paralyse. La loi sur les bourses a aussi pour but de protéger l'investisseur, mais non pas en sa qualité de détenteur de créances, ni contre le risque de cours. La loi vise plutôt à protéger les négociants, émetteurs et investisseurs contre les manœuvres frauduleuses, telles que les opérations d'initiés ou les manipulations de cours. Cette protection des investisseurs est de nature à renforcer leur confiance dans l'intégrité et le fonctionnement régulier des marchés financiers,

³² L'amende ne peut dépasser le double du prix des acquisitions et des ventes. Elle se calcule selon l'écart entre les parts nouvelles dont dispose la personne tenue de les déclarer et le dernier seuil qu'elle avait déclaré (art. 41, al. 2, LBVM).

les ingrédients de base de cette confiance étant la transparence et l'égalité de traitement.

Le rapport étroit existant entre les infractions de délit d'initiés et de manipulation de cours et la législation boursière, de même que la correspondance entre les biens juridiques protégés par les normes pénales concernées et les buts de cette législation, parle en faveur du règlement de ces infractions dans la loi sur les bourses. Le règlement des délits boursiers dans la loi sur les bourses permettra en outre de s'appuyer sur une terminologie bien définie.

1.4.3 Compétence en matière de poursuite pénale des délits boursiers

Le projet propose que la poursuite de tous les délits boursiers soit du ressort du Ministère public de la Confédération et leur jugement de celui du Tribunal pénal fédéral, puis, en dernière instance, du Tribunal fédéral (recours en matière pénale, art. 78 ss LTF).

Il en résulte une simplification des voies pénales de recours par rapport au droit en vigueur. Ainsi, à l'avenir, ce ne sera plus le DFF qui sera compétent pour poursuivre les infractions à l'obligation de publicité et la poursuite et le jugement du délit d'initiés et de la manipulation de cours ne seront plus du ressort des autorités cantonales de poursuite pénale: il n'y aura plus qu'une seule autorité compétente à l'échelle fédérale. En effet, les procédures relatives aux délits boursiers sont, de par la nature même de ces délits, très complexes – représentant ainsi une lourde charge – et exigent en outre une expertise particulière, tant en économie qu'en droit économique. Ces facteurs militent donc en faveur de la mise en place et de la concentration du savoir-faire nécessaire au sein d'une seule autorité de poursuite pénale. Dans l'optique d'une économie de procédure, une réglementation plus efficace et uniforme des compétences sera ainsi mise en place, qui aura pour effet un raccourcissement de la durée totale de la procédure et une plus grande réactivité de l'autorité compétente. Les frais de procédure des parties pourront ainsi diminuer.

Le transfert de la compétence pénale au Ministère public de la Confédération et aux tribunaux fédéraux aura des répercussions sur le droit de procédure applicable. En tant qu'autorités pénales ordinaires, ces instances mèneront les procédures relatives à des délits boursiers conformément au nouveau code de procédure pénale suisse du 5 octobre 2007 (CPP; FF 2007 6583), qui doit vraisemblablement entrer en vigueur le 1^{er} janvier 2011. Le code de procédure pénale suisse contient un catalogue étendu de mesures de contrainte, ce qui n'est pas le cas du droit pénal administratif. De plus, la procédure simplifiée selon les art. 358 à 362 CPP permettra la conclusion d'accords entre prévenus et Ministère public de la Confédération, cette procédure ayant été instaurée précisément pour pouvoir liquider plus rapidement les cas dans lesquels il faut prévoir des difficultés de clarification de l'état de fait. Or, souvent, la clarification des faits en matière de délits boursiers est non seulement complexe, mais encore assortie d'incertitudes relativement importantes quant à l'appréciation juridique des faits en question, si bien que la procédure simplifiée sera d'un grand secours pour les autorités de poursuite pénale. Dans les cas de peu de gravité, le Ministère public de la Confédération a en outre la possibilité de rendre une ordonnance pénale (art. 352 ss CPP).

Toutefois, le Ministère public de la Confédération doit pouvoir déléguer la poursuite et le jugement des cas simples de délits boursiers aux autorités cantonales. L'art. 25, al. 2, CPP contient une règle analogue concernant le crime organisé, le financement

du terrorisme et la criminalité économique. Se fondant sur le rapport Uster, le Conseil fédéral a arrêté une nouvelle orientation de la poursuite pénale au niveau fédéral, selon laquelle le Ministère public de la Confédération doit concentrer ses ressources sur les cas complexes et d'envergure³³. Dans le domaine des délits boursiers également, le Ministère public de la Confédération doit avoir la possibilité de déléguer aux cantons les cas dits «bagatelles». Au regard des nouvelles possibilités mises à sa disposition par le code de procédure pénale suisse (rendre une ordonnance pénale dans les cas de peu de gravité, art. 325 ss CPP; procédure simplifiée, art. 358 ss CPP), on peut toutefois partir du principe que le Ministère public de la Confédération ne fera dans les faits pas ou que peu usage de cette compétence de délégation dans les cas simples. Par ailleurs, étant donné qu'en vertu du principe *nemo tenetur*, le Ministère public de la Confédération n'aura pas le droit d'utiliser les informations acquises par la FINMA dans le cadre de sa collaboration avec les parties et qu'il devra instruire les dossiers selon les règles et principes du code de procédure pénale suisse, le déroulement parallèle de deux procédures, l'une administrative et l'autre pénale, ne présentera pas d'inconvénients. Pour les parties concernées, ainsi que du point de vue de la protection du marché, la conduite simultanée des deux procédures sera même un avantage en termes de durée totale. Cela implique toutefois qu'au terme de son enquête préliminaire, la FINMA dépose aussi rapidement que possible une dénonciation auprès du Ministère public de la Confédération, afin que ce dernier puisse à son tour ouvrir la procédure pénale le plus tôt possible.

Concernant les états de faits pour lesquels la FINMA peut en même temps ouvrir, dans le cadre de la surveillance élargie des marchés financiers (voir ch. 1.4.4.1), une procédure de surveillance selon l'art. 33e ou 33f AP-LBVM (utilisation d'informations d'initiés et manipulation de cours) contre des non-assujettis, et introduire une procédure pénale selon l'art. 44a ou 44b AP-LBVM devant le Ministère public de la Confédération, les procédures ne doivent toutefois pas être conduites parallèlement. En pareil cas, il est indispensable que le Ministère public de la Confédération et la FINMA discutent et coordonnent leurs procédures en application de l'art. 38, al. 2, LFINMA.

1.4.4 Extension de la surveillance des marchés financiers (surveillance générale ou surveillance élargie des marchés financiers)

1.4.4.1 Problématique

Comme souligné plus haut (voir ch. 1.4.1.1.2), l'examen de l'opportunité de réprimer ou non les transactions réelles³⁴ relevant de la manipulation de cours montre que ces transactions sont certes illicites et qu'elles nuisent au bon fonctionnement du marché, mais qu'au regard du droit pénal, elles ne jouent qu'un rôle secondaire.

La commission d'experts a examiné et rejeté l'interdiction selon laquelle toutes les transactions réelles à caractère manipulateur seraient proscrites pour les non-assujettis (surveillance générale des marchés financiers). La commission d'experts estime que l'interdiction des transactions telle que proposée dans le cadre de la surveillance élargie des marchés financiers suffit à protéger le marché des capitaux.

³³ Voir à ce propos le Message relatif à la loi fédérale sur l'organisation des autorités pénales de la Confédération (Loi sur l'organisation des autorités pénales, LOAP) du 10 septembre 2008, FF 2008, 7371, 7372 s.

³⁴ Voir notes 16-21.

L'introduction de la surveillance élargie des marchés financiers apparaît toutefois lacunaire au regard de la directive 2003/6/CE, dans la mesure où seule une partie, et non l'ensemble, des transactions réelles à caractère manipulateur sont interdites à tout un chacun (voir ch. 1.5.5). Sur la base des expériences récentes, cette lacune pourrait s'avérer problématique pour la réputation de la place financière suisse. (voir ch. 1.5.8).

C'est pour cette raison que deux variantes sont proposées et les participants à la consultation invités à exprimer leur préférence.

1.4.4.2 Variante A: surveillance générale des marchés financiers

Une interdiction selon laquelle toutes les transactions réelles manipulateurs sont prosrites pour les non-assujettis (surveillance générale des marchés financiers) est proposée au titre de variante A. Il ne faut pas perdre de vue qu'actuellement, le reste du droit de la surveillance pose pour les assujettis des exigences qui vont plus loin et comprennent également la manipulation de marché par le biais de transactions réelles de même que d'autres comportements abusifs sur le marché (voir Circ.-FINMA 08/38 règles de conduite sur le marché). La même réglementation doit désormais s'appliquer aux non-assujettis.

