

Le contrôle de la bourse et l'incrimination du délit d'initié aux Pays-Bas*

John VERVAELE

Professeur ordinaire, Rijksuniversiteit Utrecht

La bourse se métamorphose. Non seulement le marché des valeurs mobilières a fortement augmenté à la bourse, mais les formes et les types de placement s'y sont rapidement modifiés. L'internationalisation du marché boursier et la croissante automatisation mondiale du commerce sont à l'origine d'une expansion, jusque-là inconnue, de la circulation des capitaux. Sous l'influence de l'internationalisation de l'économie et de l'importante croissante des flux de capitaux, la bourse a reçu, après la deuxième guerre mondiale, un rôle toujours plus important. D'une part, les opérations boursières sont de plus en plus devenues le noeud névralgique de l'économie mondiale, d'autre part, la distance entre la production économique et le commerce de valeurs mobilières n'a cessé de croître. L'impact plus important du monde boursier et bancaire a conduit à un processus d'indépendance, au cours duquel la bourse, qui était le baromètre classique de la santé économique des entreprises, s'est transformée en entreprise de capitaux toujours plus autonome. Ce développement recèle le danger de comportements spéculatifs et d'abus. Dans les années 80 et 90, beaucoup de pays et d'instances régionales (notamment la CEE) ont fortement modifié la législation sur la bourse en général, ainsi que le contrôle boursier et les sanctions en particulier. La législation sur la bourse date des années 30 ; elle fait suite au krach boursier de Wall Street. Les conséquences économiques de ce krach ont été si profondes, que désormais les règles du marché libre de la bourse sont soumises à des conditions de droit public et que le respect de ces dernières est assuré par la prise en charge par l'autorité du contrôle et des sanctions.

La législation classique des années trente est maintenant progressivement remplacée sur le terrain par une législation nouvelle, nationale, européenne et internationale. La loi belge de 1835 sur la bourse, la première du continent européen à instaurer un contrôle de droit public, a été révisée sur des points importants en 1989¹. L'accès à la bourse, le devoir d'annonce, l'obligation de prospectus sont soumis à de sévères conditions et sanctions. Par cette réforme législative, un nouvel article 509 *quater* a également été introduit dans le code pénal, article qui prévoit l'incrimination du délit d'initié. Entre-temps, sous l'influence

* . Traduction : Ch. Janssen.

1. Cf. J. Vervaele, *Openbaar overnamebod en misbruik van voorwetenschap : snelt het strafrecht de beurs ter hulp of achterna ?*, *Panopticon*, 1990.1-7.

de la directive européenne² relative au délit d'initié, la disposition 509 *quater* a été rayée du code pénal ; une nouvelle disposition pénale a été reprise, sous l'article 181, dans le livre V de la loi Maystadt relative aux opérations financières et aux marchés financiers³. Le délit d'initié, qui a été remanié et qui est puni plus sévèrement, fait maintenant partie d'une loi spéciale, constituée d'un ensemble cohérent de textes en cette matière (Livre V, art. 181 à 193 L. Maystadt)⁴. Les compétences de la Commission bancaire ont été en outre sensiblement accrues. Contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis et en France, la Commission bancaire ne s'est toutefois pas vu reconnaître des compétences de recherche et d'enquête. En 1934 déjà, le *Securities Exchange Act* (SEA)⁵ est entré en vigueur aux Etats-Unis ; il comportait des règles d'interdiction spécifiques en matière de délit d'initié. Un organe de contrôle et de sanction, la *Securities Exchange Commission* (SEC), fut également instauré. La SEC dispose de compétences de droit public très étendues en matière de contrôle et de sanction ; celles-ci ont encore été accrues⁶ en 1984, dans le *Insider Trading Sanction Act*⁷ et en 1988, dans le *Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act*⁸. La SEC dispose actuellement de la compétence *a*) de donner des injonctions civiles visant à interdire des opérations et à restituer des revenus illégaux ; *b*) d'appliquer des sanctions administratives ; *c*) d'engager une procédure civile visant à l'application de sanctions civiles⁹ et *d*) d'engager une procédure pénale. Cet exemple fut suivi, en 1967, par la France qui instaura la Commission des opérations de bourse (COB)¹⁰. En 1926 déjà, un certain nombre d'actes frauduleux visant à influencer les cours boursiers avaient été érigés en infraction dans le code pénal (art. 419). En 1970, la COB fut chargée du contrôle en matière de délit d'initié¹¹, sanctionné depuis 1967¹². En 1989 et en 1990, les compétences administratives de contrôle et de sanction de la COB ont encore été élargies¹³. La COB dispose du droit de demander tous les documents (devoir de communication) et d'entendre les personnes. Moyennant une autorisation du pouvoir judiciaire, elle peut également procéder à des perquisitions et à des saisies. La COB peut en outre sanctionner administrativement soit par des injonctions de cesser soit surtout par une amende de dix millions de francs et de décuple du profit¹⁴. Ces sanctions admi-

2. Directive en matière de coordination des prescriptions relatives aux transactions des initiés, *JO* 1989, L. 334.

3. Loi relative aux opérations financières et aux marchés financiers, *Moniteur Belge*, 22 déc. 1990. La loi est entrée en vigueur le 1^{er} janv. 1991.

4. Pour un commentaire détaillé de la nouvelle incrimination dans le cadre de la législation spéciale sur la circulation des capitaux, V. Krekels, P. Misbruik van voorkennis naar Belgisch recht : de repressieve keerzijde van de informatiemedaille ?, *Tijdschrift voor Belgisch Handelsrecht*, 1992.3-52. V. également Swennen, H. Hervorming van de financiële markten : de wet van 4 december 1992, *Rechtskundig Weekblad*, 865-874.

5. Securities Exchange Act 1934, 15 U.S.C. § 78A et s.

6. Pour un bon aperçu de la législation, de la jurisprudence et de la pratique des Etats-Unis, V. J.-M. Rapp, L'expérience américaine et l'article 161 CPS, in F. Dessemontet, *La répression des opérations d'initiés*, Lausanne, 1990. 69-108.

7. Pub. L. n° 98-376, 98 Stat. 1264-1265, 15 U.S.C. § 78u (d), 78 (a) (supp. 1985).

8. Pub. L. n° 100-704, 102 Stat. 4677-4684.

9. Ces amendes, prononcées par un tribunal civil, peuvent dépasser de beaucoup le préjudice causé. Traduites en droit continental, celles-ci correspondent à des amendes administratives à caractère pénal.

10. Ord. 67-833, 18 sept. 1967. Pour plus d'explications, V. E. Wymeersch, *De controle op de effectenmarkten in de Lid-Statens van de Europese Gemeenschap*, Bruxelles, 1977, p. 117 et s.

11. L. 23 déc. 1970.

12. Art. 10-1 Ord. 23 déc. 1967.

13. La loi du 12 août 1989 a investi la COB d'un pouvoir sanctionnateur. Cf. aussi L. n° 89-531 et Décr. n° 90-263, 23 mars 1990.

14. Règlement n° 90-08 de la COB, *JO* 20 juill. 1990, p. 8602.

nistratives peuvent d'ailleurs se cumuler avec les peines correctionnelles de l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967, sous réserve que le total des amendes n'excède pas les maxima indiqués¹⁵.

