

PRESSES
UNIVERSITAIRES
DE FRANCE

Maurice-Christian Bergerès
Philippe Duprat

Les Infractions boursières

218999-1

33

702/17

QUE SAIS-JE ?

Les infractions boursières

MAURICE-CHRISTIAN BERGERÈS

Professeur à l'Université Montesquieu-Bordeaux IV
Avocat à la Cour

PHILIPPE DUPRAT

DEA de droit privé
Lauréat de la Faculté de Droit de Bordeaux
Avocat à la Cour



8.2

28960

(3145)

DL-08 10 1996 37328

DES MÊMES AUTEURS

En collaboration :

Accidents de la circulation, Delmas, 1989.

Guide de la création d'entreprise, Delmas, 1993.

Les dirigeants de sociétés. Statuts juridique, fiscal et social, Delmas, 1994.

De Maurice-Christian Bergerès :

Le contrôle fiscal, Delmas, 1988.

Contentieux communautaire, PUF, coll. « Droit fondamental », 2^e éd., 1994.

ISBN 2 13 047815 8

Dépôt légal — 1^{re} édition : 1996, septembre

© Presses Universitaires de France, 1996
108, boulevard Saint-Germain, 75006 Paris



INTRODUCTION

Selon le général de Gaulle : « La politique de la France ne se faisait pas à la corbeille. » Quelques années plus tard, un Premier Ministre socialiste pouvait affirmer en des termes châtiés : « La bourse, j'en ai rien à cirer ! » L'expression traduisait un sens de la nuance assez peu commun mais elle s'inscrivait peut-être involontairement dans le droit fil de la pensée gaulliste.

Ce désintérêt ne peut être à l'évidence partagé par le juriste. En effet, la bourse est, pour reprendre les analyses économiques classiques, le marché idéal sur lequel sont confrontées les offres et les demandes de valeurs mobilières. Or, ce marché ou plus exactement ces marchés drainent des capitaux considérables. Certaines capitalisations boursières sont en effet supérieures à bon nombre de budgets étatiques.

Il va sans dire que, compte tenu du montant des intérêts en jeu, ces marchés ne peuvent prospérer que dans le cadre de carcans juridiques particulièrement étroits. En effet, les opérateurs ne peuvent légitimement cumuler deux séries d'aléas : des aléas économiques et des aléas juridiques. On pouvait dès lors penser que la répression des infractions boursières aurait été érigée très tôt en impératif. Or, tel n'a pas été le cas. « Ainsi, avant la modification de l'ancien article 419 du Code pénal par la loi du 3 décembre 1926, il n'existait pas, ou de manière insignifiante, de dispositions réprimant en tant que telles

les infractions boursières.»¹ Si l'on dépasse le strict terrain pénal pour s'attacher à la répression que l'on peut qualifier d'administrative, la célérité n'a guère été également de mise sur ce terrain. Ce n'est qu'en 1967 qu'a été créée par l'ordonnance n° 833 la Commission des Opérations de Bourse sur le modèle de la « Securities Exchange Commission ».

Les textes créateurs de la COB sont ainsi à l'origine d'un véritable corpus de règles qui n'apparaît pas, au demeurant, totalement satisfaisant. Peut-être est-ce lié aux particularismes des infractions boursières ?

I. — Le particularisme des infractions boursières

Il existe une tendance évidente pour les disciplines juridiques à s'auto-ériger en branche autonome. Le cas a été très net pour le droit fiscal ; le phénomène apparaît latent pour ce que l'on peut appeler le droit de la bourse ou le droit boursier. Cette volonté de cultiver une indépendance jalouse s'appuie parfois sur des particularismes irréductibles. Ces derniers ne sont guère niables. En matière d'infraction boursière, ils sont même poussés jusqu'à la caricature.

Deux séries d'éléments paraissent devoir caractériser les infractions boursières.

1. L'extrême technicité des opérations. — L'affirmation peut passer pour un truisme. Il n'en reste pas moins que peu de disciplines juridiques réglementent des opérations aussi complexes. Jusqu'à il y a une dizaine d'années, les marchés et mécanismes boursiers pouvaient être appréhendés sans trop de difficultés par

1. Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, *Droit de la Bourse*, LITEC, 1994, n° 380.

le « bon père de famille » du Code civil. Il n'en est plus de même. Certains marchés sont devenus le monopole de praticiens de haut niveau qui s'affrontent sur des stratégies mathématiques ou « chartistes ». Ce phénomène est aggravé par la multiplication des marchés comme le MONEP ou le MATIF.

