



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Paribas

Jurisprudence et décisions administratives

Infraction boursière. Information privilégiée (oui). Cession de titres de gré à gré. Délit d'initié (non). Infraction boursière. Information privilégiée (oui). Manquement d'initié (non). Information dans le Rapport annuel de la Cob. Convention européenne des Droits de l'homme. Manquement à la présomption d'innocence (oui)

*Trib. correct. de Strasbourg, 20 avril 1999.
Paris, 2 juillet 1999. Voir aussi, «Droit des marchés financiers»,
Litec, 1998, n° 1039 et 1071.*

1^{re} espèce : *Le principe de l'interprétation stricte de la loi pénale ne permet pas d'appliquer l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967 pour des faits antérieurs à la loi MAF du 2 juillet 1996 ayant eu pour effet de modifier l'incrimination en supprimant la référence aux opérations réalisées «sur le marché».*

2^e espèce : *En prenant parti dans son rapport annuel sur les pratiques d'un dirigeant poursuivi pour manquement et délit d'initié sans attendre les résultats des procédures, la Cob a manqué au respect de la présomption d'innocence. Qu'il est sans incidence que, dans le passage litigieux, le nom des sociétés concernées et des protagonistes de l'opération ne soit pas cité, dès lors que les détails fournis par ailleurs permettent de connaître les noms de la société et du dirigeant poursuivis.*

Les deux espèces commentées ne sont que les deux facettes du même dossier, l'un sous l'angle pénal, l'autre sous celui des sanctions administratives. Dans les deux cas, la personne poursuivie voit les incriminations portées contre elle réfutées par la justice. Dans le premier cas, au regard de l'interprétation stricte du droit pénal, et dans le deuxième cas pour manquement, par la Cob, à la présomption d'innocence.

Rappelons les faits, communs aux deux espèces : Avant le changement de contrôle ayant conduit à une offre publique d'achat simplifiée, la Cob a révélé que l'un des dirigeants de la société cible cotée sur le marché hors cote avait procédé à l'acquisition de titres de la société puis à leur revente lors de

l'OPA. La Commission a dès lors, d'une part, procédé à l'ouverture d'une enquête et d'autre part, transmis le dossier au procureur de la République.

• **Dans la première espèce** (trib. correct. de Strasbourg du 20 avril 1999), les magistrats relèvent que l'opération litigieuse «a été réalisée par [le dirigeant poursuivi] détenteur d'informations privilégiées, avant que ces informations aient été portées à la connaissance du public, sur des titres inscrits au relevé quotidien du hors cote qui lui ont été cédés de gré à gré». Or, au moment des faits, l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967 prévoyait que pour être punissable, l'opération devait avoir été effectuée «sur le marché». En conséquence, «le principe de l'interprétation stricte de la loi pénale ne permet pas d'appliquer à cette opération faite en dehors du marché l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967 avant sa modification par la loi du 2 juillet 1996 [...] ; que si les textes et la jurisprudence relatifs au manquement d'initié prévu par l'article 9-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et défini par le règlement 90-08 de la Cob permettent de retenir dans le champ de compétence de la Cob une opération de gré à gré réalisée sur le marché hors cote, cette jurisprudence ne peut s'appliquer au délit d'initié, inspiré par la protection des marchés organisés et dont les éléments constitutifs sont distincts de ceux du manquement d'initié [...]. Que loin d'être une interprétation à droit constant d'une jurisprudence pénale inexistante sur ce point, la modification introduite par un amendement tendait explicitement, de l'avis des différents rapporteurs du projet de loi, à étendre le champ d'application du délit d'initié aux opérations de gré à gré ; attendu qu'il résulte de tout ce qui précède qu'à la date des faits reprochés [au dirigeant poursuivi] le délit d'initié n'était pas applicable à l'opération qu'il a réalisée hors marché ; que dès lors, il doit être renvoyé des fins de la poursuite». La stricte application de la non-rétroactivité des lois conduit à approuver sans réserve cette décision, même si l'on notera que le ministère public a interjeté appel. Il reste que cette espèce conduit à s'interroger sur la pertinence des poursuites aux opérations réalisées hors bourse sur des titres «cotés». On se souvient des longs débats qui ont animé la réforme opérée par la loi MAF portant modification de l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967 : les changements proposés visaient à