I. — LA RÉGLEMENTATION EUROPÉENNE

Les récentes et importantes réformes législatives nationales s'inscrivent dans un mouvement européen et mondial visant à un contrôle et à une sanction de droit public plus sévères. Un nombre croissant de directives européennes¹⁶ et de traités internationaux en cette matière démontrent également l'importance de la réforme du contrôle boursier pour l'intégration européenne et l'économie mondiale. Depuis le 20 avril 1989, la « Convention sur les opérations financières des initiés » du Conseil de l'Europe est ouverte à la signature des Etats membres. Un Protocole¹⁷ distinct règle la relation entre la Convention et la directive européenne. La Convention ne vaut entre les Etats membres que dans la mesure où elle est complémentaire à la directive de la CEE. L'accent principal de la Convention porte sur l'échange réciproque d'informations en vue de garantir un contrôle plus efficace et d'intervenir préventivement. La Convention ne contraint pas les Etats à instaurer des organes boursiers de contrôle. Une structure légale et administrative adéquate est toutefois supposée être présente en vue de permettre d'engager une enquête, de vérifier des données et d'échanger de l'information. Ceci n'exclut pas l'entraide judiciaire dans les affaires pénales, quand cela s'avère nécessaire, moyennant une application du Traité européen de l'entraide judiciaire dans les affaires pénales. La Convention est entrée en vigueur le 1^{er} octobre 1991 entre le Royaume-Uni, la Suède et la Norvège.

La directive européenne¹⁸ relative aux transactions des initiés n'oblige les Etats membres ni à incriminer le délit d'initié, ni à prévoir des compétences de recherche et/ou de sanction pour les organes de contrôle. La directive impose aux Etats membres de prendre, avant le 1^{er} juin 1992, toutes les mesures en vue d'insérer le contenu de la directive dans leur législation nationale et dans la pratique. La directive contraint les Etats membres d'incriminer le délit d'initié, tel qu'il est décrit dans les articles 1-4, et de le sanctionner d'une manière effective (art. 12). Les Etats membres disposent de la liberté de choix quant au système de sanctions à appliquer. Les Etats membres doivent en outre désigner les autorités et les services (administratifs) responsables du contrôle et de l'application. Ces derniers sont tenus à une collaboration inter-étatique et à un échange d'informations.

15. J.-H. Robert, *Le manquement d'initié*, Editions Techniques, Droit pénal, déc. 1990, p. 1. Cf. aussi N. Decoopman, Le pouvoir de sanction administrative de la COB, *Rev. dr. bancaire et bourse* 1990.16 et M.-C. Robert, *Insider Dealing. Remedies and Enforcement in France*, K. Hopt et E. Wymeersch, o.c. 331-337.

16. D. Hoffman, *Banken und Börsenrecht der EWG*, Baden-Baden, 1990 et J. Hopt, E. Wymeersch, *European Insider Dealing*, Londres, 1991.

17. Protocole à la Convention sur les opérations financières des initiés, *Série des Traités européens*, n° 133, Conseil de l'Europe, Strasbourg, 1989.

18. Directive en vue de la coordination des prescriptions en matière de transactions des initiés, *JO* 1989, L. 334.

II. — LE CONTRÔLE BOURSIER AUX PAYS-BAS ET L'INCRIMINATION DU DÉLIT D'INITIÉ

Dans le cadre des réformes législatives nationales et de l'influence croissante de la réglementation internationale, les réformes récentes, aux Pays-Bas, du contrôle boursier et l'instauration du délit d'initié se révèlent particulièrement intéressantes ; contrairement aux Etats-Unis, à la Belgique et à la France, l'auto-régulation a en effet rempli, aux Pays-Bas, une fonction toujours très importante au sein du contrôle boursier, le rôle de l'autorité ainsi que celui du contrôle et de la sanction de droit public des activités en bourse y a toujours été minime. De plus ce n'est que récemment que le délit d'initié y a été rayé du code pénal pour être transféré dans une législation spéciale¹⁹.

A. — *La loi néerlandaise sur la bourse : auto-régulation et contrôle marginal de l'autorité*

Les Pays-Bas avaient déjà pris des mesures en la matière dès le déclenchement de la première guerre mondiale. La guerre avait en effet conduit à une désorganisation des marchés des valeurs mobilières et même à la fermeture des bourses. Par la promulgation de la *Beurswet 1914* (L. sur la Bourse de 1914)²⁰, l'autorité visait à normaliser la situation à la bourse. La loi sur la bourse avait clairement un caractère temporaire, dû aux circonstances spéciales liées à la guerre. Elle était encore en vigueur, jusqu'à l'année 1992.

La loi sur la Bourse 1914 n'est pas une loi générale, en vertu de laquelle un contrôle est exercé sur toutes les opérations de valeurs mobilières. Elle s'attache seulement au marché de valeurs boursières. Selon l'article 2 de la loi sur la Bourse, le ministre des Finances est l'autorité de contrôle. Il dispose de la compétence d'intervenir ou de faire intervenir réglementairement en matière d'ouverture ou de fermeture des bourses, des cotes en bourse et des opérations boursières. Dans la pratique, le ministre des Finances délègue ces compétences à la *Vereniging voor de Effectenhandel* (Association pour le commerce de valeurs mobilières)²¹. Cette association a un statut de droit privé. Elle est organisée et structurée comme une personne morale et est soumise, à tous égards, au droit d'association de droit privé. Elle dispose d'un monopole légal, puisque la vente et l'achat des valeurs ne sont autorisés que moyennant l'intervention d'un membre de l'association. L'association exerce un contrôle sur ses membres par le biais de son bureau de contrôle, qui dispose de compétences disciplinaires. Ce bureau de contrôle a été érigé en conformité avec les statuts de l'association. En tant qu'organe indépendant, il est compétent en matière de contrôle interne. Sur la base des statuts, le bureau dispose de la compétence d'exercer un contrôle sur le respect tant des obligations prévues par le règlement que des autres prescriptions auxquelles le conseil d'administration soumet les membres par voie de circulaire. Le respect des codes de conduites internes relève également de sa compétence. Les sanctions disciplinaires qui peuvent être prononcées par le bureau de contrôle sont les suivantes : l'avertissement, la réprimande, l'amende

19. Pour un commentaire détaillé, E. Gaillard, I. Pingel, Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne, *RTD eur.* 1991.329-355.

20. Reprise dans les *Wetten Binnenlandse Geldwezen*, Schuurman et Jordens, 143.

21. Cette pratique a été réglée législativement par le *Beschikking Beursverkeer 1947*.

pouvant aller jusqu'à 100 000 florins, la suspension pour une durée de six mois maximum et/ou l'amende et la radiation.

La loi sur la Bourse ne comporte aucune prescription visant à prévenir ou à sanctionner le délit d'initié. Néanmoins, au cours des années, on élaborait, dans les règlements de l'association, des dispositions qui visaient à prévenir les manipulations boursières ou le commerce malhonnête. On développa ainsi des exigences pour l'admission des valeurs à la cote officielle, ainsi que des conditions auxquelles doit satisfaire l'entreprise cotée. L'institution d'émission est également tenue de faire connaître le plus rapidement possible l'information de nature à influencer le cours. En cas de suspicion d'un dispositif d'information non égalitaire, une intervention, fondée sur les règlements, peut avoir lieu : la cote en bourse peut être refusée, les valeurs peuvent être retirées de la cote ou une interdiction de marché peut même être appliquée. Ces mesures avaient pour but de prévenir autant que possible le délit d'initié à la bourse. L'article 8 du *Beschikking Beursnotering 1983* (Arr. relatif à la cote boursière de 1983)²² prévoit ainsi que : « L'association prend toutes les mesures autorisées et utiles en vue d'éviter que les personnes qu'elle emploie ou a employées ne communiquent les informations confidentielles dont elles ont eu connaissance de par leur fonction à autrui, à moins que cela ne se fasse en vertu d'une prescription ».