L'intérêt évident de ces nouveaux marchés est de permettre une couverture des risques. Pratiquement chaque risque peut ainsi être assuré. Ceci va donc à terme déboucher sur une multiplication quasi exponentielle des options. Ainsi, après avoir lancé deux options sur les parités dollars-mark et dollar-franc, le MATIF a élargi sa gamme avec deux nouvelles options sur le sterling-mark et le mark-lire. Il s'agit de devises dont l'importance en termes d'échanges commerciaux en Europe est grande mais dont les fluctuations sont très fortes. Un nouveau produit de couverture, souple, efficace et sûr s'imposait donc (*La Tribune Desfossés*, lundi 22 mai 1995).

A ces difficultés qui sont inhérentes à l'utilisation de produits sophistiqués, il convient d'ajouter la mondialisation des échanges¹ et le caractère quasi instantané des transactions. Il en résulte souvent des difficultés non négligeables au niveau de la charge de la preuve. Le juriste aura souvent à résoudre une interrogation essentielle : où le contrat, où la transaction se sont-ils noués ?

1. La globalisation des marchés implique aussi logiquement une prise de conscience de la globalisation des risques. Les pertes retentissantes de Barings ont mis en évidence le manque de communication entre les bourses et les régulateurs japonais et singapouriens d'une part, et, d'autre part, le flou qui entourait le sort des fonds clients étrangers de la Barings, tous logés dans un compte commun au SIMEX de Singapour. Des études ont été menées par divers organismes (le groupe des Trente, le Comité de Bâle, le Commodity Futures Trading Commission, Future Industrie Association) afin d'éliminer le risque mais aussi de déterminer les responsabilités des régulateurs des intermédiaires et des clients eux-mêmes.

Dès lors le juriste et, plus particulièrement, les autorités répressives se trouvent la plupart du temps assez largement désarmés face à des infractions qui s'appuient sur des relais bancaires situés dans des paradis fiscaux où le secret des transactions est érigé en principe cardinal. Le recours systématique à des intermédiaires plus ou moins occultes rendra l'opération extrêmement difficile à reconstituer par exemple par un juge d'instruction. Les difficultés qui sont apparues lors de l'affaire Péchiney-Triangle sont particulièrement révélatrices de cet état de fait.

Logiquement une répression efficace implique une coopération internationale sans faille¹. Or, il n'en est pas toujours ainsi. Les lacunes de la réglementation et de la coopération internationale permettent le développement de fructueuses escroqueries téléphoniques. Des sociétés installées dans certains États s'emploient jour et nuit à convaincre par téléphone les investisseurs du monde entier d'acheter, par exemple, certaines actions d'une société d'exploitation de mine d'or cotées sur le marché hors cote américain (le marché Over the Counter ou encore OTC). L'escroquerie est classique. Dans une première étape, on envoie à la personne prospectée une lettre d'information financière gratuite, dans laquelle se trouvent distillées quelques informations confidentielles concernant les sociétés supports de l'escroquerie. Au cours d'une deuxième étape, les vendeurs par téléphone appellent leurs clients potentiels pour leur faire miroiter des plus-values, le client a été alléché par l'information confidentielle et par des

1. Un certain nombre d'accords ont été conclus par la COB avec ses homologues étrangers (cf. notamment accord d'assistance mutuelle du 14 décembre 1989 avec la SEC, accords du 31 janvier 1992 avec la Commission des valeurs mobilières du Québec, accord du 23 octobre 1992 avec la Comisión nacional de valores du Mexique, accords du 26 juillet 1993 avec la Commission bancaire et financière de Belgique).

espoirs de gains rapides. Il verse un ticket d'entrée relativement faible ; il va sans dire que lorsqu'il voudra vendre les titres, ceci se révélera impossible car les cours avaient été au préalable manipulés et il n'y a pratiquement pas de marché. Face à de telles pratiques, les épargnants se trouvent assez largement désarmés et ils ne peuvent compter que sur une aide souvent incertaine de la Commission des opérations de bourse (cf. *La Vie française*, 4 au 10 novembre 1989, *Les ripoux de l'épargne*, p. 86).