Dresser, au niveau de la loi ou de l'ordonnance, une liste exhaustive de l'ensemble des comportements illicites sur le marché s'avérerait dans tous les cas très compliqué en termes de technique législative. Pour des raisons de sécurité du droit, les acteurs du marché doivent pouvoir juger avec certitude si telle ou telle transaction constitue un soutien ou une influence illicite du cours. Cela n'est possible que si la réglementation sur les comportements illicites est formulée de telle manière qu'elle laisse clairement ressortir quels sont les comportements conformes au marché (*accepted market practices*, pratiques de marché admises). Si le législateur veut éviter qu'une telle réglementation crée, dans la pratique, des problèmes d'application (pour exemple, il est renvoyé aux difficultés auxquelles est confronté le droit allemand, voir ch. 1.5.3), il est impossible, du point de vue de la technique législative, de régler ces comportements de manière exhaustive au niveau de la loi ou de l'ordonnance. Edicter une disposition légale interdisant à quiconque d'effectuer l'ensemble des transactions réelles à caractère manipulateur implique de charger la FINMA de délimiter les règles des exceptions, de manière à éviter que les comportements conformes au marché ne soient réprimés. La FINMA se trouve ainsi investie d'une très large compétence en matière de régulation. L'introduction de la surveillance générale du marché signifierait en outre que tous les participants au marché devraient, de manière générale, être surveillés par la FINMA. En d'autres termes, les non-assujettis seraient désormais eux aussi soumis à sa surveillance.

1.4.4.3 Variante B: surveillance élargie des marchés financiers

En raison de la difficulté de formuler, au niveau de la loi, la surveillance générale des marchés financiers, et de la large compétence en matière de régulation qui en résulterait pour la FINMA, la commission d'experts avait proposé de n'interdire aux participants au marché financier que certains comportements. Sont concernés la manipulation des volumes (*wash sales* et *improper matched orders*)³⁵, le *front*

³⁵ Si la manipulation des volumes est effectuée dans le dessein d'influencer les cours, il y a manipulation des cours. Voir aussi notes 10 et 11.

running et le *parallel running*³⁶, le *scalping*³⁷, les opérations d'initiés et la manipulation de cours dont le potentiel de nocivité pour le marché des capitaux est particulièrement élevé. Cette proposition est reprise en tant que variante B. Il ne faut pas perdre de vue qu'actuellement, le reste du droit de la surveillance pose pour les assujettis des exigences qui vont plus loin et comprennent également la manipulation de marché par le biais de transactions réelles, de même que d'autres comportements abusifs sur le marché (voir Circ.-FINMA 08/38 Règles de conduite sur le marché).

Conformément aux recommandations de la commission d'experts, la liste des comportements soumis à la surveillance élargie des marchés financiers est exhaustive.

1.4.4.4 Place dans la systématique et compétence

En raison du rapport étroit existant entre, d'une part, la surveillance générale et la surveillance élargie des marchés financiers et, d'autre part, les buts et les objets de la législation boursière, ces types de surveillance doivent être inscrits dans la loi sur les bourses. L'autorité compétente est la FINMA (art. 1, al. 1, let. e, LFINMA).

Dans les cas dans lesquels la FINMA peut ouvrir une procédure contre des non-assujettis sur la base de l'art. 33g AP-LBVM en même temps que le Ministère public de la Confédération peut ouvrir une procédure pénale sur la base des art. 44a et 44b AP-LBVM, les procédures administrative et pénale ne doivent toutefois pas être conduites parallèlement. En pareil cas, il est indispensable que le Ministère public de la Confédération et la FINMA discutent et coordonnent leurs procédures en application de l'art. 38, al. 2, LFINMA. Une même personne ne peut en effet être poursuivie deux fois pour le même état de fait.

1.4.4.5 Instruments de surveillance

1.4.4.5.1 Principes

Pour garantir, par rapport au droit en vigueur, que les règles de comportement dont le non-respect présente un risque important de nocivité pour le marché des capitaux s'appliquent uniformément à tous les acteurs du marché (assujettis ou non), il y a lieu de mettre à la disposition de la FINMA, en matière de surveillance générale ou de surveillance élargie des marchés financiers, des sanctions marquantes et efficaces ayant un véritable effet dissuasif, tout en respectant le principe de proportionnalité. Il s'agit en principe ici d'instruments de surveillance similaires à ceux dont la FINMA dispose en vertu de la loi sur la surveillance des marchés financiers resp. contre les assujettis. La FINMA doit en effet pouvoir disposer d'instruments de surveillance similaires à l'égard des non-assujettis.

1.4.4.5.2 Sanctions et procédure

Sur le modèle de la loi sur la surveillance des marchés financiers et conformément aux recommandations de la commission d'experts, la FINMA doit disposer des instruments suivants: annonce de l'ouverture d'une procédure, décision en constatation et confiscation du gain.

Par ailleurs, s'écartant en cela du rapport de la commission d'expert, le Conseil fédéral a chargé le DFF de réexaminer, à la faveur du rapport de consultation, s'il n'était pas indiqué de prévoir une sanction patrimoniale, en sus des instruments de surveillance mentionnés plus haut. Au regard de la pratique de la Cour européenne

³⁶ Voir note 29.

³⁷ Voir note 30.

des droits de l'homme sur l'art. 6 CEDH, il semble problématique de prononcer une amende d'un certain montant dans le cadre d'une procédure administrative. Dans la mesure où de telles sanctions revêtent un caractère pénal, les garanties procédurales posées par l'art. 6 CEDH devraient être respectées dans la procédure devant la FINMA. Afin de répondre aux exigences minimales d'un Etat de droit, les dispositions de la procédure pénale administrative devraient s'appliquer. En termes d'organisation et de personnel, l'introduction d'une sanction patrimoniale impliquerait qu'une procédure pouvant aboutir sur le prononcé d'une telle sanction devrait être conduite, au sein de la FINMA, par un service totalement indépendant des services s'occupant de procédures de surveillance prévoyant l'obligation de collaborer (autres procédures contre des assujettis, procédures pour violation de l'obligation de déclarer des participations; création de *chinese walls*). Les informations acquises dans une procédure de surveillance en vertu de l'obligation de collaborer ne pourraient pas être utilisées dans une procédure pénale administrative de surveillance élargie des marchés financiers (interdiction d'exploiter). Dans ces conditions, la sanction patrimoniale n'apparaît pas comme un instrument de surveillance adapté. C'est pourquoi le projet renonce à inscrire la sanction patrimoniale au catalogue des instruments de la surveillance élargie des marchés financiers.

1.4.5 Suspension du droit de vote en matière d'offres publiques d'acquisition

Le Conseil fédéral a chargé le DFF d'examiner, lors de la préparation du projet de consultation, l'adoption, en matière d'offres publiques d'acquisition (OPA), de règles analogues aux nouvelles dispositions régissant l'obligation de déclarer des participations.

La commission d'experts en matière de délits boursiers et d'abus de marché avait proposé de transférer la compétence de suspendre le droit de vote en matière d'offres publiques d'acquisition (OPA) à la FINMA, par analogie avec le droit régissant l'obligation de déclarer les participations. Cependant, étant donné que depuis l'entrée en vigueur de la loi sur la surveillance des marchés financiers, l'autorité de décision de première instance est la Commission des OPA (COPA), que la procédure devant cette instance est en principe régie par le droit administratif et que les décisions peuvent être contestées devant la FINMA, le projet prévoit de placer la suspension du droit de vote dans la compétence de la COPA et de la compléter par une interdiction d'achat (par analogie avec l'obligation de déclarer des participations).

Mettre d'autres instruments de surveillance à la disposition de la COPA serait disproportionné. En tant qu'instance de décision, cette commission a certes acquis, depuis le 1^{er} janvier 2009, des compétences qui appartenaient auparavant à la Commission fédérale des banques (CFB), mais elle n'en reste pas moins soumise à la surveillance de la FINMA. Celle-ci institue la COPA (art. 23, al. 1, LBVM) et approuve les dispositions édictées par cette dernière en vertu de la loi sur les bourses.

1.5 Droit comparé et rapports avec le droit européen

1.5.1 Directive 2003/6/CE

La directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)³⁸ vise à harmoniser le droit boursier en vigueur dans tous les Etats membres de l'UE. Aux termes de son préambule, elle a pour objectif d'assurer l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. Les dispositions de la directive européenne visent donc à assurer le bon fonctionnement des marchés et à protéger les investisseurs, tout comme celles de la loi sur les bourses en Suisse.