Dans les années 70, on prit conscience que des mesures législatives complémentaires s'imposaient. En 1972, la Commission en droit des sociétés mena une recherche en vue d'examiner le caractère souhaitable de l'incrimination du délit d'initié. Dans son rapport au gouvernement, la Commission émit un avis partagé. La majorité plaida pour une incrimination du délit d'initié²³. Ceci ne mena toutefois pas à des initiatives législatives.

B. – La deuxième phase : la réforme de la législation sur la bourse

Dans les années 80, les autorités néerlandaises prennent, comme dans beaucoup de pays voisins, l'initiative de réformer et de moderniser la législation sur les valeurs mobilières. Ils donnent, dans cette démarche, la priorité à la protection du commerce de valeurs mobilières qui s'effectue en dehors de la bourse. Les Pays-Bas ne possédaient en effet aucune protection sur ce plan – la loi sur la bourse protégeait seulement les opérations boursières – et se voyaient confrontés à un nombre croissant d'offres de placement douteuses émanant d'entrepreneurs néerlandais et étrangers véreux. En dépit d'un public-cible étranger, ces entrepreneurs s'installaient parfois aux Pays-Bas et ce, uniquement dans le but de contourner la législation étrangère plus sévère²⁴. Des informations suggestives, des faux prospectus, des campagnes de promotion agressives, etc. ont été utilisés en vue de dépouiller l'investisseur crédule de son épargne. En raison de l'absence d'exigence en matière d'implantation et de l'absence de contrôle sur le commerce de valeurs mobilières en dehors de la bourse, ces entrepreneurs avaient les mains libres aux Pays-Bas. La lutte contre cette fraude de valeurs

22. Cet arrêté met en exécution plusieurs directives de la CEE, relatives à la cote officielle (72/279, L66/21), au prospectus (80/339, L100/1) et à la diffusion périodique d'informations (82/121, L48/26). Cet arrêté englobe également le règlement des Fonds de l'Association, relatif aux conditions de la cote au marché officiel de la bourse d'Amsterdam, de 1983.

23. Rapport en matière de délit d'initié, La Haye, 1973.

24. Cf. Exposé des motifs, Deuxième chambre, 1984-1985, n° 3. Il existe ainsi en Belgique un monopole légal en matière d'offres de valeurs mobilières, à savoir chez les agents de change ; l'offre doit être signalée à la Commission bancaire qui exerce un contrôle.

mobilières — et, par ce biais, le maintien ou le rétablissement de la considération dans les matières financières — formait le but principal de la *Wet Effectenhandel 1985* (loi sur le commerce de valeurs mobilières de 1985)²⁵. En vue de protéger les investisseurs potentiels et de rétablir la confiance, cette loi sur le commerce de valeurs mobilières prévoit une information adéquate des investisseurs (potentiels) et un système d'autorisation détaillé. La loi contient une interdiction générale de présenter, en l'absence d'autorisation, l'émission de valeurs mobilières en dehors d'un cercle privé de professionnels ou d'intercéder dans les transactions de valeurs mobilières. Cette règle est destinée à protéger le groupe étendu d'investisseurs, qui ne disposent pas nécessairement de la compétence pour apprécier valablement, en l'absence d'une information adéquate, la nature des valeurs mobilières et la qualité de l'intercession qui leur est proposée. Le ministre des Finances dispose du pouvoir de décision en matière de dispenses à accorder et a dispensé les membres de l'Association pour le commerce de valeurs mobilières de l'interdiction susmentionnée, portant sur l'offre de valeurs mobilières. Une dispense est par ailleurs accordée, dans la mesure où les prospectus sont en vente partout et qu'ils respectent un certain nombre de conditions de base²⁶ — parallèles à celles imposées en bourse. Le même système d'interdiction-dispense vaut pour l'intercession dans les transactions de valeurs mobilières. Une dispense est accordée sur la base de la compétence et de la crédibilité, de garanties financières, de la gestion de l'entreprise et de l'information destinée à être diffusée auprès du public.

Pour terminer, des règles sont prises pour les fonds de placement commun. Il s'agit là de biens mis en commun par divers investisseurs, qui sont gérés par une personne, mais qui, juridiquement, ne sont pas scindés des biens propres de ce gestionnaire. Pour ces fonds de placement, à savoir des contrats à terme de biens, il n'est pas question d'émission (comme en matière de valeurs mobilières). Dans une partie distincte de la loi, les mêmes principes de base en matière d'obligations, existant en cas d'intercession, sont déclarés d'application.

Celui qui, aux Pays-Bas ou depuis ce pays, propose l'émission de valeurs mobilières, intercède dans les transactions de valeurs mobilières ou propose des fonds de placement commun et agit, dans ce cadre, de manière irrégulière ou ne respecte pas les conditions prévues par la *Wet Effectenhandel* (loi sur le commerce de valeurs mobilières), commet une infraction, qui est sanctionnée comme délit par le biais de la *Wet Economische Delicten* (loi sur les délits économiques). Cette loi, qui date des années cinquante, est une loi-cadre visant à la recherche, la poursuite et le jugement des délits économiques²⁷. La sanction prévue pour ces infractions est relativement peu importante, à savoir six mois d'emprisonnement maximum et/ou une peine d'amende de 10 000 florins. Le *Economische Controledienst* (ECD) (Service de Contrôle Economique), l'inspection spéciale du ministère des Affaires économiques, a été désigné, dans un même temps, pour contrôler le respect de la *Wet Effectenhandel*. Les fonctionnaires du ECD sont des officiers judiciaires auxiliaires du ministère public et disposent de compétence judiciaires de recherche.

La *Wet Effectenhandel* a donc instauré, pour la première fois, des compétences de contrôle et de sanction de droit public, même si celles-ci se limitent, jusqu'à présent, au commerce de valeurs mobilières en dehors de la bourse.

25. Reprise dans les *Wetten Binnenlandse Geldwezen*, Schuurman et Jordens, 143.

26. Pour l'interprétation de ces conditions, V. le *Besluit Effectenhandel*, 1986.

27. Pour un commentaire, V. A. Mulder, *Schets van het economisch strafrecht*, Zwolle, 1983 et M. Wladimiroff, *Facetten van het economisch strafrecht*, Arnhem, 1990.

C. – L'incrimination du délit d'initié

L'absence de toute réglementation légale en matière de prévention ou de sanction du délit d'initié ne signifie pas que le secteur soit demeuré passif. Le mécanisme d'auto-régulation a joué là aussi. En 1985, la *Vereniging voor Effectenhandel* (Association pour le commerce de valeurs mobilières) instaura une surveillance sur les valeurs. Le 1^{er} janvier 1987, on incorpora, dans le Règlement des Fonds du marché officiel, un « code modèle de la prévention du délit d'initié ». Dans ce code, il est précisé que les personnes, attachées aux institutions d'émission, ayant accès à de l'information de nature à influencer le cours et ayant connaissance de cette information d'ordre confidentiel, ne pouvaient pas opérer de transactions de valeurs mobilières, que ce soit de manière directe ou de manière indirecte, pour leur propre compte ou pour le compte de tiers. Cette démarche de l'Association s'explique par les scandales retentissants qui se déclenchèrent à l'étranger²⁸. La CEE avait, elle aussi, déjà publié, en 1977, un code de conduite, sous forme de recommandation, pour les transactions de valeurs boursières²⁹. Une disposition relative au délit d'initié y est aussi reprise³⁰.