2. Le « suivisme » de la réglementation. — Dans certaines branches du droit, il existe pourrait-on dire, une course entre la mise en place d'un comportement douteux et sa répression par l'édiction d'une réglementation. Le cas du droit fiscal est assez symptomatique à cet égard. Le droit boursier pousse, pourrait-on dire, la logique jusqu'à la caricature. Il en résulte deux conséquences :

— Les règles du droit boursier ont rarement un caractère normatif. Pour reprendre la terminologie de l'école de Bordeaux, il s'agit le plus souvent de règles techniques qui sont aussi éloignées du droit que l'est le Code de la route du Code civil.

— Cette réglementation ne peut dès lors être édictée par le législateur, au demeurant personnage mythique de notre vie politique. La lutte contre les comportements répréhensibles ne peut passer que par la mise sur pied d'une réglementation quasi immédiate, bref, d'une réglementation qui ne peut émaner de la loi.

La réglementation boursière s'apparente ainsi, et pourrait-on dire, nécessairement à un néo-corporatisme.

Il en résulte une multiplicité de textes dont certains comme les instructions et les recommandations sont à diffusion relativement restreinte. Pour pallier ces diffi-

cultés, la COB a publié ces nouveaux textes réglementaires dans un recueil qui comprend 4 000 pages.

Le directeur général de cette institution a souligné que, par cette publication, la COB entendait doter l'ensemble des opérateurs d'une « véritable clé d'accès » à la Bourse de Paris dont l'atout essentiel serait : « d'être aujourd'hui une place réglementée protégée et libéralisée ».

II. — La diversité des infractions boursières

Compte tenu des règles qui président à l'édiction de la réglementation, il est possible de classer les infractions boursières en deux catégories.

1. Conformément aux principes les plus solidement établis qui régissent le droit pénal, la nature de l'incrimination et la peine applicable relèvent du domaine de la loi. — Dès lors, les infractions boursières de caractère pénal seront établies et réprimées par textes législatifs. Les contrevenants seront poursuivis devant les juridictions pénales. Les infractions pénales sont somme toute assez rares. Il est possible de citer par exemple le délit de manipulation des cours, prévu et réprimé par l'ordonnance de 1967, art. 10-3.

2. Les infractions administratives ou disciplinaires. — La réglementation boursière est pratiquement entre les mains de la Commission des opérations de bourse qui dispose d'un pouvoir réglementaire qui lui a été confié par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 : « Pour l'exécution de sa mission, la Commission peut prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant des règles de pratiques professionnelles qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, à raison de leur activité professionnelle,

interviennent dans des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres.

« Lorsqu'ils concernent un marché déterminé, les règlements de la Commission sont pris après avis de la (ou des) autorité(s) du marché considéré.

« Ces règlements sont publiés au *Journal officiel* de la République française après homologation par arrêté du ministre chargé de l'Économie et des Finances. »

Ceci étant, il convient d'apporter deux séries de précisions :

— En premier lieu, la COB peut également édicter des actes non décisifs. Ils sont parfois qualifiés d'acte à caractère non réglementaire. Il peut s'agir d'instructions (par exemple, l'instruction du 10 janvier 1990 relative aux sociétés de gestion du portefeuille) ou des recommandations¹.

— La COB peut émettre aussi des réglementations dans les matières où elle ne dispose que d'un pouvoir de contrôle *a posteriori*.

— La Commission des opérations de bourse partage, pourrait-on dire, ce pouvoir normatif avec les autres autorités de marché, notamment le Conseil des bourses de valeur. Le pouvoir réglementaire de ce Conseil concerne aussi bien l'organisation et le fonctionnement du marché boursier que les mesures destinées à assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché.

Ces réglementations débouchent sur des infractions administratives mais, également, sur des infractions dis-

1. Ces recommandations sont diverses. Il est possible de citer par exemple la recommandation d'avril 1975 relative à l'information publiée par les SICOMI sur leur patrimoine, leur activité et leur résultat, la recommandation 87-01 (à partir de 1987, la COB a numéroté ses recommandations) concernant les informations boursières diffusées par minitel, la recommandation 89-01 relative à l'information à donner par les sociétés cotées sur leur degré d'exposition aux risques de marché (taux, charge, action).