étendre le champ d'application du délit d'initié non seulement à toutes les opérations, mais à tous les instruments financiers. En l'absence de précision dans le texte de l'article 10-1 modifié quant à la notion d'instrument financier, il faut se référer à celle de l'article premier de la loi MAF du 2 juillet 1996. Certes, le texte de l'ordonnance vise les «*instruments financiers admis sur un marché réglementé*», ce qui limite sensiblement sa portée. Cette dernière précision a été ajoutée par l'Assemblée Nationale lors des débats. En effet, en première lecture, le Sénat avait écarté la référence à la notion de marché dans le but d'inclure dans le champ d'application du délit les levées d'options ainsi que les cessions de gré à gré. Cette rédaction aurait conduit à inclure dans le champ du délit les opérations portant sur les titres d'une société non cotée (!). C'est pour pallier cette conséquence excessive que l'Assemblée Nationale, modifiant le texte du Sénat, a ajouté la mention «*instrument financier admis sur un marché réglementé*». Las, cette rédaction étant jugée encore trop restrictive dans la mesure où elle négligeait les opérations effectuées sur les marchés non réglementés (tels que le hors cote), il a été ajouté un article 10-5 à l'ordonnance de 1967 visant expressément cette situation (2). Outre cette modification, la principale innovation de la réforme de 1996 a consisté à supprimer la référence au «marché», afin «qu'il soit manifeste que l'infraction existe indépendamment du marché où elle est réalisée» (3). On a vu dans l'espèce commentée qu'avant cette modification, le délit ne visait que les opérations réalisées «sur le marché». Dans ces conditions, les opérations de gré à gré ou les cessions entre particuliers ne pouvaient faire l'objet d'une répression pénale ou administrative. Or, la Cob avait toujours défendu le point de vue selon lequel les opérations réalisées hors du marché étaient passibles du délit d'initié ainsi que du manquement au règlement n° 90-08. Ceci l'a conduit à condamner M. Bergé, dans l'affaire Yves Saint-Laurent, pour avoir cédé ses actions de gré à gré, alors qu'il détenait des informations privilégiées relatives à la dégradation des résultats du groupe YSL. La sanction pécuniaire a non seulement été confirmée par la cour d'appel de Paris (4), mais aussi par la Cour de cassation qui a jugé que les transactions de gré à gré, «*même si elles obéissent à des règles propres au droit des obligations, ne sauraient, en l'absence de dérogation expresse, être exclues du champ d'application du règlement 90-08*» (5). L'application du manquement d'initié aux transactions hors bourse étant ainsi réglée, il restait à savoir si la même solution était transposable au délit puisque, dans la même affaire, le juge d'instruction avait délivré une ordonnance de non-lieu au motif que la transaction de gré à gré effectuée par Pierre Bergé n'avait pas été réalisée «sur le marché». Avec la rédaction issue de la loi MAF, la question ne se pose plus : le délit s'applique désormais aux marchés réglementés, aux marchés non réglementés (hors-cote) et aux opérations hors-bourse (gré à gré) lorsqu'elles portent sur des instruments admis aux négociations sur ces marchés.

S'il est vrai que cette modification législative a le mérite de clarifier notre droit en levant toute incertitude et en entérinant la tendance de la jurisprudence à une extension du délit, il est permis de regretter un tel élargissement et de douter de la légitimité de ses justifications. Ce débat divise la doctrine dans la mesure où certains auteurs approuvent cette situation en se fondant notamment sur la Directive européenne du 13 novembre 1989 (6). Cette dernière a

effectivement opté pour une approche égalitariste des opérations d'initiés. Ces opérations constituent alors, selon cette théorie, une atteinte à l'égalité idéale (!) des investisseurs devant l'aléa boursier, ainsi qu'à l'intégrité du marché. Ce faisant, il convient de ne pas restreindre le champ d'application de la réglementation et d'y inclure les opérations hors bourse. Ce raisonnement n'est pas totalement satisfaisant dans la mesure où les objectifs assignés à la lutte contre les opérations d'initiés ont des fondements plus économiques que moraux (ce qui explique le paradoxe) : la protection de l'épargne, l'information des investisseurs et le bon fonctionnement du marché. Or, non seulement une opération de gré à gré ne porte atteinte ni à l'information des investisseurs, ni à la protection de l'épargne, mais de surcroît, bien souvent, ces opérations ne perturbent pas le fonctionnement du marché. Dans cette optique, la répression du délit d'initié devrait avoir uniquement pour objet de garantir le fonctionnement équilibré d'un marché où les opérateurs sont anonymes. Sauf à reconnaître ici une atteinte à l'«ordre moral» (ce qui serait souhaitable), les opérations hors marché devraient être régies uniquement par les règles du code civil puisque, comme on l'a dit, il n'est porté atteinte ni au fonctionnement du marché, ni à l'épargne publique (7). Le débat est donc loin d'être clos sur cette question.