La directive interdit les opérations d'initiés, la communication d'informations privilégiées et la recommandation de transactions en valeurs mobilières fondée sur une information privilégiée (art. 1, ch. 1, en relation avec 2 et 3 de la directive 2003/6/CE). Elle interdit également tout comportement manipulateur constituant de fait une manipulation de marché (art. 1, ch. 2 et art. 5 de la directive 2003/6/CE). Les directives de l'UE n'étant pas directement applicables, les interdictions ci-dessus doivent être transposées dans le droit national des Etats membres, qui bénéficient toutefois d'une importante marge d'appréciation dans la définition des éléments constitutifs d'une infraction.

Afin que les comportements interdits soient effectivement bannis, la directive contraint les Etats membres à prévoir des sanctions de droit administratif contre les opérations d'initiés et la manipulation de marché. Ils doivent veiller en particulier à ce que, conformément à leur législation nationale, des mesures administratives puissent être prises ou des sanctions administratives appliquées, sans préjudice de leur droit d'imposer en sus des sanctions pénales (art. 14, al. 1, de la directive 2003/6/CE)³⁹. Les Etats membres sont libres de définir les sanctions comme ils l'entendent, la directive se contentant de prescrire que les mesures et sanctions administratives doivent être effectives, proportionnées et dissuasives (art. 14, al. 1, de la directive 2003/6/CE). De plus, sans préjudice des compétences des autorités judiciaires, chaque Etat membre doit désigner une autorité administrative unique, compétente en vue d'assurer l'application des dispositions adoptées conformément à la directive (art. 11, al. 1, de la directive 2003/6/CE). Enfin, les Etats membres sont tenus d'interdire, d'une part, à toute personne de commettre des manipulations de marché (art. 5 de la directive 2003/6/CE) et, d'autre part, à toute personne visée à l'art. 2 de la directive d'effectuer des opérations d'initiés.

³⁸ JO L 096 12.04.2003, p. 16 ; modifié pour la dernière fois par la directive 2008/26/CE, JO L 81 du 20.03.2008, p. 42.

³⁹ Lors de la transposition de la directive 2003/6/CE dans son droit national, l'Allemagne a qualifié la plupart des interdictions des délits d'initiés d'infractions pénales, ne définissant qu'une seule infraction comme inobservation de prescription d'ordre; voir Daniela König, *Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU*, in : Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Zürich 2006, p. 235. La réglementation prévue dans la directive s'explique aussi par le fait qu'en vertu du principe d'attribution limitée de compétences, le droit pénal en tant que tel n'entre pas dans les compétences de l'UE (voir art. 5 Traité UE a contrario).

Pour réaliser une étude de droit comparé avec la directive 2003/6/CE, il y a lieu de prendre en considération toutes les dispositions du droit suisse régissant les comportements constitutifs d'un abus de marché (droit pénal et droit de la surveillance).

1.5.2 Modèles de délimitation du droit administratif et du droit pénal dans les droits nationaux des Etats membres de l'UE

Il ressort de la directive 2003/6/CE que plusieurs modèles de délimitation du droit administratif et du droit pénal sont possibles dans les droits nationaux des Etats membres. Ainsi, les sanctions administratives et pénales peuvent être prononcées de façon alternative (p. ex. Allemagne et Espagne) ou au contraire cumulative (p. ex. France et Italie). De plus, la limite entre droit administratif et droit pénal peut être définie sur la base de critères qualitatifs ou quantitatifs⁴⁰.

En Allemagne et en Espagne, le droit du marché des capitaux prévoit de punir les comportements illicites soit par une sanction administrative, soit par une peine criminelle. En droit allemand, on prononce une peine ou ne retient que l'inobservation d'une prescription d'ordre en fonction des éléments de preuve dont on dispose quant aux effets de la manipulation sur les cours de la bourse ou les prix du marché (§§ 20a, 38, 39 WpHG). Il en va de même en droit espagnol, où la sanction prononcée – peine criminelle (art. 284 *Codigo Penal*) ou mesure administrative (art. 99 ss *Ley Mercado de Valores*) – dépend de l'importance de l'avantage pécuniaire tiré de la manipulation.

Lorsque l'application d'une peine criminelle ou d'une sanction administrative constitue une alternative, la délimitation entre droit administratif et droit pénal repose sur des critères qualitatifs et/ou quantitatifs. Ainsi, en droit espagnol, le seuil au-delà duquel on applique le droit pénal est déterminé par le montant du gain réalisé grâce à la manipulation (critère quantitatif), alors qu'en droit allemand, la manipulation est réprimée par une sanction pénale ou comme simple inobservation d'une prescription d'ordre compte tenu de l'intention de son auteur et de son incidence sur les cours de la bourse (critères qualitatifs).

A l'opposé, en droit français et italien, on n'hésite pas à cumuler les mesures administratives et les peines criminelles. En France, la manipulation de marché est non seulement réprimée pénalement par le code monétaire et financier (art. L.465-1, par. 4, et L.465-2), mais encore sanctionnée administrativement par le règlement général (art. 631-1) de l'Autorité des marchés financiers (AMF). Idem en Italie, où la manipulation de marché est considérée à la fois comme une infraction pénale et une violation administrative (art. 185 et 187ter de la loi n° 58/1998, modifié par la loi n° 62/2005).

Un regard sur le droit autrichien confirme que la directive 2003/6/CE n'oblige pas les Etats membres à criminaliser les comportements interdits: en Autriche, la manipulation de marché est uniquement sanctionnée par une amende administrative et n'est pas poursuivie pénalement (art. 48c öBörseG).

1.5.3 Infraction de la manipulation de marché en droit allemand

Les éléments constitutifs pénaux de la manipulation de marché sont inscrits dans la loi allemande (*Wertpapierhandelsgesetz*, WpHG) sous la forme d'une infraction en

⁴⁰ Petropoulos Vasileos, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts von Manipulationshandlungen nach schweizerischem und EU-Recht*, Zurich 2009, p. 49.

blanc, avec des renvois – internes⁴¹ en l'occurrence, puisqu'ils se réfèrent tous à d'autres paragraphes de la même loi. Les actes interdits sont décrits au § 20a WpHG, qui présente trois infractions réputées constituer une manipulation de marché. Toutefois, la commission en tant que telle de ces infractions est non pas réprimée pénalement comme manipulation de marché, mais uniquement sanctionnée à titre d'inobservation d'une prescription d'ordre (§ 39, al. 1, ch. 1 et 2, et al. 2, ch. 11, WpHG).

La sanction pénale n'intervient que si la réalisation de la manipulation de marché décrite au § 20a WpHG a effectivement des effets sur le cours boursier ou le prix du marché d'un instrument financier, ce qui est déterminé en vertu du § 38, al. 2, WpHG, qui constitue l'infraction pénale en blanc. Au regard du droit pénal, la manipulation de marché présente donc le caractère d'un délit de résultat, puisqu'une manipulation sans effets sur les prix du marché ne constitue qu'une simple inobservation d'une prescription d'ordre⁴². Le texte de la loi et sa systématique sont extrêmement complexes et les comportements manipulateurs y sont décrits dans un texte très long, complété en de nombreux points par une ordonnance d'exécution (*Verordnung zur Konkretisierung des Marktmissbrauchsverbots*, MaKonV) édictée par l'autorité fédérale de surveillance des services financiers (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin). La BaFin est en effet habilitée par la loi à concrétiser et définir les éléments constitutifs de la manipulation de marché par voie d'ordonnance. L'examen de la législation allemande met donc en évidence un système complexe, qui ne saurait être repris sous la même forme par le système suisse de régulation.

1.5.4 Renonciation à l'élargissement de l'état de fait pénal de la manipulation de cours

Du point de vue de l'efficacité et de l'efficacé de la régulation, le fait que différents ordres juridiques des Etats membres de l'UE poursuivent pénalement divers comportements de manipulation de cours boursiers ne saurait justifier à lui seul un élargissement de l'état de fait pénal dans lequel s'inscrit la manipulation de cours, ni motiver une répression pénale généralisée de ce type de comportements. En effet, la comparaison avec le droit national d'Etats membres de l'UE où l'éventail des infractions relevant du droit pénal est plus large qu'en Suisse (p. ex. l'Allemagne) montre que les dispositions pénales concernées sont souvent difficilement applicables dans la pratique. Les manipulations entrant en considération selon les éléments constitutifs objectifs du droit suisse se limitent à celles explicitement décrites dans la loi. En droit allemand, les éléments constitutifs objectifs sont certes plus étendues, mais ne se laissent constater que compte tenu du § 20a WpHG, en relation avec l'ordonnance édictée par la BaFin (*Verordnung zur Konkretisierung des Marktmissbrauchsverbots*, MaKonV).

Si l'on élargissait l'éventail des éléments constitutifs de la manipulation de cours en droit suisse, sur la seule base d'une tendance à la pénalisation d'un certain comportement dans d'autres ordres juridiques, il est très probable que cet élargissement

⁴¹ Les lois contiennent souvent, pour les compléter ou les concrétiser, des renvois à d'autres dispositions publiées ailleurs. Il peut s'agir de renvois internes, c'est-à-dire de références à d'autres parties de la même loi, ou de renvois externes, se référant à d'autres textes.