ciplinaires. Il existe en effet un élément singulier : la multiplication des normes déontologiques¹ boursières. Ces normes sont parfois rigoureuses mais également souvent floues. Ceci ne saurait être véritablement surprenant dans la mesure où la prise en compte de la déontologie est souvent totalement étrangère au droit positif. Ce dernier est une technique de réglementation qui, à la limite, peut assez largement ignorer les impératifs, pourrait-on dire, moraux sous-jacents dans la déontologie. Comme le soulignent MM. Devauplane et Bornet in *Droit de la Bourse*², « on constate aujourd'hui que la démarche éthique est par nature inappropriée au marché financier, n'apportant qu'une réponse imparfaite aux véritables enjeux. En effet, l'approche déontologique s'attache à distinguer le bien du mal s'opposant ainsi au principe de neutralité des marchés. Ceux-ci ne doivent être que le reflet de la confrontation de l'offre et de la demande et il ne revient pas aux professionnels d'agir sur cet équilibre, même guidés par de bonnes intentions. On constate, par ailleurs, que la "judiciarisation" de l'éthique des affaires déresponsabilise ces utilisateurs qui se reposent uniquement sur le respect de normes de conduite sans rechercher l'aspect immoral au nom de tel ou tel acte. En effet, cette éthique est à la fois trop vague dans ses principes, et trop détaillée dans ses comptes d'application, ce qui la conduit à admettre des questions essentielles ».

1. Ces normes sont parfois reprises par la COB. Ainsi cette dernière, après avoir pris connaissance du Code de déontologie adopté par l'Association française des Sociétés de gestion de portefeuille (AFSGP), a décidé :

- de considérer la conformité de l'organisation et du fonctionnement des sociétés de gestion de portefeuille à ses normes comme condition de leur agrément par la Commission des opérations de bourse ;
- d'utiliser ce Code comme norme professionnelle à l'occasion de ses enquêtes sur les sociétés de gestion de portefeuille.

2. Ouvrage précité, p. 298.

III. — La répression des infractions boursières

1. La répression des infractions de type administratif ou disciplinaire est mise en œuvre par les organes du marché et plus particulièrement par la COB.

Cette dernière dispose d'un pouvoir d'injonction et d'un pouvoir de sanction. En effet, elle peut ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet de :

- fausser le fonctionnement du marché ;
- procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ;
- porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ;
- faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

En outre, à l'encontre des auteurs des pratiques dénoncées ci-dessus, elle peut après une procédure contradictoire, prononcer les sanctions suivantes (loi du 2 août 1989) :

- une sanction pécuniaire qui ne peut excéder dix millions de francs¹ ;

1. L'efficacité de cette répression a pu être discutée. C'est ainsi qu'un groupe de professionnels de la finance a mis en évidence le fait qu'au cours des cinq dernières années les amendes collectées par la SEC ont atteint le montant cumulé d'un milliard de dollars contre 17,5 millions de francs d'amende pour la COB. « L'écart entre ces deux sommes ne peut pas s'expliquer par la simple différence de taille entre les deux marchés. Les auteurs du rapport en concluraient plutôt à une fâcheuse tendance de la COB à n'attraper que les "petits poissons". Les exemples cités par le rapport sont nombreux » (affaires Havas, Crédit lyonnais, Tapie) (cf. *La Tribune Desfossés*, 29 mars 1995, p. 27).

terrain de la sanction administrative : « Les ordres transmis sur le marché ne doivent pas avoir pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché, ni d'induire autrui en erreur. » Le texte pénal introduit deux séries de précisions qui font difficulté. Les interventions doivent être constitutives d'une « manœuvre » ce qui implique à tout le moins une certaine complexité de l'opération, exercée « sciemment ». Cet élément vise incontestablement le dol pénal. Ces textes sont apparemment efficaces. Or, si l'on examine la pratique il faut bien admettre qu'une conclusion nuancée, voire radicalement pessimiste s'impose.

L'auteur du fascicule « infractions boursières » dans le *Jurisclasseur Droit des Sociétés* s'est livré à une recherche qui confinait à l'entomologie pour découvrir en la matière que la répression du délit ne couvrait que deux décisions. (*Jurisclasseur Droit des Sociétés*, ouvrage précité, fasc. 1640, n° 11). Le fascicule datant de 1993, il n'a pu intégrer, compte tenu des délais de publication, une décision du tribunal de grande instance de Paris, 11^e Chambre, 5 mars 1993 X (*RJDA*, 1993, n° 813).

Cette dernière décision est assez symptomatique des difficultés de mise en œuvre de la répression pénale. Les faits de l'affaire sont passablement compliqués. Ils concernaient le projet de l'absorption-fusion de la Société « Aux Trois Quartiers » par la Société Bouygues. La Société Bouygues qui avait souscrit un « engagement de liquidités » devant, de l'avis unanime, se traduire par une position à l'achat, a adopté ultérieurement la position rigoureusement inverse. Cette position pouvait-elle s'analyser comme une « manœuvre » dans la mesure où elle procédait d'une action organisée, inattendue et ne relevant pas du fonctionnement habituel du marché ? Le tribunal a répondu par la négative en considérant que « le délit

n'est toutefois caractérisé que si la "manœuvre" a été employée non seulement en connaissance de cause, mais aussi dans le but d'entraver le fonctionnement du marché et d'induire autrui en erreur.