Pour finir, l'on mentionnera un dernier point significatif dans la présente espèce : la constitution de partie civile d'un syndicat bancaire. Malheureusement, et compte tenu de la relaxe, le jugement n'apporte pas de réponse sur la recevabilité de cette action, suffisamment rare pour être signalée.

• **Dans la deuxième espèce** (Paris, 2 juillet 1999), la Cob se voit condamnée – une nouvelle fois ! – pour manquement à la présomption d'innocence et violation de la Convention européenne des Droits de l'homme pour avoir publié, dans une de ses publications, un résumé partiel d'un dossier en cours d'instruction. Si les faits sont identiques à ceux de la première espèce en ce qui concerne l'acquisition des titres litigieux, il convient de reproduire le texte de la Cob, objet de la critique. Dans son rapport annuel pour 1997 au Président de la République, la Cob mentionnait que «*trois enquêtes ont révélé des faits susceptibles de constituer des délits d'initiés ou de contrevenir aux dispositions du règlement n° 90-08 de la Commission relatif à l'utilisation d'une information privilégiée. La première a porté sur les transactions qui ont lieu sur les titres d'une société inscrite au hors cote avant l'annonce du changement de contrôle de celle-ci. Les investigations ont fait apparaître que le jour même de cette opération, un responsable de la société ayant des liens familiaux avec les dirigeants, avait acquis un nombre relativement élevé de titres de la société à un prix inférieur de près de 90 % à celui retenu pour la cession du contrôle. Ayant relevé que ce responsable avait obtenu l'information sur l'existence du changement de contrôle et du prix auquel celui-ci serait effectué avant la réalisation de la transaction, la Commission a décidé d'ouvrir une procédure aux fins de sanctions administratives à l'encontre de cette personne sur le fondement de son règlement n° 90-08 [...] et de transmettre ce dossier au Parquet*». Pour sa défense, la Cob faisait valoir, d'une part, qu'elle avait rendu compte de manière anonyme et à des fins d'informations des enquêtes ayant donné lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction, la neutralité des termes employés ne permettant pas, selon elle, d'identifier ni la date de l'opération ni la personne mise en cause ; et d'autre part, qu'elle avait pris soin de relever que ces faits

étaient «susceptibles» de contrevenir à ses règlements, sans aucunement préjuger l'issue des procédures ouvertes. Le dirigeant poursuivi contestait aussi la notification des griefs qui, selon lui, violait la présomption d'innocence et le principe de contradictoire. La Cour écarte cependant ce dernier argument considérant que, *«l'allégation d'un parti-pris qui serait exprimé dans la décision d'engager la procédure et dans la notification des griefs ne peut constituer un moyen de nullité, ces actes ayant précisément pour objet d'énoncer l'accusation portée contre la personne poursuivie afin de provoquer ses moyens de défense et d'ouvrir la phase contradictoire de l'instruction»*. Par contre, la Cour retient l'argument portant sur le parti-pris dans la rédaction du rapport annuel de la Cob, violant ainsi la présomption d'innocence énoncée à l'article 6.2 de la CEDH, déjà invoquée dans d'autres affaires du même type. Les magistrats parisiens estiment que *«les termes précités du rapport établi pour l'année 1997 portent atteinte à la présomption d'innocence [...]. La Cob a estimé réunis les éléments de fait de l'infraction boursière poursuivie et, en conséquence, regardé [le dirigeant] comme coupable de celle-ci, en dépit des contestations par lui opposées et avant d'avoir décidé selon la procédure contradictoire prévue par l'article 9-2 de l'ordonnance précitée et les articles 2 et suivants du décret du 23 mars 1990 ; qu'il est à cet égard sans incidence que, dans le passage litigieux, le nom des sociétés concernées et des protagonistes de l'opération ne soit pas cité, dès lors que les détails fournis par ailleurs précisent suffisamment qu'il s'agit de pratiques affectant le titre Brasserie Fischer et que le "responsable de la société visée" est Olivier Dubus [...] ; que si [...] la Cob veille à la protection de l'épargne [...], à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés, elle ne peut, pour autant, dans les rapports publiés rendant compte de son action, s'exprimer sur des affaires en cours d'instruction en des termes définitifs laissant entendre que les infractions poursuivies sont d'ores et déjà établies»*. Il convient d'approuver sans la moindre réserve la présente décision qui devrait conduire la Cob à modifier la présentation des affaires en cours dans son rapport annuel. Présentant la difficulté, la Cob, dans son dernier rapport annuel pour 1998, a pris soin de préciser que *«dans le respect des droits de la défense, la Commission n'est pas en mesure, dans les pages suivantes, de détailler les résultats des investigations auxquelles il a été procédé. Néanmoins, afin d'assurer l'information du marché et de ses intervenants, les principaux cas traités sont présentés ici de façon anonyme. La présentation et l'analyse de ces cas, établies sur la base des rapports d'enquête, ne préjugent en aucune manière de l'issue des poursuites engagées sur le terrain administratif ou judiciaire [...]. Cette fonction d'observation et d'analyse des opérations de marché est ainsi un rouage essentiel des missions de contrôle de la Commission»*. Chat échaudé craint l'eau froide ! Il reste qu'une telle déclaration de principe n'a de portée que pour autant que la présentation des situations en cours d'instruction respecte la présomption d'innocence. L'on notera que, dans décision du 2 juillet 1999, la Cour de Paris n'interdit pas à la Cob de s'exprimer sur ses dossiers, mais uniquement de le faire de façon neutre et non partisane. Il est vrai qu'il peut s'agir d'un exercice délicat dans la mesure où là encore, la concentration des différents pouvoirs au sein de la Commission rend la tâche délicate. Il peut être difficile de mentionner de manière totalement neutre une affaire en cours d'instruction dès lors que, si la Commission a décidé d'engager des poursuites, c'est bien parce qu'elle pense qu'il y a violation de ses règlements.