⁴² Petropoulos Vasileos, *Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts von Manipulations-handlungen nach schweizerischem und EU-Recht*, Zurich 2009, p. 117.

créerait davantage de problèmes qu'il n'en résoudrait. La problématique de la prise en compte de transactions qui ne sont pas des opérations fictives consiste en ceci que la délimitation entre les transactions qu'il est opportun ou non de réprimer se fonde souvent non pas sur des critères extérieurs, mais uniquement sur la présence ou non d'une intention bonne ou mauvaise, qu'il est difficile de prouver dans la pratique. Si l'on veut éviter les difficultés et les incertitudes liées à une délimitation fondée uniquement sur des éléments constitutifs subjectifs, il n'y a, du point de vue du droit pénal, pas d'autre approche que celle-ci : commencer par considérer de nombreuses transactions comme punissables, pour ensuite définir des conditions qui, si elles sont remplies, excluent la punissabilité (*accepted market practices*, pratiques de marché admises). Toutefois, appliquer de telles pratiques de marché admises revient à renverser la charge de la preuve, car il incombe alors à l'auteur de l'acte de prouver que celui-ci relève desdites pratiques admises, ce qui, dans une procédure pénale, constitue une violation de la présomption d'innocence. Le cas échéant, il se pourrait en outre qu'une pratique de marché doive être reconnue comme admise, par exemple après une décision de l'autorité de surveillance. Or, cela irait à l'encontre de l'exigence découlant de l'art. 1 CP, selon laquelle les éléments constitutifs d'un acte punissable doivent être arrêtés ex ante.

En droit suisse, les actes de manipulation du marché relèvent surtout du droit de la surveillance et il incombe à la FINMA de régler l'essentiel des comportements de manipulation du marché interdits par la directive 2003/6/CE. L'étendue des comportements tombant sous le coup du droit de la surveillance et sanctionnés administrativement est donc bien plus vaste que celle des éléments constitutifs de la manipulation de cours réprimée pénalement. Cette approche suivie par le droit suisse – consistant à interdire l'essentiel des comportements de manipulation de marché en vertu du droit de la surveillance plutôt que du droit pénal – correspond à celle de la directive 2003/6/CE (voir aussi le chiffre ci-après sur le champ d'application du droit de surveillance).

1.5.5 Renonciation à la prise en compte de toutes les transactions réelles

Comme relevé au chiffre 1.4.4.3 s'appuyant sur le rapport d'experts, le projet propose d'introduire, en tant que variante B, une surveillance élargie des marchés financiers (art. 33e à 33g AP-LBVM). Sur cette base, certaines transactions (manipulation de cours, délit d'initiés, manipulation des volumes, *scalping* de même que *front running* et *parallel running*⁴³) seront désormais interdites pour les non-assujettis également. Il ne faut pas perdre de vue qu'actuellement, le reste du droit de la surveillance pose pour les assujettis des exigences qui vont plus loin et comprennent également la manipulation de marché par le biais de transactions réelles, de même que d'autres comportements abusifs sur le marché.

Une comparaison avec l'art. 5 de la directive 2003/6/CE montre que cette dernière interdit à tout un chacun les comportements manipulateurs du marché (y compris les transactions réelles). Cette interdiction générale vise en effet à garantir que le prix et le volume des valeurs mobilières négociées ne soient pas influencés par des manipulations ou des tromperies, mais reflètent au contraire le libre jeu de l'offre et de la demande. Selon la directive, peu importe qui entreprend l'action interdite. En comparaison à la directive 2003/6/CE, le projet s'avère lacunaire dans la mesure où

⁴³ Voir notes 10, 11, 29 et 30.

il n'interdit aux non-assujettis qu'une partie, et non l'ensemble, des transactions réelles manipulatoires. Sur la base des expériences récentes, cette lacune pourrait s'avérer problématique pour la réputation de la place financière suisse⁴⁴.

Par conséquent, les participants à la procédure de consultation sont priés de prendre position sur les deux variantes (voir ch. 1.4.4.1). La variante A, selon laquelle toutes les transactions réelles manipulatoires doivent être couvertes par l'art. 33g AP-LBVM (voir également ch. 1.5.8) comblerait la lacune que présente le droit suisse par rapport à la directive 2003/6/CE (voir également ch. 1.5.8).

1.5.6 Interdiction du délit d'initiés

La nouvelle infraction de délit d'initiés couvre les mêmes interdictions que celles que pose la directive 2003/6/CE au titre des opérations d'initiés (voir art. 1, ch. 1, 2 et 3 de la directive 2003/6/CE).

Selon le projet, est auteur potentiel d'un délit d'initiés toute personne disposant d'informations d'initiés. Ainsi, à l'avenir, quiconque a accès à des informations d'initiés en raison de son activité professionnelle sera concerné par le délit d'initiés, même s'il n'a pas de rapports contractuels avec la société dont les valeurs mobilières sont négociées. Le nouveau droit couvre également l'acquisition fortuite d'informations d'initiés. Enfin, le délit d'initiés s'applique aussi explicitement aux transactions portant sur des instruments financiers dérivés, standardisés ou non, dont la valeur dépend de celle de titres cotés en bourse, ainsi qu'aux recommandations d'achat ou de vente reposant sur des informations d'initiés.

En adoptant le terme d'information (au lieu de fait), le droit suisse reprend la terminologie en usage dans la directive 2003/6/CE et dans les droits nationaux des Etats membres de l'UE. Ce changement n'entraîne pas d'extension du champ d'application matériel de la norme pénale.

Le projet utilise en outre le terme d'information «confidentielle», alors que la directive 2003/6/CE parle d'information à caractère précis «qui n'a pas été rendue publique». Après un examen approfondi, on est arrivé à la conclusion que la terminologie suisse est plus claire et plus précise. Or, étant donné que le délit d'initiés est poursuivi pénalement, il est indispensable, en vertu de l'art. 1 CP, que sa définition légale soit claire. C'est pourquoi il y a lieu de s'en tenir à information «confidentielle».

Enfin, l'auteur d'un délit d'initiés ne peut être qu'une personne physique (voir aussi le ch. 1.5.7 ci-après) et les interdictions que pose le droit de la surveillance en matière d'opérations d'initiés (Circ.-FINMA 08/38 Règles de conduite sur le marché) ne s'appliquent qu'aux entreprises soumises à la surveillance. Le droit suisse diffère donc de la directive 2003/6/CE en ceci que le droit de la surveillance n'interdit aucun comportement aux entreprises non assujetties.

1.5.7 Personnes morales

L'auteur potentiel d'une manipulation de cours ou d'un délit d'initiés peut être uniquement une personne physique et non une personne morale. Si l'on ajoutait ces infractions pénales à la liste de celles visées à l'art. 102, al. 2, CP (responsabilité pénale subsidiaire de l'entreprise), les entreprises seraient tenues, afin d'éviter tout

⁴⁴ Pour les risques auxquels cette lacune expose la réputation de la place financière suisse, voir le ch. 1.5.8.

risque de punissabilité, de mettre en œuvre toutes les mesures organisationnelles raisonnablement exigibles pour qu'aucune opération d'initiés n'ait lieu dans le cadre de l'exercice de leurs activités, ce qui est irréalisable dans la pratique, eu égard au système de surveillance totale qu'il faudrait mettre en place à cet effet et aux coûts démesurés qui en résulteraient pour l'entreprise. Une telle obligation paraît en outre disproportionnée du fait que les valeurs patrimoniales acquises dans l'entreprise par suite de la commission d'un délit d'initiés ou d'une manipulation de cours peuvent être confisquées (art. 70, al. 1, CP), même si l'entreprise n'est pas punissable.

En ce qui concerne la compatibilité de cette solution avec la directive 2003/6/CE, voir les deux chiffres précédents.

1.5.8 Conclusion

La révision de la loi sur les bourses doit créer des normes plus maniables, qui sanctionnent efficacement les comportements fautifs sur le marché et tiennent compte de la réglementation internationale. Que ce soit en comparaison avec le droit actuel ou avec le droit européen, le projet propose de nombreuses nouveautés importantes qui auront des répercussions positives sur la réputation de la place financière suisse. Les voies de recours pénales seront raccourcies et la compétence pour poursuivre et juger les délits boursiers passera au Ministère public de la Confédération resp. au Tribunal pénal fédéral. Les infractions du délit d'initiés et de la manipulation de cours seront nouvellement réglementées. L'interdiction relevant du droit de la surveillance des comportements manipulateurs du marché nuisibles pour le marché des capitaux s'appliqueront désormais également aux non-assujettis (surveillance générale ou surveillance élargie des marchés financiers). Les nouveautés correspondent dans une large mesure à la directive 2003/6/CE et les recommandations du GAFI sont entièrement prises en compte. La révision rendra possible la ratification de la Convention révisée du Conseil de l'Europe du 16 mai 2005 relative au blanchiment, au dépistage, à la saisie et à la confiscation des produits du crime et au financement du terrorisme. Du point de vue international, cette ratification est importante pour la Suisse, également parce qu'elle a repris la présidence du Conseil de l'Europe depuis le 18 novembre 2009.