Que cette volonté spéciale de nuire au marché et à ses participants ne paraît pas démontrée.

Qu'en effet, tant M. W... que M. X... sont intervenus sans se dissimuler.

Que, dans leur esprit, il s'agissait moins de fausser un jeu normal que d'en faire cesser des manifestations jugées, peut-être à tort, excessives ou aberrantes.

Que c'est dans cette perspective que l'un a hésité, l'autre a assuré « la liquidité et la parité » et à « permettre des ajustements... sans léser les contreparties intermédiaires ».

Cette motivation pose un problème essentiel : il est possible de s'interroger sur la possibilité de réprimer des « manœuvres » qui loin de fausser un jeu normal contribuent à en faire cesser les manifestations peut être à tort excessives. Cette interrogation est d'autant plus fondamentale que les cours et les indices peuvent être le support de marchés dérivés. Or, les amplifications qui sont produites sur ces marchés dérivés sont sans commune mesure avec les fluctuations des titres supports. Il peut donc être tentant de « lisser » ces manifestations premières. La COB devant de tels phénomènes risque d'être désarmée. Symptomatiques à cet égard sont les conséquences d'une enquête menée à la suite d'une variation brutale et de grande ampleur que l'indice a enregistré le 26 décembre 1990. Ce jour-là, au terme d'une séance de bourse particulièrement calme, l'indice a brusquement baissé de 23 points entre 16 h 56 et 17 heures, passant de 1 560 à 1 536,89 soit un recul d'1,5 % en quatre minutes et de 1,73 % par rapport à l'indice de clôture de la séance de bourse précédente. Les investigations ont montré que le mou-

vement avait été provoqué par d'importants ordres de vente d'actions composant l'indice. Ces ordres émanaient de sociétés de contrepartie ayant pris des positions spéculatives sur les marchés dérivés de l'indice CAC 40 ; ils ont eu pour conséquence de provoquer une forte baisse de la valeur instantannée de cet indice, en clôture de séance, valeur qui, dans la réglementation existante, correspondait en principe au cours de compensation retenu pour les marchés dérivés. Ces interventions n'ont pas débouché sur des procédures disciplinaires, toutefois les autorités ont décidé de retenir, au lieu et place du dernier indice instantané, une moyenne des indices relevés au cours des vingt dernières minutes précédant la clôture ou l'échéance. Cette modification a pris effet pour les contrats CAC 40 venant à échéance à partir de juillet 1991 (rapport 1991, p. 194).

CONCLUSION

Au terme de cette brève étude, certaines constatations se doivent d'être opérées.

1. **Les insuffisances du système.** — Ce qu'il faut bien appeler le législateur, relayé en l'espèce par son bras séculier, la COB, a mis en place un système apparemment complet de lutte contre certains manquements boursiers. Tel est le constat apparent. L'examen de la réalité conduit à porter un jugement sensiblement plus nuancé :

— La définition d'un certain nombre d'infractions ou, pour reprendre le vocabulaire des spécialistes du droit pénal, des incriminations reste assez largement défaillant. Ceci n'est pas véritablement surprenant dans la mesure où un certain nombre d'infractions ont été définies il y a plusieurs dizaines d'années à une époque où les marchés boursiers restaient des épiphénomènes économiques. En outre, on a assisté depuis quelques années à une véritable explosion de nouveaux supports ou titres qui relèvent pour l'essentiel des marchés dérivés. Or, ces derniers sont caractérisés par l'existence de deux séries de réalités parfaitement contradictoires : d'une part, l'existence de très fortes amplitudes ; d'autre part, la possibilité pour l'opérateur de se couvrir de tout risque. Ceci permet notamment aux fonds indiciels de prospérer.

Dès lors le bilan que l'on peut tirer de l'application de certains textes est pour le moins décevant. Le délit

de manipulation de cours n'a débouché que sur de très rares poursuites. Le texte sur la spéculation illicite reste pratiquement lettre morte. Ces textes conçus à une époque où la gestion boursière était une gestion de « bon père de famille » et où les infractions étaient commises par des agioteurs mondains n'ont guère de chances d'être utilisés à une époque où les transactions électroniques sont la règle.