Le code modèle constitue une partie de l'accord qu'une société doit conclure en matière de cote, lorsqu'elle souhaite voir ses valeurs cotées en bourse. Le code modèle s'adresse donc à la société émettrice, non à celui qui commet le délit d'initié. C'est la société émettrice qui encourt la sanction disciplinaire (réprimande, suspension ou déclaration d'échéance de la cote). La société émettrice est tenue, par le code modèle, d'instaurer une réglementation interne en matière de traitement confidentiel de l'information de nature à influencer le cours et de la faire respecter. Les administrateurs, les commissaires et les autres dirigeants sont par ailleurs soumis à une série de préceptes et d'interdictions.

Face aux scandales boursiers et à la pression internationale croissante émanant de l'étranger, de la CEE et du Conseil de l'Europe, le gouvernement néerlandais n'eut d'autre choix que d'incriminer le délit d'initié. Un projet de loi fut introduit dans ce but en 1987. Le gouvernement opta pour une incrimination dans le code pénal (et non dans la *Wet Economische Delicten*), sous le titre Tromperie/Escroquerie. Il fut proposé d'introduire un nouvel article 336a. Le texte en est le suivant :

Article 336a du code pénal :

« 1. Est puni d'un emprisonnement de deux ans maximum et d'une amende de la cinquième catégorie ou d'une de ces peines seulement, celui qui, disposant d'une information privilégiée, effectue ou met en oeuvre, aux Pays-Bas, une transaction de valeurs mobilières cotées sur une bourse placée sous le contrôle du Royaume, si un avantage quelconque peut découler de la transaction.

28. Il suffit de songer à l'affaire *Kidder-Peabody* aux Etats-Unis et à l'affaire *Guinness-Distillers* au Royaume-Uni.

29. Feuille de publication, L 212/37, 20 août 1977.

30. Sous le n° 9 des dispositions complémentaires, on peut lire : « Toute personne qui, ayant connaissance, par profession ou par fonction, d'une information qui n'est pas rendue publique et qui porte sur une société ou sur le marché au sein duquel les valeurs sont négociées ou sur un événement quelconque qui peut être important pour le marché en général et qui, si elle était rendue publique, serait de nature à influencer de manière sensible le cours d'une ou de plusieurs valeurs, doit s'abstenir de réaliser directement ou indirectement des transactions, pour lesquelles cette information est utilisée et d'en faire part à un tiers, parce qu'elle pourrait ainsi en tirer profit avant que l'information ne soit rendue publique ». Pour le texte complet du code de conduite, V. A. Dresse, *Misbruik van voorwetenschap bij effectenbeurstransacties*, Arnhem, 1986, p. 92.

2. Est puni de la même peine, celui qui, disposant d'une information privilégiée, met en oeuvre, à partir des Pays-Bas, une transaction de valeurs mobilières cotées sur une bourse étrangère, si un avantage quelconque peut découler de la transaction.

3. Le délit d'initié implique la connaissance d'une information privilégiée, spécifiquement liée aux personnes morales, aux sociétés ou aux institutions auxquelles les valeurs se rapportent ou au commerce de valeurs mobilières :

a) par une personne qui sait ou doit raisonnablement supposer qu'elle n'est pas publique et qu'elle ne peut être divulguée ou n'est divulguée hors du cercle des personnes tenues au secret qu'à la suite d'une violation de ce secret ;

b) dont on peut raisonnablement penser que, si elle était rendue publique, elle serait de nature à influencer le cours des valeurs mobilières.

4. N'est pas punissable l'intermédiaire qui, disposant seulement d'une information privilégiée liée au commerce, agit, selon les règles de confiance en vigueur à la bourse, au service de clients. »

Le projet de loi fut accepté en 1989³¹. L'infraction se limite au commerce des valeurs cotées en bourse. On part de l'idée que, contrairement à ce qui se passe le plus souvent dans le commerce boursier, l'initié intervient dans des transactions secrètes de valeurs non cotées et généralement connues et peut donc être poursuivi sur le plan civil pour prestation frauduleuse, erreur ou escroquerie. Le droit pénal, en tant que remède ultime, est utilisé pour protéger la victime des initiés généralement anonymes à la bourse.

Les éléments constitutifs de l'article 336a peuvent être résumés comme suit³². Le suspect a, (a) disposant d'une information privilégiée, dans le sens du code pénal, (b) effectué ou mis en oeuvre une transaction, portant sur (c) des valeurs qui sont cotées sur une bourse placée sous le contrôle du Royaume, pour autant (d) qu'un profit quelconque découle de cette transaction. Une définition est donnée de la notion « d'information privilégiée » dans le paragraphe 3 de l'article 336a. La description comporte trois éléments :

– il doit s'agir d'une information privilégiée portant sur la personne morale à laquelle les valeurs sont liées ou sur le commerce de valeurs mobilières ;

– dont le suspect sait ou doit supposer qu'elle n'est pas publique et qu'elle tombe sous le sceau du secret ;

– et dont on peut raisonnablement penser que, si elle était rendue publique, elle serait de nature à influencer le cours des valeurs mobilières.

L'effet de l'usage d'une information privilégiée sur la position d'égalité des personnes impliquées dans la circulation de valeurs mobilières est d'une importance décisive dans l'incrimination. Une information portant sur les fusions, les cessions, l'évolution des gains, les faillites, etc. peut, selon les circonstances, influencer considérablement le cours. Tout usage prématuré d'une information privilégiée et donc toute inégalité de marché ne constituent toutefois pas un délit d'initié. L'information obtenue par le biais des bureaux de presse ou des revues professionnelles ne tombe pas sous le sceau du secret et son usage n'est donc pas punissable. La réalisation et la mise en oeuvre d'une transaction renvoient tant à la situation au sein de laquelle s'est réalisée l'acquisition ou l'aliénation qu'à tous les autres cas où on amène un tiers à réaliser la transaction, indé-

31. L. 2 févr. 1989 relative au délit d'initié, *Staatsblad* 1989, p. 16.

32. M. S. Groenhijzen, *Strafbaar misbruik van voorwetenschap en Chinese Walls*, *NIBE-Bankjuridische Reeks*, Amsterdam, 1991.

pendamment du fait que ce tiers ait eu ou non connaissance d'une information privilégiée. Bref, toute cause débouchant sur la réalisation du délit d'initié est punissable. Il importe, dans ce contexte, d'envisager non seulement la vente et l'achat de transactions, mais également l'abstention. En théorie, le délit d'omission ne doit pas être exclu de cette matière. En conclusion, il est également important de souligner que la définition du délit ne contient pas de renvoi à l'élément d'« intentionnalité » ou à « l'intention d'acquérir un avantage illégalement ». Un dol spécial n'est donc pas requis. Il n'est pas question non plus d'un lien causal entre la transaction et la détention d'une information privilégiée.

La violation de l'article 336a est punie d'une peine d'emprisonnement de deux ans maximum et/ou d'une peine d'amende de 100 000 florins maximum. Une peine d'amende de 1 000 000 florins maximum peut être infligée aux personnes morales. La détection des délits d'initiés est confiée au Service de Contrôle Economique (ECD), déjà chargé de la recherche des infractions à la *Wet Effectenhandel* (loi sur le commerce de valeurs mobilières). Aux Pays-Bas, la détention préventive et la perquisition, en l'absence de l'ouverture d'une instruction judiciaire — une procédure lourde — dépendent du quantum de la peine, soit une peine de quatre ans. L'article 336a est repris dans l'article 67, paragraphe 1 *sub b*, du code de procédure pénale, ce qui rend possible la détention préventive et surtout la perquisition, en l'absence de l'ouverture d'une instruction judiciaire. Des mesures coercitives comme les perquisitions, les saisies et les écoutes téléphoniques peuvent être prises par le ministère public ou un officier judiciaire auxiliaire³³ en dehors du cadre légal de l'instruction judiciaire.