L'exercice est d'autant plus acrobatique que la rédaction du rapport annuel concernant les affaires en cours est souvent confiée au même service au sein de la Cob que celui qui dirige les inspections.

L'on retiendra un dernier élément intéressant dans la présente décision. La Cob estimait que si la décision attaquée était annulée par la Cour, celle-ci devait se prononcer sur le fond même de l'affaire et sur l'infraction reprochée au dirigeant poursuivi. C'est, à notre connaissance, la première fois que la Cob invoque cette possibilité (sans doute parce que jusqu'à peu de temps, ses décisions étaient rarement annulées !). On rappellera que, contrairement au contentieux pour annulation (dont le recours pour excès de pouvoir), le recours contentieux de pleine juridiction peut réformer totalement ou partiellement la décision administrative attaquée. La Cour refuse de suivre la Commission sur ce point au motif que *«si dans le contentieux de pleine juridiction institué par l'article 12 de l'ordonnance du 28 septembre 1967, la cour d'appel de Paris, après avoir annulé la décision, a le pouvoir de se prononcer, conformément à l'article 9-2, sur les pratiques dont la Cob est saisie, elle ne peut en user lorsque la nullité affecte la validité de l'instruction antérieure à la décision»*.

(2) JO AN compte rendu officiel, 28 avril 1996, séance du 17 avril 1996, p. 2334 ; cf. aussi, N. Rontchevsky, «Les retouches apportées aux délits boursiers», in «La modernisation des activités financières», ouv. coll. dirigé par Th. Bonneau, GLN Joly 1996, n° 403, p. 171.

(3) Jolibois, JO Sénat, Compte-rendu officiel, n° 66, 14 mars 1996, p. 190.
(4) CA Paris, 16 mars 1994, JCP éd.G. 1994, II, n° 22321, note J.-H. Robert ; Dr. sociétés, 1994, n° 100, note de H. Hovasse ; Bull. Joly Bourse 1994, p. 275 § 44 ; D 1995, SC, p. 202, obs. Y. Reinhard.

(5) Cass. com. 18 juin 1996, affaire Bergé, Bull. civ. n° 175, p. 151 ; D. 1996, n° 26, Flash, p. 1 ; Banque & Droit n° 49, septembre-octobre 1996, chron. H. de Vauplane, p. 24 ; JCP éd G 1996. II. 22709, note H. Hovasse.

(6) N. Rontchevsky, «Les retouches apportées aux délits boursiers», in «La modernisation des activités financières», éd GLN-Joly, p. 172.

(7) H. de Vauplane et C. Denoun, «Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initié», PA, 28 mars 1994, n° 37, p. 4.