— Il existe en outre un phénomène fâcheux et au demeurant peut-être parfaitement irréductible compte tenu de la nature de la matière et du « suivisme » de la réglementation. Il s'agit de la dualité des incriminations. Les incriminations pourrait-on dire nobles relèvent de la loi ; les incriminations mineures relèvent de textes administratifs. Or, les incriminations mineures ne le sont qu'en apparence dans la mesure où elles reposent sur des éléments techniques souvent complexes. A l'évidence, une répression de ce type ne se conçoit et ne peut perdurer que dans la mesure où la répression de type administratif pallie par sa célérité et par son efficacité les insuffisances de la répression pénale. Ce n'est qu'au prix de cette « compensation » que l'abandon de prérogatives de puissance publique à une instance administrative indépendante est concevable.

— Or, les conditions de fonctionnement de la COB n'échappent pas à la critique. Un groupe de professionnels de la finance a dénoncé certains dysfonctionnements de l'institution de la Tour Mirabeau. Les exemples cités dans le rapport sont nombreux. « Aucune sanction n'a été prononcée contre les dirigeants d'Havas qui avaient menti sur l'ampleur de leur participation dans Hachette et qui n'ont jamais déclaré de franchissements de seuils bien que détenant 6 % de capital. De même, il apparaît totalement incroyable qu'aucune enquête n'ait été ouverte sur le dossier "Crédit lyonnais" tant sur l'aspect de l'information

des actionnaires que sur la responsabilité des dirigeants, sur la sincérité des comptes sociaux ou l'implication des commissaires aux comptes... Autre cas évoqué, le dossier Tapie. Pendant cinq ans, la COB s'est refusée à toute mise en cause officielle de l'homme d'affaires pour ses affaires : Wonder, Testut, Terrailon et Bernard Tapie Finance pourtant cotées jusqu'en 1994, lorsque Bernard Tapie a vu son étoile pâlir. Il a alors été condamné à une amende de un million de francs que beaucoup qualifient de symbolique. L'opération d'initié qui a mêlé les opérateurs de la Banque Indosuez et la Société de Bourse James Capel fait également partie des exemples cités par le rapport¹. » La conclusion de ce dernier est accablante : la COB ne s'intéresserait qu'aux « petits poissons » laissant nager dans des eaux troubles les requins de la finance...

A la décharge du système français, il faut bien admettre que les institutions étrangères n'apparaissent guère comme des panacées. Aux États-Unis la SEC (Securities and Exchange Commission) sert souvent de référence aux étrangers. Elle aurait rendu depuis sa création il y a soixante et un ans le marché de Wall Street le plus sûr et le plus transparent du monde. Elle a, pour ce faire, des pouvoirs importants : elle peut assigner des témoins à comparaître, les faire déposer sous serment et leur faire produire les documents. Pourtant cette institution est menacée et cela peut être à cause de sa puissance. Les républicains du Congrès veulent réduire ses moyens et modifier sa mission. Ils ont déposé une proposition de loi visant à réduire son budget de 20 % et à revoir son rôle et la législation sur les valeurs mobilières.

Quant au système de contrôle et de régulation du marché de Londres, sa réforme fait l'objet d'un débat

1. *La Tribune Desfossés*, 29 mars 1995, p. 27.

périodique. Le Securities and Investments Board (SIB) est apparemment efficace puisque 90 % des dossiers transmis ont abouti à une inculpation. Mais certains responsables se plaignent de la lenteur des procédures. Toutefois, donner au SIB des pouvoirs aussi étendus que ceux de la SEC américaine serait une décision de nature politique et la Grande-Bretagne ne semble pas encore prête pour cela.

L'homologue allemand de la COB, le BAWe est lui, beaucoup plus récent. En effet, l'Office fédéral de contrôle des transactions de valeurs mobilières a débuté ses opérations le 1^{er} janvier 1995 à Francfort qui abrite le principal marché boursier du pays. En dépit de sa jeunesse, il a toutefois montré sa relative efficacité en faisant condamner deux initiés en dépit d'un manque de moyens et de nombreuses zones d'ombres juridiques.