D. — *Wet Toezicht Effectenverkeer (loi sur le contrôle de la circulation des valeurs mobilières)*

En 1989³⁴, le gouvernement introduisit au Parlement un projet de loi *Toezicht Effectenverkeer* (projet de loi relatif au contrôle de la circulation de valeurs mobilières) (WTE). La loi proposée a un caractère général et inclusif. Le contrôle s'exerce sur le commerce de valeurs mobilières, tant au sein qu'à l'extérieur de la bourse. Le projet de loi a été accepté le 7 mars 1991³⁵. Cette loi est entrée en vigueur en 1992. A cette date, les dispositions contenues tant dans la *Beurswet 1914* (loi sur la bourse de 1914) que dans la *Wet Effectenhandel* (loi sur le commerce des valeurs mobilières) sont abandonnées. La circulation de valeurs mobilières est également soumise à de nouvelles et plus sévères règles.

Le contrôle porte sur quatre domaines, à savoir la relation entre les demandeurs de capitaux et les investisseurs, la relation entre les investisseurs et les intermédiaires, la relation réciproque des investisseurs entre eux et l'organisation du marché boursier. Par la mise en vigueur de la nouvelle loi, la réglementation désuète de la loi sur la bourse de 1914 disparaît, mais une réponse est également apportée à de nouveaux besoins, tels³⁶ :

- de nouvelles règles portant sur un dispositif périodique d'informations relatives aux institutions non-cotées et destinées aux investisseurs ;
- un échange d'informations avec les autorités étrangères ;

33. Les policiers et les fonctionnaires qui ont des compétences de recherche sont des officiers judiciaires auxiliaires du ministère public et disposent donc de compétences judiciaires.

34. Deuxième Chambre, 1988-1989, 21038, n° 3.

35. *Staatblad*, 1991, p. 141.

36. S. Perrick, *Het toezicht op het effectenverkeer in Nederland*, Deventer, 1991.

— une politique de réciprocité à l'encontre des pays n'appartenant pas à la CEE qui empêchent les institutions financières néerlandaises d'accéder à leurs marchés nationaux ;

— un fondement pour la délégation de tâches de contrôle et de compétences, sur le terrain du commerce extérieur à la bourse, à des contrôleurs non étatiques.

En premier lieu, des règles, visant à garantir un bon dispositif d'information du public en matière de valeurs à émettre et à traiter, sont reprises dans la WTE (loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières). Tant pour le commerce de valeurs mobilières à l'intérieur qu'à l'extérieur de la bourse, l'obligation de prospectus lors de l'émission est instaurée en tant que dispositif d'information périodique. Deuxièmement, les intermédiaires et les administrateurs de biens sont dorénavant soumis à une obligation de permis, à l'exclusion de ceux qui sont liés à une bourse.

Le ministre a, sur la base de l'article 18, la compétence de donner des instructions portant sur :

- 1) les règles à utiliser en matière de valeurs boursières ;
- 2) leur application, ou
- 3) le contrôle quant au respect de ces règles.

Ceci ne signifie toutefois pas que le système d'auto-régulation, soumis au contrôle marginal de l'autorité, est abandonné. Depuis le 1^{er} février 1989 déjà, le ministre avait délégué par arrêté le contrôle des bourses à la *Stichting Toezicht Effectenverkeer* (STE) (Fondation pour le contrôle sur la circulation de valeurs mobilières)³⁷. Cette Fondation a été érigée par la *Vereniging voor Effectenhandel* (Association pour le commerce de valeurs mobilières) et l'Association European Options Exchange et ce, après concertation entre le ministère des Finances et le milieu des valeurs mobilières. Les quatre membres du conseil d'administration sont nommés par le ministre des Finances et sont assistés par un directeur-secrétaire, actuellement un fonctionnaire du ministère. L'idée de départ est de confier à l'avenir le contrôle sur les valeurs mobilières, en particulier sur les bourses et sur le commerce extérieur à la bourse, non plus au ministre des Finances, mais à une institution qui n'est pas liée à l'autorité. Par un arrêté ministériel du 24 janvier 1989, entré en vigueur le 1^{er} février 1989, le contrôle, prévu dans la loi sur la bourse de 1914, a été confié à la STE. Dès que la loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières (WTE) entrera en vigueur, il est prévu de transférer toutes les tâches et compétences prévues dans cette loi et susceptibles de délégation à la STE (Fondation pour le Contrôle sur la circulation de valeurs mobilières). Une compétence importante que la Fondation exerce au nom du ministre est l'admission de fonds à la cote en bourse. Cette construction est de plus conforme à l'article 8 de la Directive européenne en matière de transactions d'initiés, qui contraint l'autorité à désigner une « autorité administrative compétente pour le contrôle de l'application des dispositions prises en vue de l'exécution de la directive »³⁸. Il ressort de l'article 20 que le ministre projette également de déléguer l'exécution de la directive européenne en matière de circulation de valeurs mobilières : « 1. Notre ministre peut donner des instructions à

37. Il ressort de l'Exposé des motifs qu'une adhésion au contrôle réalisé au Royaume-Uni a été recherchée. Les compétences de contrôle y sont déléguées, sur la base du *Financial Services Act de 1986*, à des personnes morales de droit privé, le *Securities and Investment Board* (SIB).

38. Directive en vue de la coordination des dispositions en matière de transactions d'initiés, Pb 1989, L 334.

des organisations, conformément aux articles 8 et 12, en vue de conformer les règles, qui valent indifféremment pour les intermédiaires et pour les administrateurs de biens, aux directives en matière de circulation des valeurs mobilières du Conseil des Communautés européennes. Notre ministre peut donner des instructions aux organisations en vue de l'exécution de telles directives. 2. Notre ministre peut donner au détenteur de parts d'une bourse de valeurs mobilières des instructions en vue de l'exécution des directives du Conseil des Communautés européennes en matière de circulation de valeurs mobilières ».

Cette orientation est réalisée avec la WTE (loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières), dans la mesure où la STE (Fondation pour le Contrôle sur la circulation de valeurs mobilières) n'exercera désormais plus ses compétences au nom de l'autorité et où ses tâches acquerront un statut d'indépendance. Plusieurs auteurs critiquèrent le fait que l'on opte, pour l'exercice de cette tâche étatique, pour la formule de la fondation et non pour une personne morale de droit public. En tant que personne morale de droit privé, la STE (Fondation pour le Contrôle sur la circulation de valeurs mobilières) prendra des décisions qui vaudront, conformément à la loi, en tant qu'arrêté susceptible d'un recours d'ordre administratif.

Il est remarquable que, pour la première fois, un titre détaillé relatif au contrôle et à l'exécution, contenant les articles 8 à 28 inclus, soit retenu. Une disposition, formant la base à un échange d'informations — sous réserve du respect du secret — avec d'autres autorités au sein et à l'extérieur du pays, y est notamment reprise. En 1989, un traité a été conclu entre les Pays-Bas et les Etats-Unis dans le domaine de la coopération en matière de commerce de valeurs mobilières. Sa mise en application est dépendante d'une adaptation de la législation interne. La *Securities and Exchange Commission* (SEC) des Etats-Unis a par ailleurs conclu des accords avec des organisations soeurs dans le monde entier, et ce, la plupart du temps, sur la base du *Memorandi of Understanding*³⁹, donc dénués de force contraignante et prévalente.

