

# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## I Actualités jurisprudentielles

### Délit d'initié — Actionnaire — Préjudice — Constitution de partie civile (Oui).

Cass., Crim., 11 décembre 2002, *Immobilier*; voir aussi H. de Vauplane et J. P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3<sup>e</sup> éd., n° 1028 et s.

Le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires.

La question de la recevabilité de la constitution de partie civile d'un actionnaire en matière de délit d'affaires est au cœur d'un débat permanent, les uns proposant une ouverture large pour faciliter la répression, les autres une délimitation stricte pour éviter les actions intempestives, la jurisprudence hésitant entre les deux et variant en fonction des infractions. Dans la présente affaire, la Cour de cassation maintient son cap à propos de l'abus de biens sociaux, de crédit et de pouvoir, en refusant la constitution de partie civile des associés (dans la mesure où ceux-ci ne justifient pas d'un préjudice personnel distinct de la seule perte de valeur de leurs titres), considérant que le préjudice est subi par la société elle-même. En revanche, elle prend partie pour la première fois en matière de délit d'initié et décide que « le délit d'initié est susceptible de causer un préjudice personnel direct aux actionnaires ». L'action civile leur est donc ouverte.

Sans entrer dans un commentaire qui relèverait d'une autre spécialité, remarquons simplement trois choses. La première est que l'affirmation de la Cour n'est pas motivée et qu'il est difficile de savoir pourquoi elle considère que le délit d'initié peut porter un préjudice personnel direct aux actionnaires de la société, mais non le délit d'abus de biens sociaux. On peut cependant conjecturer que c'est peut-être parce que ce dernier est interne à la société et ne peut donc a priori porter atteinte qu'à

celle-ci, alors que le premier est commis sur le marché, donc au détriment de tous les investisseurs. Tel est le sens du 12<sup>e</sup> Considérant de la directive Abus de marchés selon lequel « la législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif: assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. » Mais, alors, le deuxième point à noter est lié à cette remarque. Les juges du fond, pour rejeter la constitution de partie civile, avaient en effet expliqué que le délit d'initié ne pouvait causer par lui-même aucun préjudice personnel et direct aux actionnaires de la société, ni à la société elle-même, car il ne portait justement atteinte qu'au fonctionnement normal du marché. C'était sans doute faire référence à la vieille théorie de l'infraction d'intérêt général, qui excluait en pratique toute action civile, mais dont on sait qu'elle a peu à peu été abandonnée<sup>1</sup>. La Cour de cassation prend le contrepied. On peut même penser qu'elle considère implicitement que le délit d'initié porte atteinte aux intérêts de tous ceux qui interviennent sur le marché du titre, ce qui économiquement reste à démontrer<sup>2</sup>. Il s'agit pour la Cour d'un « choix de politique judiciaire inspiré par l'opportunité »<sup>3</sup>. Ce qui conduit à notre troisième observation: la quantification du préjudice pour calculer la réparation. Sur ce point, la Cour est muette puisqu'il s'agit d'un arrêt de cassation. Il n'en demeure pas moins que l'exercice est délicat et souligne les limites de la recevabilité de la partie civile dans un délit d'initié. Si ce délit porte atteinte non seulement « au marché » mais aussi aux actionnaires, comment en évaluer le dommage pour ces derniers? La réponse suppose une approche économique de la répression de l'infraction: pour réparer, il faut d'abord quantifier le dommage<sup>4</sup>. Une telle approche est (plus ou moins) concevable en ce qui concerne la manipulation de cours et la fausse information, du fait du caractère économique de ces infractions, pour autant que l'on fasse appel à la théo-

1 G. Giudicelli-Delage, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, Mémentos, 5<sup>e</sup> éd., p. 135.

2 H. de Vauplane et C. Denoun, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initié »: *Petites Affiches*, 1994, n° 37.

3 J. H. Robert, note sous Cass. Crim., 11 décembre 2002: *Dr. Pénal*,

mars 2003, p. 17.

4 Sur ce point, cf. H. de Vauplane et O. Simart, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA »: *RD Bancaire et Bourse*, n° 56, juill.-août 1996, p. 158, spéc. p. 169.

rie économique. Tel n'est pas le cas d'ailleurs en France, contrairement aux États-Unis, où une jurisprudence considère que le préjudice subi par les actionnaires à la suite d'une fausse information est simplement égal à la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information<sup>5</sup>. Une telle approche est cependant beaucoup plus complexe à mettre en œuvre en matière d'information privilégiée : en quoi l'information abusivement utilisée a-t-elle automatiquement influencé le cours de bourse ? Certes, il est possible que tel soit le cas lorsque l'initié procède à des interventions massives sur le titre, au risque cependant d'attirer l'attention du régulateur. C'est pourquoi les opérations effectuées par un initié ne « pèsent » généralement pas sur le cours de bourse. Dès lors, la formation du cours de bourse n'est pas a priori atteinte par l'utilisation d'une information privilégiée. Le dommage ne peut donc être calculé en fonction du cours de bourse. Certes, pour sa part, l'initié a, en règle générale, dégagé une plus-value dans son opération illicite. C'est d'ailleurs sur la base de celle-ci qu'est calculé le montant de l'amende administrative en cas de sanction COB, dont la proportionnalité doit être fonction de la gravité des faits et en relation avec les avantages ou les profits tirés du manquement. On pourrait alors imaginer que la partie civile se voit attribuée une partie de cette plus-value. Mais selon quelle proportion ? Il ne reste plus comme réponse que la fixation forfaitaire de la réparation au titre du préjudice moral.

<sup>5</sup> Cass. Crim., 15 mars 1993, *Bull.* n° 113, p. 280 ; cf. aussi Paris, 18 décembre 1995 : *Banque & droit* n° 48, juill.-août 1996.