2. Les voies de la réforme. — Celles-ci passeront nécessairement par les règles du droit communautaire. En effet, le Conseil a adopté le 10 mai 1993, une directive n° 93/22 relative aux services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières. Ce texte vise, dans le souci d'assurer la protection des investisseurs et la stabilité du système financier, à permettre aux entreprises d'investissement de l'Union européenne, c'est-à-dire à celles qui pratiquent une activité de conseil en investissements de courtage, de traitements de gestion de portefeuilles, d'exercer leurs activités soit par l'établissement d'une succursale, soit par voie de prestations de service, dans n'importe quel État membre au moyen d'un agrément unique délivré par l'État membre d'origine. Dans cette optique, la directive a pour objet d'harmoniser les conditions d'octroi de cet agrément et les modalités d'exercice et de contrôle des activités des entreprises d'investissements.

Selon l'article 22-2 de la directive: « Les autorités visées au paragraphe 1^{er} doivent être soit des autorités publiques, soit des organismes reconnus par le droit national ou par des autorités publiques expressément habilitées à cette fin, par la loi nationale. Selon l'article 189 du traité CEE la directive lie les États membres quant au but à atteindre mais, elle leur laisse le libre choix des moyens. Le problème essentiel reste donc la transposition de cette directive en droit interne. Le projet de loi prévoit la fusion entre l'actuel Conseil des bourses de valeurs (CBV) et le Conseil des marchés à terme (CMT) pour constituer le Conseil des marchés financiers (CMF) qui aura le rôle d'autorité de marché. Le CMF devrait être constitué de quinze personnes alors que le CBV compte aujourd'hui douze membres auxquels s'ajoute le président de la Société des bourses françaises (SBF). En outre, le projet prévoit de renforcer le rôle de la COB. Ceci passerait par l'adjonction de trois membres nommés de la même manière que ceux du Conseil de la politique monétaire, à savoir sur proposition des trois présidents d'assemblées. Il est difficile en l'état de se prononcer sur l'efficacité de la réforme. Toutefois, certains États, quoique respectant les contraintes de la directive, ont esquissé des solutions sensiblement différentes. C'est le cas notamment en Belgique où la loi du 6 avril 1995 a mis le droit belge en conformité avec le texte européen. L'homologue de la COB, la Commission bancaire et financière (CBF) a perdu un certain nombre de ses prérogatives concernant notamment le contrôle de l'information occasionnelle communiquée par les sociétés cotées au marché et la détection des marchés d'initiés et des manipulations de cours. Ses compétences ont été transférées au comité de direction de la Bourse de Bruxelles en sa qualité d'autorité administrative indépendante. Cet organisme est chargé de la surveillance,

de l'intégrité et de la transparence du marché; il a aussi pour mission d'assurer la gestion au jour le jour de la Bourse, entreprise de marché. Cette mission est exercée sous le contrôle du conseil d'administration de la Bourse, lui aussi mis en place par la loi et "dont la tâche est de définir les grandes orientations stratégiques de la Bourse". Bref, la loi de transposition de la directive sur les services d'investissement a opéré un rééquilibrage des pouvoirs en faveur tant de l'entreprise de marché elle-même que de l'autorité d'un marché au détriment d'une commission bancaire et financière jugée trop égémonique.»¹ La réforme française évitera-t-elle ces ornières ?

1. *Les Échos*, 11 décembre 1995, p. 30.



BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages généraux

- M. Delmas-Marty, *Droit pénal des affaires*, PUF, 1990 ; C. Ducouloux-Favard, *Droit pénal des affaires*, Masson, 1987, W. Jeandidier, *Droit pénal des affaires*, 1987 ; *Précis Dalloz*, 1992 ; M. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit de la bourse*, Litec, 1994.