E. — Transfert du délit d'initié vers la WTE (loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières)

Lorsqu'en 1989 l'article 336a punissant le délit d'initié fut voté, il n'existait pas de réglementation de contrôle détaillée sur la bourse, exception faite de la *Beurswet 1914* (loi sur la bourse de 1914). La *Wet Effectenhandel* (loi sur le commerce de valeurs mobilières) se limitait en effet au commerce à l'extérieur de la bourse. Ce manque est comblé par la mise en vigueur de la WTE (loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières). Sur la base de l'expérience faite en matière de recherche et de sanction des transactions d'initiés et dans la mesure où l'incrimination devait être modifiée, notamment en vue de la conformer à la directive européenne en matière de transactions d'initiés, il a été décidé de retirer l'incrimination du code pénal et de l'insérer dans la loi spéciale sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières (WTE) ; il a également été décidé de lier désormais le délit, comme c'est le cas pour les autres infractions boursières, à la *Wet Economisches Delicten* (loi sur les délits économiques). A côté du délit d'initié qui a été modifié en raison de motifs de technique juridique et de

39. L'International Organization of Securities Commissions (IOSCO) a fixé, en 1990, les principes de base du *Memorandi of Understanding*.

besoins d'adaptation, la tromperie du public a également été incriminée séparément :

Article 31 a de la WTE :

« 1. Il est interdit à quiconque, disposant d'une information privilégiée, d'effectuer ou de mettre en oeuvre aux Pays-Bas une transaction de valeurs mobilières, cotées sur une bourse de valeurs reconnue en vertu de l'article 16, si un avantage quelconque peut découler de la transaction.

2. Il est interdit à quiconque, disposant d'une information privilégiée, d'effectuer ou de mettre en oeuvre aux Pays-Bas une transaction de valeurs mobilières, cotées sur une bourse de valeurs établie hors des Pays-Bas, si un avantage quelconque peut découler de la transaction.

3. Le délit d'initié implique la connaissance d'une information privilégiée, spécifiquement liée aux personnes morales, aux sociétés ou aux institutions auxquelles les valeurs se rapportent ou au commerce de valeurs mobilières :

a) par une personne qui sait ou doit raisonnablement supposer qu'elle n'est pas publique et qu'elle ne peut être divulguée ou n'est divulguée hors du cercle des personnes tenues au secret qu'à la suite d'une violation de ce secret ;

b) dont on peut raisonnablement penser que, si elle était rendue publique, elle serait de nature à influencer le cours des valeurs mobilières.

4. L'interdiction du premier et du deuxième paragraphe ne s'applique pas à l'intermédiaire qui, disposant seulement d'une information privilégiée liée au commerce, agit, selon les règles de confiance en vigueur à la bourse, au service de clients.

5. Le tribunal de première instance d'Amsterdam est seul compétent pour les faits punissables, tels que prévus dans le premier paragraphe ».

Article 31b :

« Il est interdit à quiconque émet des valeurs ou est chargé de cette tâche, ou prête sa collaboration au placement de valeurs mobilières, de tenter d'amener le public à une souscription ou à une participation en taisant intentionnellement, en falsifiant l'objet de la transaction ou en promettant de faux faits ou circonstances ».

Article 31c :

« La violation des dispositions d'interdiction des articles 31a et 31b constitue une infraction ».

Vu que le délit d'initié et la tromperie du public sont désormais devenus des délits économiques, les articles 17 à 20 inclus de la *Wet Economische Delicten* (loi sur les délits économiques) y sont d'application ; conformément à ceux-ci, le ECD (Service de contrôle économique), le service spécial de recherche chargé de tous les délits relevant de la WTE (loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières), pourra exercer ses compétences de recherche en ce domaine. Cela signifie, dans la pratique, que les compétences étendues de recherche, prévues dans la WED (loi sur les délits économiques), peuvent être utilisées, ce qui peut améliorer l'efficacité de la lutte contre la criminalité boursière. Sur la base des articles 17 à 27 WED, les fonctionnaires chargés de la recherche disposent en effet de compétences étendues en matière de perquisition, de saisie, etc. Le transfert de la loi présente par ailleurs l'avantage que la détection de tous les délits boursiers relève de la compétence du ECD (Service de contrôle économique) et

que la réunion de toutes les compétences de recherche produit des résultats. La STE (Fondation pour le contrôle sur la circulation de valeurs mobilières), en tant que chargée du contrôle, demeure compétente en matière de demande de renseignements et de mise en oeuvre d'enquêtes auprès des intermédiaires autorisés et des administrateurs de biens, auprès des bourses de valeurs mobilières reconnues, etc. Les personnes contactées sont tenues à la collaboration, en ce compris la communication de tous les livres et documents. Il est évident qu'une collaboration entre le contrôle exercé par la STE et la détection relevant du ECD doit être élaborée.

Le transfert vers la loi WTE n'apporte rien de neuf sur le plan de la sanction. La peine d'emprisonnement maximum est en effet de deux ans et la peine d'amende maximum s'élèvera le plus souvent à 100 000 florins. Jusqu'à présent, les possibilités de restitution d'un avantage illégalement acquis sont plus étendues dans le WED que dans le code pénal, mais celle-ci sera, dans un avenir proche, également possible pour les délits de droit commun⁴⁰.

F. – La sanction des personnes morales

Un aspect important, dans l'approche pénale des transactions d'initiés, consiste dans le fait que, aux Pays-Bas, la personne morale peut être reconnue responsable pénalement de tous les faits punissables et peut donc, par voie de conséquence, être sanctionnée. Dans la mesure où ces transactions ont généralement lieu dans le cadre d'entreprises, le lien avec la personne morale est presque toujours présent. Dans cette optique, il paraît utile d'éclairer davantage les conditions de base de la responsabilité pénale des personnes morales en général et des dirigeants de fait de l'entreprise en particulier. La doctrine étrangère peut en effet apprendre beaucoup sur ce point.

1. L'imputation de l'infraction à la personne morale⁴¹

La loi ne fournit aucun critère, à partir duquel il serait permis de déterminer, sous quelles circonstances, une personne morale peut être considérée, dans un cas concret, comme ayant accompli le fait. C'est pourquoi, depuis 1945, cette carence a été comblée, aux Pays-Bas, par la jurisprudence. En 1945, le magasin Vroom en Dreesman a été poursuivi sur la base d'une infraction à la réglementation des prix, infraction pour laquelle l'intention ou la faute ne sont pas exigées. Il existait, dans l'entreprise, une instruction de la direction, interdisant de vendre au-dessus du prix légal maximum. En dépit de ce fait, l'entreprise fut condamnée. Quatre critères importants pour l'imputation de l'infraction à la personne morale ressortent de la décision de la *Hoge Raad* (Haute cour de justice)⁴² :

Il doit s'agir d'une personne qui :

1. au service d'une entreprise ;

40. Wetsontwerp van 5 april 1990 ter verruiming van de mogelijkheden tot toepassing van de maatregel van ontneming van wederrechtelijk verkregen voordeel en andere vermogenssancties. V. le rapport du Groupe de travail projets de sanctions patrimoniales, ministère de la Justice, La Haye, 1988, et M. S. Groenhuijsen et A.M. Van Kalmthout, *Voordeelsontneming in het strafrecht*, Arnhem, 1989.

41. R. A. Toppinga, *Strafbaarheid van rechtspersonen*, Arnhem, 1984 ; N. Jörg, *Strafrechtelijke aansprakelijkheid van rechtspersonen door dodelijke ongevallen naar Engels en Nederlands recht*, *Panopticon*, 1991, p. 233-248.