Une comparaison des modifications proposées dans le domaine de la surveillance générale ou de la surveillance élargie des marchés financiers avec la directive 2003/6/CE montre que l'approche proposée en droit suisse, consistant à interdire l'essentiel des comportements relevant de l'abus de marché non pas dans le droit pénal, mais dans le droit de la surveillance, correspond dans une large mesure à la tendance internationale.

Des différences par rapport à la directive 2003/6/CE entraînant un risque pour la réputation de la place financière suisse résident dans le fait que, selon la variante B, le droit de la surveillance en matière de manipulation de cours resp. de manipulation de marché limite les interdictions pour les non-assujettis à certains comportements (art. 33e à 33g AP-LBVM) et ne concerne pas d'autres transactions réelles qui pourraient justement constituer un risque élevé de dommage pour le fonctionnement du marché des capitaux⁴⁵.

⁴⁵ Sont couverts par l'art. 33g AP-LBVM, outre le délit d'initiés et la manipulation de cours (art. 33e et 33f AP-LBVM), le *scalping*, le *front running* et la manipulation des volumes (*wash sales* et *matched orders*). Ne sont pas pris en compte: *ramping/capping/pegging*, *squeezing/cornering* et *spoofing* (voir notes 16-21).

Sur la base des récentes expériences, le risque potentiel de dommage pour la réputation de la place financière suisse ne saurait être occulté. Il existe des manipulations exécutées sous couvert de transactions réelles et susceptibles de nuire à la réputation d'un marché ou d'un émetteur. En voici quelques exemples: l'influence sur le cours de clôture journalier ou annuel ou la manipulation du *settlement price* (*banging the close, trading the window*), la manipulation du titre de base visant le déclenchement intentionnel d'une barrière dans des produits structurés, l'acquisition d'une position dominante sur le marché au comptant ou à terme afin d'être à même de déterminer le prix de valeurs mobilières (*cornering the market ou squeeze*; s'il y a recours à des transactions courtes: *short squeeze*). Les manipulations du type *corner* ou *squeeze* se répètent régulièrement et font généralement la une des médias en raison de leur ampleur et de leur importance économique⁴⁶. De même peuvent-ils nuire à la confiance dans une place commerciale et boursière propre et équitable. Le risque que des investisseurs étrangers évitent la place financière suisse du fait que les émetteurs y sont soumis à des règles moins strictes qu'à l'étranger n'est en outre pas exclu.

Comme exposés sous chiffres 1.4.4.1 et 1.5.5, les participants à la consultation sont priés de se prononcer sur les variantes de la surveillance générale et de la surveillance élargie des marchés financiers.

2 Commentaire des articles

Art. 2, let. f

Cette disposition définit le terme de non-assujetti. La FINMA peut ouvrir contre des non-assujettis une procédure selon l'art. 33h pour violation des art. 20, 33e, 33f ou 33g et prononcer à leur encontre les sanctions relevant de la surveillance arrêtées aux art. 33j à 33l.

Art. 20, al. 4^{bis}

En matière de publicité des participations, la compétence de suspendre l'exercice du droit de vote est transférée à la FINMA et complétée par une interdiction d'achat, afin de protéger durablement le statu quo de la société pendant la procédure de suspension et empêcher que la suspension puisse être contournée par l'achat de nouvelles participations. Selon les dispositions du droit administratif, la FINMA peut suspendre le droit de vote et prononcer une interdiction d'achat aussi bien sous forme d'une mesure provisoire qu'au moyen d'une décision finale.

⁴⁶ Deux exemples récents sont le cas d'une manipulation de marché présumée dans l'affaire Volkswagen - Porsche, en Allemagne, et celui du *corner* orchestré par BP sur le marché américain du gaz propane au moyen de contrats à terme. Dans cette dernière affaire, au terme d'une procédure pour manipulation de marché, la CFTC (autorité de surveillance compétente aux Etats-Unis) a condamné BP, en 2007, à payer une amende et des dommages-intérêts pour un montant total de USD 300 millions. Avec la solution prévue en Suisse, si elle étaient le fait d'acteurs du marché non soumis à la FINMA (ce qui était précisément le cas dans les exemples exposés), de telles manipulations ne seraient pas sanctionnées, ni, a fortiori, interdites.

Art. 32, al. 7

En matière d'offres publiques d'acquisition, la compétence de suspendre l'exercice du droit de vote est transférée à la COPA et complétée par une interdiction d'achat, par analogie avec les règles régissant l'obligation de déclarer des participations. Depuis le 1^{er} janvier 2009, la COPA a, en sa qualité de première instance, la compétence de rendre des décisions. Selon les dispositions du droit administratif, la FINMA peut suspendre le droit de vote et prononcer une interdiction d'achat aussi bien sous forme d'une mesure provisoire qu'au moyen d'une décision finale.

Section 5a Actes interdits sur le marché

Art. 33e Exploitation d'informations d'initiés

Les éléments constitutifs de cette disposition relevant du droit de la surveillance correspondent aux éléments constitutifs relevant du droit pénal selon l'art. 44a (voir commentaire sur l'art. 44a).

Il est exclu de mener parallèlement une procédure relevant du droit de la surveillance et du droit pénal lorsque la FINMA peut en même temps ouvrir, sur la base de l'art. 33e, une procédure contre des non-assujettis, et introduire une procédure pénale, sur la base de l'art. 44a, devant le Ministère public de la Confédération. En pareil cas, il est indispensable que le Ministère public de la Confédération et la FINMA discutent et coordonnent leurs procédures en application de l'art. 38, al. 2, LFINMA.

Art. 33f Manipulation de cours

Les éléments constitutifs de cette disposition relevant du droit de la surveillance correspondent aux éléments constitutifs relevant du droit pénal selon l'art. 44b (voir commentaire sur l'art. 44b).

Il est exclu de mener parallèlement une procédure relevant du droit de la surveillance et du droit pénal lorsque la FINMA peut sur la base de l'art. 33f, ouvrir une procédure contre des non-assujettis, et qu'en même temps le Ministère public de la Confédération peut introduire une procédure pénale, sur la base de l'art. 44b. En pareil cas, il est indispensable que le Ministère public de la Confédération et la FINMA discutent et coordonnent leurs procédures en application de l'art. 38, al. 2, LFINMA.

Art. 33g Autres actes interdits sur le marché

Les comportements interdits par cet article sont énumérés de manière exhaustive et s'appliquent à tous les participants sur le marché. En comparaison avec d'autres comportements, il s'agit de comportements dont le potentiel de nuisance pour le fonctionnement du marché est très élevé. Les interdictions selon l'art. 33f tombent sous le coup de la surveillance élargie des marchés financiers.

Variante A:

Dans cette variante, toutes les transactions qui sont exécutées dans l'intention de tromper le marché, sont interdites. La FINMA se verra expressément attribuer la

compétence de préciser quels sont les comportements interdits et de les délimiter des transactions autorisées.

Variante B:

Dans cette variante, certains comportements précis sont interdits du point de vue du droit de la surveillance. Il s'agit de la manipulation des volumes, du *scalping* ainsi que du *front running* et du *parallel running*⁴⁷. Cette liste est exhaustive.

Section 5b Procédure contre des non-assujettis

Cette section prévoit expressément que la FINMA peut ouvrir une procédure pour violation des art. 20, 33e, 33f ou 33g et prononcer des sanctions contre des non-assujettis. Etant donné que l'art. 3 de la loi sur la surveillance des marchés financiers dispose que la surveillance des marchés financiers s'applique aux personnes et établissements «assujettis», il est nécessaire, pour des questions de sécurité du droit, de créer une base légale permettant à la FINMA d'ouvrir des procédures et de prononcer des sanctions également contre des non-assujettis.

Dans les procédures contre les assujettis, les dispositions de la LFINMA sont applicables.

Art. 33h Compétence et procédure

Al. 1

Cet alinéa investit la FINMA de la compétence d'ouvrir des procédures pour violation des art. 20 et 33e, 33f ou 33g contre des non-assujettis.

Al. 2

Si des indices donnent à penser que les art. 20, 33e, 33f ou 33g ont été enfreints et qu'elle ouvre une procédure, la FINMA doit en aviser les parties.