Articles, chroniques

- J.-M. Bardy, L'utilisation d'une information privilégiée, *Rev. Dr. bancaire et bourse*, 1990, p. 222.
M. Betch, Bourse de valeurs, *J. Cl. Pénal*, fasc. 1, 2, 3.
P. Bezard et M.-C. Robert, *Bourse de valeurs*, Rép. com. Dalloz.
M. Calvet, La directive du Conseil des Communautés européennes relative aux opérations d'initiés, *JCP*, 1990, Édit. E 15 924.
D. Carreau et M. Letreguilly, La loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, *ALD*, 1988, p. 137.
D. Carreau et Y. Martin, La loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers, *ALD*, 1989, p. 191.
Ph. Conte, Délits boursiers, *Dictionnaire Joly*, Bourse et produits financiers.
A. Cuisance, L'exploitation des résultats d'un sondage avant leur publication peut-elle constituer un délit d'initié ?, *Petites Affiches*, n° 206, 2 septembre 1992, p. 11.
N. Decoopman, Pouvoir de sanction administrative de la COB, *RD bancaire et bourse*, 1990, n° 17, p. 16.
M. Delmas-Marty, Le délit d'initié va-t-il changer la bourse ?, *D.*, 1977, chr. p. 91.
Y. Doucet, L'ébauche de la jurisprudence en matière d'usage d'informations privilégiées sur le marché de la bourse, *Gaz. Pal.*, 1977, 1, doct. p. 1933 ; Le délit d'initié en droit communautaire et en droit français, *Gaz. Pal.*, 1992, 1, doct. p. 422.
C. Ducouloux-Favard, Management et délit d'initié, *D.*, 1992, chr. XLI p. 197 ; Le marché de l'information d'initié, *Petites Affiches*, n° 65, 1^{er} juin 1994, p. 29, Infractions boursières, *J. clas. sociétés*, fasc. 1640.
E. Gaillard et I. Pingez, Les opérations d'initiés dans la Communauté économique européenne, *RTD eur.*, 1990, p. 329.
P.-Y. Gautier, Sur la moralisation de certaines infractions économiques, *Rev. crit. DIP*, 1984, p. 669.

- M. Germain, La déclaration de franchissement de seuil, *RD bancaire et bourse*, 1990, n° 17.
- H. Guérin, Action illicite sur le marché, *J. cl. Pénal*, art. 419 à 421.
- P. Le Cannu, Le « rescrit » de la Commission des opérations de bourse, un nouvel instrument d'interprétation du droit boursier, *Bull. Joly*, 1990, p. 927, § 295.
- Le Tourneau, Les actions des dirigeants initiés des sociétés par actions, *RTD com.*, 1971, p. 593.
- A. Mourre, Le délit d'initié en droit français, *Gaz. Pal.*, 1989, 2, p. 443 ; La répression des infractions boursières après la loi n° 89.531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *Gaz. Pal.*, 1990, n° 1, Doctr. p. 265.
- M. Puelh, La COB et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal, *Mélanges D. Bastian*, 1972, p. 211.
- L. Richier et A. Viandier, Le rescrit financier (commentaire du règlement n° 90-07 de la Commission des opérations de bourse), *JCP*, 1991, Éd. E, I, p. 10.
- M.-C. Robert, La bourse et les délits d'initiés, essai de droit comparé, *Rev. sociétés*, 1982, p. 3, Valeurs mobilières, Rép. pén. Dalloz.
- R. Rousselle, L'évolution du métier d'agent de change, *Rev. dr. bancaire et Bourse*, 1988, p. 123.
- H. Synvet, Le nouveau droit boursier français après la loi (*Sécurité et transparence du marché financier*), *Rev. dr. bancaire et Bourse*, 1990, p. 3.
- J.-J. Toufflet et Y.-P. Deschanel, La loi relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, *RD bancaire et bourse*, 1990, p. 27.
- A. Tunc, La lutte contre les opérations d'initiés, neuf ans d'expérience, *Mélanges Rodière*, 1981, p. 335.
- A. Viandier, Sécurité et transparence du marché financier, *JCP*, 1989, Éd. E, I, 15 612 ; Observation sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée, *Bull. Joly*, mars 1992, p. 253.



TABLE DES MATIÈRES

Introduction	3
--------------	---

- I. Le particularisme des infractions boursières, 4 —
- II. La diversité des infractions boursières, 8.

PREMIÈRE PARTIE

LES INFRACTIONS LIÉES

A LA VIE BOURSIÈRE DE LA SOCIÉTÉ

Chapitre I — La société et l'organisation des marchés	21
--	----

- I. Le monopole des opérations de bourse, 21 — II. Le recours obligatoire aux intermédiaires agréés, 28.

Chapitre II — La collecte de l'épargne	32
---	----

- I. L'appel public à l'épargne par les sociétés commerciales, 32 — II. Le démarchage financier, 37.

Chapitre III — La diffusion de l'information	45
---	----

- I. La diffusion de l'information et la cotation en bourse, 45 — II. La diffusion de l'information et la vie boursière de la société, 51.

Chapitre IV — Le délit de non-déclaration de franchissement des seuils	57
---	----

- I. Les conséquences juridiques liées au franchissement des seuils, 58 — II. Vers une transparence de l'actionnariat des sociétés?, 66 — III. Les sanctions de la non-déclaration de franchissement des seuils, 70