42. Arrêt *V & D*, HR 27 janv. 1948, 197.

2. dans le cadre de ses compétences normales et
3. de ses tâches
4. a agi au profit de l'entreprise.

Un nouveau pas fut accompli, en 1954, dans l'arrêt *Ijzerdraad*, arrêt portant sur l'imputation fonctionnelle de l'infraction dans une entreprise à une personne. Une personne morale, propriétaire d'une entreprise à une personne, soupçonnée d'exportation illégale, a été condamnée par le tribunal sur la base du critère *V & D*. La Haute Cour émit un autre avis et n'imputa pas l'infraction au propriétaire qui, en sa qualité de propriétaire, s'était vu déclaré pénalement responsable. La Haute Cour avait en effet acquis la conviction que « les agissements récusés ne pouvaient être retenus comme comportements du suspect que si celui-ci avait la capacité d'en disposer, qu'ils aient lieu ou non et que si ces agissements en tant que tels pouvaient être attribués au suspect, dans la mesure où il ressortirait du déroulement des faits que le suspect a marqué son accord ou avait l'habitude de marquer son accord à l'accomplissement de ceux-ci »⁴³.

La percée du critère de l'arrêt *Ijzerdraad*, à savoir le pouvoir de disposition et d'acceptation, applicable à la personne morale, fut réalisée avec l'arrêt *Kabeljauw*. Un armateur, personne morale, a été poursuivi pour pêche illégale. Il avait équipé son bateau de filets spéciaux en vue de la pêche à la sole et à la plie et avait donné mission de pêcher ces types de poisson. Le tribunal appliqua le critère *V & D* et considéra que la mission donnée constituait un motif suffisant d'acquiescement. La Haute Cour jugea opportun d'appliquer le critère *Ijzerdraad*, même dans le contexte d'une personne morale, et mit à l'épreuve le pouvoir de disposition et d'acceptation. En 1979 déjà, la Haute Cour avait admis⁴⁴ que « l'exercice de la pêche » ne relève pas seulement de l'équipage du bateau, mais également de celui qui, en tant qu'armateur ou propriétaire, agit de sorte que cet exercice entre en opposition avec l'interdiction. Dans l'arrêt *Kabeljauw II*⁴⁵, la Haute Cour compléta le concept « agir » et établit qu'il ne pouvait être retenu que si « les actes accomplis à bord du bateau pouvaient être considérés comme des actes du suspect ». Ce serait le cas, si le suspect pouvait en disposer qu'ils aient lieu ou non et que si ces agissements en tant que tels pouvaient être attribués au suspect, dans la mesure où il ressortirait du déroulement des faits que le suspect a marqué son accord ou avait l'habitude de marquer son accord à l'accomplissement de ceux-ci.

En résumé, deux conditions cumulatives sont nécessaires pour imputer l'infraction à la personne morale : la personne morale *a)* doit pouvoir disposer de la faculté d'exhiber ou non un comportement punissable, c'est-à-dire qu'elle disposait de la faculté d'interdire ou de réguler ce comportement punissable et *b)* a autorisé ce comportement, ou du moins a accepté dans le passé un comportement analogue. L'acceptation ne signifie pas pour autant que la personne morale accepte elle-même formellement l'acte ; il doit en fait ressortir que l'acte interdit a été accompli dans le cadre de la politique menée par la personne morale au sein de l'entreprise.

La question qui se pose toutefois est celle de savoir si l'intention ou la faute, en tant qu'éléments subjectifs du délit, peuvent être attribuées à la personne morale. Là aussi le législateur a laissé une lacune. Dans l'exposé des motifs, à l'article 51 du code pénal, il est répondu que l'attribution de l'élément intentionnel,

43. Arrêt *Ijzerdraad*, HR 23 févr. 1954, *NJ* 1954.378.

44. Arrêt *Kabeljauw I*, HR, 12 juin 1979, *NJ* 1979.555.

45. Arrêt *Kabeljauw II*, HR 1^{er} juill. 1981, *NJ* 1982.80.

dans le chef de la personne physique, à la personne morale au service de laquelle elle est, dépendra de l'organisation interne de la personne morale, ainsi que de la fonction et de la responsabilité qui sont reconnues à la personne physique⁴⁶. Il s'agit ici d'un problème difficile, à propos duquel relativement peu de jurisprudence existe. La punissabilité de la personne morale découle en effet du droit pénal économique. Dans le droit pénal économique, la poursuite d'une personne morale sur la base d'un délit économique accompli intentionnellement (infraction) forme plutôt l'exception que la règle. Pour les infractions économiques, l'élément intentionnel n'est pas exigé. Par contre, en droit pénal commun, il est exigé que l'auteur de faits pénaux graves (infractions) agisse ou s'abstienne, soit sciemment et volontairement (intention-dol), soit par négligence grave, imprudence ou imprévoyance (faute). Il ressort toutefois clairement de la jurisprudence que la personne morale peut agir intentionnellement et que l'attribution de l'intention ou de la faute de la personne morale ne doit pas nécessairement être limitée aux organes ou mandataires des personnes morales⁴⁷. On ne doit pas perdre de vue que l'exigence de l'élément intentionnel en droit pénal n'implique pas qu'il y ait connaissance du caractère interdit et punissable de l'acte. La personne (morale) doit seulement être consciente que le comportement récusé s'accomplit (intention neutre)⁴⁸. L'omission (*culpa*) peut également être attribuée aux personnes morales. La conscience, la connaissance de l'absence prolongée d'une bonne gestion qui est imposée à une entreprise, constituent une violation de leur obligation en matière de gestion.

Torringa répond à la question relative à l'attribution de l'intention ou de la faute à la personne morale par les considérations suivantes :

« — s'il existe un arrêté du conseil d'administration, la faute ou l'intention qui y est inscrite doit en principe toujours être attribuée à la personne morale ;

— s'il n'existe pas d'arrêté du conseil d'administration, mais qu'il est question d'effectuer des missions, la faute ou l'intention volontaire qui y est inscrite peut également être attribuée à la personne morale. La même chose vaut lorsqu'il est question de l'acceptation consciente d'actes fautifs, essentiellement quand il est question de coutume dans la conduite de l'entreprise. La faute ou l'intention sont alors inclus dans la politique menée dans l'entreprise ou dans le cours réel des affaires au sein de la personne morale ;

— la présence de la faute ou de l'intention chez les employés ou les exécutants de fait peut, sous certaines circonstances, être attribuée, par extension, à la personne morale. Il peut y avoir fusion d'une intention ou d'une faute fragmentée, émanant de plusieurs personnes physiques »⁴⁹.

2. La punissabilité des dirigeants de fait, fondée sur l'imputation de l'infraction à la personne morale

Lorsque la culpabilité de la personne morale est établie, la responsabilité des personnes impliquées dans celle-ci peut être évoquée en cette matière. Il ressort immédiatement de l'article 51 qu'il ne peut être question, à strictement parler, de la responsabilité pénale de l'administrateur. La qualité d'administrateur ou de commissaire ne forme pas une condition pour la punissabilité fondée sur cette base. Il s'agit d'une responsabilité des cadres en général.