L'ouverture d'une procédure est annoncée aux intéressés à des fins de transparence, ce qui est encore plus important pour les non-assujettis que pour les assujettis (voir art. 30 LFINMA). En vertu de la même exigence de transparence, la FINMA informe également les parties du classement de la procédure.

L'ouverture d'une procédure administrative au sens de la présente disposition se distingue des activités de surveillance qui ne sont soumises à aucune exigence de forme. La procédure de l'autorité de surveillance est régie par la loi sur la procédure administrative, dans le respect des droits des parties. L'ouverture de la procédure est toutefois un acte interne à l'administration contre lequel il n'est pas possible de recourir.

Al. 3

La procédure ouverte contre des non-assujettis est régie par la loi sur la procédure administrative.

⁴⁷ Voir notes 10, 11, 29 et 30.

Les parties sont tenues de collaborer (art. 13 PA). De plus, les non-assujettis, leurs organes de révision, ainsi que les personnes et entreprises détenant une participation prépondérante dans les non-assujettis parties à la procédure, sont soumis à l'obligation de renseigner (art. 33i).

Art. 33i Obligation de renseigner

Cette disposition pose l'obligation de renseigner des non-assujettis contre lesquels une procédure a été ouverte, leurs organes de révision, ainsi que les personnes et entreprises détenant une participation prépondérante dans les non-assujettis. Ils doivent transmettre à la FINMA tous les renseignements et documents dont elle a besoin pour mener la procédure.

L'obligation de renseigner est analogue à celle qui est prévue pour les assujettis à l'art. 29 LFINMA.

Art. 33j Décision en constatation

Comme c'est le cas pour les assujettis (art. 32 LFINMA), la FINMA doit pouvoir constater par le biais d'une décision qu'un non-assujetti a gravement enfreint les art. 20, 33e, 33f ou 33g, même si aucune mesure de rétablissement de l'ordre légal ne doit être prise. Il s'agit d'une décision en constatation prononcée d'office⁴⁸, qui se fonde sur l'intérêt public qu'a l'autorité de surveillance au respect intégral des règles du droit de la surveillance par les assujettis. En ce sens, elle a un caractère de sanction. La FINMA peut aussi l'associer à un avertissement.

Art. 33k Publication d'une décision en matière de surveillance

En cas de violation grave des art. 20, 33e, 33f ou 33g par des non-assujettis, la FINMA peut publier sa décision finale sous forme électronique ou imprimée une fois qu'elle est devenue exécutoire, en faisant référence aux personnes concernées. La décision finale est celle qui règle une situation juridique de manière définitive. Les décisions pouvant faire l'objet d'une publication sont par exemple les décisions en constatation au sens de l'art. 33j. Eu égard à la nécessité de faire régner la transparence sur le marché, la publication des décisions est un instrument de surveillance important.

La publication doit être ordonnée dans la décision elle-même et peut donc faire l'objet d'un recours. La FINMA doit aussi veiller à ce qu'une telle décision ne divulgue pas les données concernant des tiers.

Art. 33l Confiscation

Al. 1

La FINMA peut confisquer un gain qu'un non-assujetti a réalisé en violant les art. 20, 33e, 33f ou 33g. La règle vaut par analogie lorsqu'une perte a ainsi été évitée.

⁴⁸ Kölz Alfred/Häner Isabelle, *Verwaltungsverfahren und Verwaltungsrechtspflege des Bundes*, 2^e éd., Zurich 1998, ch. 206.

La FINMA veille à ce que cette mesure n'ait pas des conséquences disproportionnées. Tel serait par exemple le cas si la confiscation était susceptible d'entraîner la faillite du non-assujetti. De plus, contrairement à ce que prévoit le code pénal en matière de confiscation, la FINMA ne peut confisquer le gain qu'auprès du non-assujetti qui l'a acquis et non auprès de tiers. La confiscation revêt donc surtout un caractère compensatoire et non pénal⁴⁹.

La confiscation prévue ici est l'instrument de surveillance le plus incisif mis à la disposition de la FINMA envers les non-assujettis. Des entreprises qui ont réalisé des avantages pécuniaires significatifs en violant des dispositions du droit boursier, peuvent se les voir retirer par le biais de cette sanction. Le signal est ainsi donné qu'il ne vaut pas la peine de commettre une violation des dispositions du droit boursier.

Al. 2

Si le non-assujetti a évité une perte en violant les art. 20, 33e, 33f ou 33g (p. ex. en sous-évaluant des charges ou des passifs), la FINMA peut aussi confisquer le montant correspondant.

Al. 3

La confiscation ne doit pas être mise en échec par l'impossibilité d'évaluer le montant à confisquer. C'est pourquoi la FINMA est autorisée à estimer le montant des valeurs soumises à confiscation lorsque celui-ci ne peut être déterminé précisément ou si sa détermination requiert des moyens disproportionnés.

Al. 4

Le droit d'ordonner la confiscation se prescrit par sept ans à compter de la violation des règles du droit de la surveillance.

Al. 6

Si les lésés, se fondant sur une violation des art. 20, 33e, 33f ou 33g ont obtenu un droit incontesté (p. ex. par une transaction extrajudiciaire) à réparation à l'encontre du non-assujetti ou qu'ils ont obtenu ce droit par le biais d'une procédure judiciaire, la FINMA peut leur verser, sur demande, une somme équivalant au maximum au montant des valeurs patrimoniales confisquées.

Si personne n'a été lésé par la violation des règles du droit de la surveillance ou si aucune prétention en réparation n'a été élevée, les valeurs confisquées reviennent à la Confédération. Lorsque le montant des réparations est inférieur à celui des valeurs confisquées, le solde est également dévolu à la Confédération

Art. 33m Voies de droit

Les voies de recours contre les décisions que la FINMA a rendues à l'encontre de non-assujettis comportent deux instances: le Tribunal administratif fédéral et le Tribunal fédéral.

⁴⁹ ATF 126 IV 265.

Le Tribunal administratif fédéral, première instance de recours, examinera en particulier l'équité des décisions⁵⁰. Après qu'il aura statué, il sera encore possible de former un recours en matière de droit public au Tribunal fédéral, limité toutefois à l'examen de la légalité de la décision⁵¹.

Art. 41, al. 1 à 3

Al. 1 à 3

Le calcul de l'amende selon l'actuel art. 41, al. 2, LBVM donne des montants qui ne sont que difficilement applicables dans la pratique, car difficilement calculables et dépassant généralement la capacité patrimoniale de la personne sanctionnée⁵². C'est pourquoi, si l'infraction a été commise intentionnellement, le montant maximal de l'amende selon le nouveau droit correspond à celui des amendes généralement prévues par le droit boursier (art. 42 et 42a LBVM). Il en va de même pour les infractions commises par négligence (art. 41, al. 3, AP-LBVM): le montant maximal de l'amende selon le droit en vigueur est aussi adapté à ces montants.

L'adaptation du cadre de l'amende se justifie d'autant plus que la FINMA se voit attribuer la possibilité de confisquer l'avantage pécuniaire qu'une entreprise aurait réalisé en violation de l'obligation de déclarer des participation (art. 33/ AP-LBVM).

Art. 44a Exploitation de la connaissance d'informations d'initiés

Principe

L'infraction de base reste qualifiée de délit dans le nouveau droit également (al. 1), mais si l'auteur obtient un avantage pécuniaire notable, l'état de fait est qualifié et l'infraction constitue alors un crime (al. 2).

Aux al. 3 et 4, seule la variante de l'infraction visée à l'al. 1, let. a, est reprise. En effet, contrairement à celles faisant partie du cercle des auteurs potentiels cités à l'al. 1, les personnes tombant sous le coup des al. 3 et 4 n'ont pas d'obligation particulière de garder le secret sur les informations concernées. C'est pourquoi il y a lieu de punir l'exploitation d'informations d'initiés par ces personnes, mais non le seul fait de les communiquer ou de faire une recommandation.

En ce qui concerne la détermination du cercle des auteurs potentiels, le principe s'applique selon lequel toute personne ayant connaissance d'informations d'initiés en fait partie. Aucune autre caractéristique particulière n'est requise.

Seule une personne physique peut être auteur de l'infraction, à l'exclusion de toute personne morale.

⁵⁰ Art. 49 PA.

⁵¹ Art. 82 ss LTF.

⁵² L'amende ne peut dépasser le double du prix des acquisitions et des ventes. Elle se calcule selon l'écart entre les parts nouvelles dont dispose la personne tenue de les déclarer et le dernier seuil qu'elle avait déclaré (art. 41, al. 2, LBVM).

Initié primaire (al. 1)

Est réputé initié primaire quiconque peut accéder à des informations confidentielles relevantes sur les cours, autrement dit a directement connaissance d'informations d'initiés en raison de sa fonction dans l'entreprise. Il s'agit des personnes suivantes:

- a. toute personne qui est organe ou membre d'un organe de direction ou de surveillance d'un émetteur ou d'une société contrôlant l'émetteur ou contrôlée par celui-ci;
- b. toute personne ayant accès, conformément aux dispositions, à des informations confidentielles de l'émetteur en raison de sa participation ou de son activité⁵³.

Font donc aussi partie des initiés primaires les personnes qui, au regard du droit en vigueur, sont des auxiliaires ou des mandataires, tels qu'assistants ou conseillers juridiques, ainsi que les personnes subordonnées à la haute direction et ayant accès à des informations sensibles, voire les produisant elles-mêmes (p. ex. responsable de la recherche). Les actionnaires sont également inclus dans le cercle des auteurs potentiels.

En ce qui concerne l'origine des informations d'initiés, il y a lieu de souligner qu'elles ne doivent pas nécessairement provenir de l'environnement professionnel immédiat de l'auteur, c'est-à-dire de l'entreprise concernée elle-même. Ainsi, un collaborateur sachant que son entreprise va conclure, ou a déjà conclu, avec une autre entreprise un contrat non encore rendu public qui se traduira par une croissance sensible du chiffre d'affaires de la seconde entreprise, avec un probable effet positif sur sa cotation en bourse, est aussi un initié primaire. Sont en outre couverts les cas dans lesquels l'initié primaire prend connaissance d'une information confidentielle relative à des circonstances extérieures à l'entreprise, mais de nature à influencer sur le cours de son action, telle que la découverte de nouvelles sources de matières premières ou, au contraire, l'épuisement des sources existantes.

Initié secondaire (al. 3)

L'al. 3 s'applique aux personnes qui ont obtenu une information directement et activement auprès d'une des personnes citées à l'al. 1⁵⁴. Il est indispensable que la personne reçoive l'information aux fins de l'utiliser à son avantage. Par exemple, si, au cours de négociations sur un rachat d'entreprise, l'entreprise visée communique des informations d'initiés provenant de l'autre entreprise à l'acquéreur potentiel et que celui-ci les exploite pour effectuer des transactions, le délit d'initiés est réalisé⁵⁵.

Sont aussi punissables comme initiés secondaires les personnes qui obtiennent des informations d'initiés par un crime ou un délit qu'elles commettent elles-mêmes⁵⁶.

⁵³ P. ex. responsables de la recherche, des fusions et acquisitions ou du service juridique, dans la mesure où la personne n'est pas organe ou membre d'un organe de direction ou de surveillance d'un émetteur ou d'une société contrôlant l'émetteur ou contrôlée par celui-ci ; si c'est le cas, elle tombe sous le coup de la let. a.

⁵⁴ Des exemples typiques sont le partenaire d'un initié primaire ou le journaliste qui, dans le cadre d'une campagne médiatique, est informé à l'avance de faits confidentiels.

⁵⁵ Le personnel de nettoyage qui, dans l'exercice de ses activités, prend connaissance d'informations d'initiés sans qu'elles lui soient destinées (p. ex. en vidant une corbeille à papier) tombe sous le coup non pas de l'al. 3, mais de l'al. 4.

⁵⁶ C'est le cas par exemple d'une personne qui cambriole une maison et y dérobe un ordinateur ou des documents contenant des informations confidentielles.

Personne obtenant une information confidentielle fortuitement (al. 4)

L'al. 4 s'applique aux personnes qui obtiennent des informations d'initiés fortuitement. Du point de vue du résultat de l'acte, il apparaît en effet comme injustifié que celui qui obtient une information confidentielle par hasard, par exemple en recevant un courriel par erreur, et l'exploite ne soit pas lui aussi puni.

Objet de l'infraction

L'infraction a pour objet les valeurs mobilières cotées en Suisse et les instruments financiers dérivés reposant sur ces valeurs, au sens de l'art. 2, let. a. Sont également concernées les transactions sur instruments financiers dérivés non standardisés (produits OTC). Tous les dérivés relatifs à des valeurs mobilières cotées sont ainsi pris en compte.

Information confidentielle susceptible d'influencer les cours

Par information, on entend un incident ou événement réel qui s'est produit dans le passé ou est en train de se produire et qui est susceptible d'être prouvé. Les projets ou intentions existants en font partie. Les estimations, prévisions, spéculations, jugements de valeur, etc. ne sont pas considérés comme des informations, mais les circonstances sur lesquelles reposent ces estimations, prévisions, etc. le sont. Des rumeurs, des présomptions ou soupçons s'avèrent en principe insuffisants. A propos des rumeurs, il convient toutefois de distinguer, car leur existence peut en soi être une information susceptible d'être prouvée. En outre, une rumeur peut très bien reposer sur des informations tombant dans le champ d'application du délit d'initiés.

Une information est confidentielle si elle est connue non pas du public en général, mais seulement d'un petit cercle de personnes, qui disposent ainsi d'une information privilégiée. La communication de cette information doit être susceptible d'influencer notablement le cours des valeurs mobilières concernées (incidence sur les cours).

Avantage pécuniaire en tant qu'élément constitutif objectif

Qu'il s'agisse d'un initié primaire ou secondaire ou encore d'une personne ayant obtenu fortuitement une information confidentielle susceptible d'influencer les cours, l'avantage pécuniaire est un élément constitutif objectif de l'infraction, ce qui signifie que celle-ci n'est réalisée que si un avantage pécuniaire est effectivement acquis.

Si l'auteur a agi dans le dessein de se procurer un tel avantage, mais qu'il ne l'a finalement pas obtenu, seule une punition pour tentative entre en ligne de compte.

Avantage pécuniaire notable en tant qu'élément constitutif qualifié (al. 2)

On trouve déjà la notion d'avantage pécuniaire notable, formulée de manière analogue, dans les éléments constitutifs d'autres infractions relevant du droit pénal de base (CP) ou accessoire, par exemple en matière de blanchiment d'argent (art. 305^{bis}, ch. 2, let. c, CP) et de cas graves de trafic de stupéfiants (art. 19, ch. 2, let. c, loi sur

les stupéfiants⁵⁷: «réalise [...] un gain important»), où un gain net de 10 000 francs est déjà réputé «important»⁵⁸.

Lors de l'application de cet alinéa par les autorités et tribunaux pénaux, il conviendra de fixer le seuil à partir duquel l'avantage pécuniaire tiré d'une opération d'initiés sera considéré comme notable à un montant composé d'au moins six chiffres, cela pour deux raisons: avec un seuil moins élevé, chaque cas allant un tant soit peu au-delà d'une opération d'initiés de peu de gravité serait un cas qualifié, constituant de ce fait non plus un délit, mais un crime, ce qui fausserait le rapport de proportionnalité devant exister entre l'infraction de base et l'état de fait qualifié. De plus, si le seuil était fixé trop bas, il en résulterait une augmentation disproportionnée des charges occasionnées par le contrôle des intermédiaires financiers dans le cadre de la lutte contre le blanchiment d'argent, ce qui n'est pas le but recherché.

Régime d'exception (al. 5)

L'al. 5 dispose expressément d'une exception au délit d'initiés, visant à augmenter la sécurité du droit. Cette exception ne constitue pas un état de fait propre, mais limite la portée des al. 1 à 4.

Cette disposition tient compte du fait que le dessein d'effectuer certaines transactions doit rentrer dans la définition d'information d'initiés, ce qui a toutefois pour conséquence que des transactions – par exemple des achats d'actions en prévision d'une OPA sans que l'acquéreur ne dévoile publiquement son intention à l'avance – peuvent être punissables en vertu de l'art. 44a. Or, chacun s'accorde à reconnaître que ce n'est pas le résultat visé, du moins tant que l'acquéreur ne dispose pas d'informations privilégiées (acquises par exemple à la suite d'une *due diligence*)⁵⁹.

Dans ce contexte, seuls doivent être exclus du champ d'application du délit d'initiés les cas dans lesquels les informations d'initiés consistent uniquement en ceci que l'auteur potentiel a formé l'intention d'effectuer lui-même des transactions ou de charger un tiers de les exécuter pour lui. Celui qui réalise ses projets lui-même bénéficie donc de l'impunité. Il peut s'agir par exemple d'un investisseur qui décide, sur la base d'informations de notoriété publique, de procéder à une OPA ou d'augmenter une participation et exécute cette décision sans la rendre préalablement publique. Celui qui effectue les transactions concernées sur mandat de l'investisseur, par exemple le courtier chargé d'augmenter la participation, bénéficie aussi de l'impunité. Est punissable en revanche le tiers qui agit pour son propre compte, autrement dit, dans l'exemple ci-dessus, le courtier qui achèterait des actions de l'entreprise cible en sus, pour son propre compte.