46. Exposé des motifs, 19.

47. V. par ex. l'arrêt *Nut*, HR 16 juin 1981, *NJ* 1981.586 et HR, 29 mai 1984, *NJ* 1985.6.

48. HR 18 mars 1952, *NJ* 1952.314, V. également P.L. Dijk, *op. cit.* 103-105.

49. R. A. Torringa, *De rechtspersoon als dader ; strafbaar leidinggeven aan rechtspersonen*, Arnhem, 1988.

Le fait d'assumer effectivement la direction du comportement interdit est un concept distinct qui n'a rien à voir avec l'imputation de l'infraction à la personne physique. Il s'agit de la possibilité de poursuite, fondée sur l'imputation de l'infraction à la personne morale. C'est pour cette raison que l'on doit clairement distinguer la direction effective (et l'attribution d'une mission) de l'imputation de l'infraction et de la participation au comportement interdit ou de l'intention ou de la faute qui y sont liés. La responsabilité de ceux qui attribuent la mission et des dirigeants de fait vaut tant pour l'acte que pour l'abstention. La loi ne circonscrit pas ce que recouvre précisément la direction de fait ; c'est à la jurisprudence qu'il incombe de compléter cette définition. L'affaire *Slavenburg* est incontestablement l'affaire la plus spectaculaire et la plus décisive pour la concrétisation de ce concept⁵⁰. A la fin des années 70, la banque Slavenburg avait la mauvaise réputation d'être spécialisée dans la gestion, le blanchiment et l'écoulement de l'argent noir. Une enquête menée professionnellement conduisit à l'arrestation du chef de l'entreprise et à deux jugements importants de la Haute Cour⁵¹. Un problème découlait cependant du fait que les actes avaient été perpétrés dans diverses agences et qu'il n'était pas question de l'engagement personnel direct et actif des personnes poursuivies. Tout reposait sur la culture existante au sein de l'entreprise.

Le tribunal de La Haye avait établi, dans un premier jugement fondé sur l'obligation de soin incombant aux suspects, que la punissabilité peut aussi être retenue, lorsque le dirigeant aurait dû être au courant du comportement interdit ; ce qui se rapproche de la responsabilité pénale objective. Dans la première décision dans l'affaire *Slavenburg*, la Haute Cour n'a pas retenu ce critère et a établi d'une manière malencontreuse et restrictive que : « il ne peut être admis qu'une personne a effectivement assumé la direction de fait d'un comportement interdit que si elle était au courant de ce comportement »⁵².

Dans une deuxième décision que la Haute Cour a élaborée dans cette affaire, il revient sur son premier arrêté. La Haute Cour utilise le critère *Ijzerdraad* (cf. *supra*) et l'applique à la responsabilité du dirigeant de fait ou de celui dont émane la mission :

« 5.1.1. Dans certaines circonstances, l'on peut parler de la direction de fait de comportements interdits, si le cadre concerné ne prend pas les mesures en vue de les prévenir – alors qu'il est compétent pour le faire ou raisonnablement tenu de le faire – et qu'il accepte consciemment le risque considérable que les comportements interdits s'accomplissent. Dans cette situation, le cadre mentionné ci-dessus est considéré comme ayant favorisé volontairement le comportement interdit.

5.1.2. L'acceptation consciente du risque considérable repris sous le point 5.1.1. peut se réaliser, si les éléments relatifs à l'accomplissement de faits punissables par la banque et connus par le suspect avaient un lien direct avec les comportements interdits repris dans l'acte de poursuite. »

Bref, il n'est donc pas exigé que la personne dirigeante ait eu connaissance des faits punissables, pour lesquels la culpabilité de la personne morale est établie, et qui forme donc la base pour sa propre poursuite, fondée sur l'article 51, para-

50. Comm. A. Mulder, *Feitelijk leiding geven aan de verboden gedraging, indien het strafbaar feit door een rechtspersoon is begaan*, *Tvvs, Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen*, 88/213-219 ; R.A. Toppinga, *op. cit.* et P.L. Dijk *op. cit.* p. 97-122.

51. Pour plus de détails sur cette intéressante affaire de crime en col blanc, V. C.H. Brants et K.L.K. Brants, *De sociale constructie van fraude*, Arnhem, 1991.

52. HR 19 nov. 1985, *NJ* 1986.125-126.

graphe 2, 2° du code pénal. S'il ressort que le cadre avait connaissance d'autres comportements interdits présentant un lien étroit avec les faits punissables, on doit alors supposer que le cadre a accepté consciemment le risque considérable de l'accomplissement des faits récusés. Sur la base de cette construction de la prise de connaissance, il est dès lors considéré comme responsable.

Pour que le dirigeant de fait puisse être reconnu comme responsable, il faut d'abord qu'il occupe une fonction dirigeante. C'est le contenu effectif de sa position, et non sa désignation formelle, bien que celle-ci ne soit naturellement pas dénuée de signification, qui est retenue dans cette optique. Le fait que quelqu'un est compétent et raisonnablement tenu de prendre, à partir de sa position de fait, des mesures en vue de prévenir des faits punissables dans une situation concrète est décisif. Ceci signifie également que les employés peuvent, dans certaines circonstances, être considérés comme dirigeants de fait. En deuxième lieu, le dirigeant de fait doit avoir eu personnellement connaissance de faits au moins similaires (culture de l'entreprise) et avoir pris consciemment un risque en s'étant abstenu de prendre des mesures de prévention.

Le critère *Slavenburg* peut donc se résumer de la façon suivante⁵³ :

1. le dirigeant doit avoir, au sein de la personne morale, une position de pouvoir telle qu'il pouvait agir sur le comportement interdit ;

2. le dirigeant doit avoir eu personnellement connaissance de faits — pour le moins similaires —, de telle sorte qu'il soit tenu — et compétent en vertu de sa position de pouvoir — de prendre des mesures de prévention ;

en ne prenant pas ces mesures, il doit avoir accepté consciemment le risque considérable de l'accomplissement des comportements interdits, de telle sorte qu'il puisse être considéré comme ayant favorisé volontairement le comportement interdit.

CONCLUSION

Nous avons montré combien les développements économiques nationaux et internationaux et la circulation des capitaux qui y est liée ont conduit à une réforme juridique en profondeur du contrôle de la bourse. Pour la première fois dans l'histoire européenne, une réglementation européenne régionale est élaborée, tant par le Conseil de l'Europe que par la Communauté européenne.

L'interdiction et la sanction du délit d'initié occupent une place centrale dans ce contrôle de la bourse. Tant la réforme de la loi belge sur la bourse (1989) que la loi Maystadt (1990) s'inscrivent dans cette ligne ; il en va de même de la nouvelle loi néerlandaise sur la bourse, de la loi sur le contrôle de la circulation de valeurs mobilières et de l'incrimination du délit d'initié.

Il subsiste cependant encore d'importantes différences quant à la réalisation juridique du contrôle et des compétences de contrôle, de recherche et de sanction. Le contrôle, la détection et la sanction des infractions boursières relèvent en effet exclusivement de la compétence des Etats membres, même si la norme boursière revêt toujours davantage un caractère européen et international. La question de savoir si une harmonisation du contrôle et de son application ne sont pas nécessaires peut être posée, non seulement du point de vue de l'effec-

53. R. A. Toppinga, *op. cit.* 56.

tivité, mais également du point de vue de la protection juridique. En conclusion, il apparaît que, sur ce terrain, une grande latitude est laissée aux compétences discrétionnaires ou à la liberté de mener la politique au sein de la pratique. La Commission bancaire belge n'est pas obligée d'avertir immédiatement les autorités judiciaires d'une éventuelle infraction aux règles en matière de délit d'initié. Elle dispose d'une « compétence de classement ». On remarque également que dans la réglementation néerlandaise une grande liberté dans la conduite de la politique est créée par l'auto-régulation. Tout le monde affirme que ceci est une bonne chose et que l'application mathématique des règles de sanction aurait un effet contre-productif. La question lancinante qui se pose et continue à se poser est celle de savoir pourquoi cette motivation est seulement invoquée dans le cadre de la criminalité économique ?