Si la décision d'effectuer certaines transactions repose elle-même sur des informations d'initiés, l'al. 5 ne s'applique pas et il y a délit d'initiés. Ainsi, lorsque la décision de procéder à une OPA est prise sur la base d'informations présentant le caractère d'informations d'initiés (p. ex. parce qu'elles ont été collectées à la faveur

⁵⁷ RS 812.121.

⁵⁸ Stratenwerth Günter/Wohlers Wolfgang, Schweizerisches Strafgesetzbuch, Handkommentar, Berne 2007, art. 305^{bis} N. 8.

⁵⁹ Si de telles informations spéciales sont disponibles, l'achat des actions n'est possible qu'après la publication de l'intention d'achat ou des faits auxquels les informations spéciales se rapportent. De plus, si une due diligence est accordée à une partie, il est courant sur le marché de lui imposer une interdiction contractuelle de négoce.

d'une *due diligence* ou peut-être même par des méthodes relevant de l'espionnage économique), l'acquisition des actions constitue une opération d'initiés.

Elément constitutif subjectif

Du point de vue subjectif, l'intention doit être donnée. La communication par négligence d'informations d'initiés n'est pas punissable.

Art. 44b Manipulation de cours

L'infraction de manipulation de cours correspond à celle prévue par le droit en vigueur, à l'art. 161^{bis} CP (voir ch. 1.1.4.3). La seule différence est que l'on renonce à qualifier l'avantage pécuniaire d'illégitime. En effet, cet élément de qualification est matériellement inopportun, puisqu'un avantage pécuniaire est réputé illégitime s'il contrevient à des règles juridiques ne relevant pas du droit pénal. Or, comme le droit suisse ne contient aucune disposition précisant quand un avantage obtenu par une manipulation de cours est légitime ou illégitime, la qualification d'illégitime ne repose sur aucun fondement. De plus, le fait que la manipulation de cours ne couvre aucun acte qui puisse être considéré comme une opération légale de soutien du cours parle aussi contre la nécessité de cet élément de qualification.

Art. 44c Compétence

La poursuite et le jugement des infractions aux art. 41, 44a et 44b ressortissent à la juridiction fédérale. L'autorité de poursuite est le Ministère public de la Confédération et le jugement des délits boursiers incombe au Tribunal pénal fédéral et, en dernière instance, au Tribunal fédéral (recours en matière pénale. Art. 78 ss LTF). Dans les cas simples (dits «bagatelles»), le Ministère public de la Confédération peut déléguer la poursuite et le jugement d'une affaire pénale aux autorités cantonales (art. 25, al. 2, CPP; voir à ce propos ch. 1.4.3).

3 Conséquences

3.1 Conséquences pour la Confédération

Du fait du passage de la compétence de poursuite pénale aux seules autorités fédérales, la mise en œuvre du projet générera une augmentation du personnel au niveau de la Confédération. Le Ministère public de la Confédération envisage une augmentation de cinq postes (un procureur, un procureur suppléant, un procès-verbaliste et deux spécialistes de la bourse). Quant à la Police judiciaire fédérale, elle estime ses besoins en personnel à trois enquêteurs spécialisés supplémentaires, ce qui représente un supplément de charges financières d'environ 535 000 francs. Le DFF mise pour sa part sur la réduction d'un poste de travail.

En novembre 2009, le Conseil fédéral a posé les jalons d'un programme de consolidation pour les années 2010 à 2013 freinant la tendance à l'augmentation des effectifs. Une réduction progressive des effectifs atteignant jusqu'à 2 % en 2013 est prévue.

Les besoins en personnel doivent être compensés au sein même de la Confédération. Le Conseil fédéral règlera les détails lors de l'approbation du message relatif à la modification de la loi sur les bourses. Le projet entrera en vigueur au plus tôt en 2013.

L'instauration de la surveillance générale ou de la surveillance élargie des marchés financiers n'aura pas d'incidence sur les finances fédérales, puisque la FINMA est financée par la perception d'émoluments et de taxes de surveillance. L'Autorité de surveillance devra légèrement augmenter son effectif (création de deux à trois nouveaux postes) et il sera dans tous les cas nécessaire d'adapter l'ordonnance sur les émoluments et les taxes de la FINMA.

3.2 Conséquences pour les cantons

Dans les cas simples (cas «batagelles»), le Ministère public de la Confédération peut déléguer aux cantons la poursuite et le jugement des délits boursiers. Sur la base des possibilités que met désormais à sa disposition le code de procédure pénale suisse (rendre une ordonnance pénale dans les cas de moindre importance, art. 352 ss CPP; procédure simplifiée, art. 358 ss CPP), on peut partir du principe que le Ministère public de la Confédération ne fera en fait pas ou que peu usage de la possibilité de déléguer les cas simples (voir à ce propos ch. 1.4.3).

La révision de l'organisation des autorités compétentes en matière de poursuite pénale et de jugement des délits boursiers déchargera en principe les cantons. Dans la plupart des droits cantonaux, il n'existe pas de dispositions régissant spécifiquement la compétence en matière de délits boursiers. Le canton de Zurich n'échappe pas à ce constat. Spécialisé dans les délits économiques, son Ministère public III travaille sur le site abritant de loin la plus grande place boursière suisse et traite logiquement le plus grand nombre de délits boursiers. La compétence locale en matière de délit d'initiés et de manipulation de cours découle du droit fédéral. Lorsque plusieurs compétences locales co-existent, les rapports d'enquête de SIX Swiss Exchange SA sont généralement transmis uniquement au Ministère public III du canton de Zurich (autorité de poursuite pénale sur le site de la bourse), sur recommandation de la Commission de la criminalité économique et de la criminalité organisée (CECO). Sur le plan cantonal, le droit ne subira pas de modifications, si ce n'est minimes.

En ce qui concerne l'estimation de la diminution des effectifs cantonaux, on peut aussi se fonder sur les données empiriques du canton de Zurich. La charge de travail du Ministère public III est très importante, depuis de nombreuses années, pour des ressources financières et humaines limitées. Le transfert du délit d'initiés et de la manipulation de cours au niveau fédéral se traduira donc non par une baisse de l'effectif, mais par une diminution de la charge de travail du personnel en place. Il devrait en aller de même dans les autres cantons, qui ne conduisent toutefois des procédures pour délit d'initiés et manipulation de cours que dans des cas isolés.

Les procédures pour opérations d'initiés sont complexes et risquent souvent de ne pas aboutir à une condamnation, faute de preuves suffisantes. Les frais d'enquête, y compris les indemnités des défenseurs, sont alors inévitablement à la charge de l'Etat. Le transfert du délit d'initiés et de la manipulation de cours au niveau fédéral entraînera donc une diminution des coûts dans les cantons qui mènent effectivement des procédures de ce genre.

3.3 Conséquences pour l'économie

La simplification des instances de recours de droit pénal et la concentration de la poursuite des délits boursiers entre les mains d'une seule autorité se traduira par une optimisation du système suisse de poursuite pénale. Le bon fonctionnement de ce système et, partant, de l'Etat de droit en Suisse dépend du déploiement d'une organi-

sation judiciaire de qualité et efficace. Le monopole de l'Etat en matière de répression s'accompagne donc de l'obligation d'exercer le droit de punir selon une procédure régulière et performante, qui garantisse la paix juridique et la sécurité du droit. La confiance en un système pénal fonctionnant avec efficacité a inmanquablement des répercussions positives sur la place économique suisse.

Sur les marchés financiers, la confiance dans la stabilité du système ainsi qu'envers ses acteurs revêt une importance primordiale. Le projet crée des normes de surveillance plus faciles à appliquer, qui sanctionnent les comportements fautifs sur le marché en tenant compte des réglementations internationales. Assurant ainsi le bon fonctionnement du marché des capitaux et renforçant la confiance dans le système, ces normes sont dans l'intérêt de la place économique et financière suisse. Sur le plan macroéconomique, les acteurs du marché tirent profit de la surveillance générale ou de la surveillance élargie des marchés financiers, car celle-ci, conjointement avec la FINMA chargée de l'appliquer, contribue à une meilleure réalisation des objectifs de la surveillance ordinaire de ces marchés. De plus, étant donné qu'un état de fait peut relever à la fois du droit pénal et du droit de la surveillance, les opérateurs bénéficient de la nouvelle réglementation des compétences pénales et de surveillance également sur le plan microéconomique, puis qu'il en résulte un raccourcissement de la durée totale des procédures engagées et, partant, une diminution des coûts.

En résumé, le projet propose des normes plus faciles à appliquer, aptes à sanctionner efficacement les comportements fautifs sur le marché et tenant compte des réglementations internationales, ce qui ne peut être que dans l'intérêt de la place financière suisse. Que ça soit en droit interne actuel ou en comparaison avec le droit européen, le projet propose de nombreuses modifications importantes qui produiront des effets positifs sur la place financière suisse.

606162

