

SYNTHESE

Organisation des dispositifs de la lutte contre la criminalité économique et financière en Europe : droits nationaux, droit comparé, droit international

(décembre 2001)

DEFFAINS Bruno, STASIAK Frédéric
CREDES - Université de Nancy II
Origine : programme "Falcone"

CHAPITRE I : LA REPRESSION BOURSIERE

Il convient d'envisager successivement, les justifications (I.1) et les modalités (II.2) de cette répression boursière.

I.1 : Les justifications de la répression boursière

Selon Durkheim, la répression pénale traduit la réaction du corps social à des comportements qui portent gravement atteinte à son existence et à son fonctionnement : les infractions boursières traduisent-elles de tels comportements ?

Force est de constater que le recours à la sanction pénale en matière boursière s'est fondé sur une volonté de « moralisation » des marchés financiers. Néanmoins cette « moralisation » annoncée paraît davantage participer d'une morale artificielle tendant à restaurer la confiance des investisseurs en rendant le marché plus attractif et compétitif. Cette recherche d'efficacité suppose le respect d'un double impératif : assurer l'égalité d'information et la transparence du marché.

La situation des différents investisseurs au regard de l'information se caractérise par une évidente inégalité ou asymétrie entre les épargnants particuliers d'une part et les investisseurs professionnels et initiés d'autre part. Cette asymétrie est telle qu'un comportement qui relèverait de la spéculation pour les premiers, serait exclusif de tout aléa pour les seconds. En conséquence l'interdiction faite aux initiés d'utiliser ou de communiquer une information qui n'est pas encore connue du public permet de rétablir une certaine égalité entre les différentes catégories d'intervenants sur le marché. Il apparaît donc légitime de recourir à la sanction pénale pour réprimer un comportement moralement répréhensible : l'enrichissement injuste parce que réalisé sans risque par un privilégié abusant de sa situation.

La transparence du marché constitue une garantie du bon fonctionnement du marché dans la mesure où celui-ci suppose que le rendement d'un actif soit une fonction croissante de son risque. Or la manipulation de cours ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses perturbent ce fonctionnement puisque les auteurs de ces comportements vont obtenir des rendements élevés et moins risqués quant leurs victimes vont devoir fournir davantage d'efforts pour accéder (ou tenter d'accéder) aux informations pertinentes. Le caractère éminemment technique et économique de tels comportements justifierait le recours à une simple sanction administrative prononcée par une autorité spécialisée.

Pourtant cette opposition entre infractions morales et infractions économiques peut sembler trop tranchée. Il est notamment possible de se demander si les infractions d'initiés sont véritablement neutres d'un point de vue économique ou si elles ne seraient pas susceptibles d'affecter le fonctionnement régulier du marché en altérant la confiance des investisseurs. Au regard du fondement

économique, l'analyse est plus nuancée. La manipulation de cours et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses diminuent l'efficacité informationnelle du marché boursier, puisque les variations de cours qui résultent de ces comportements éloignent le prix d'équilibre de son véritable prix. Au contraire, le délit d'initié, s'il modifie le prix d'équilibre, le rapproche du juste prix. Les investisseurs ne sont pas induits en erreur dans leurs placements boursiers, comme c'est le cas pour les deux premières infractions, mais perçoivent les informations « justes » que véhiculent les placements des initiés. Les impacts positifs et négatifs du délit d'initié, observables, mais plus difficilement mesurables, créent donc une controverse sur le fondement économique de la répression de ce délit.

I.2 : Les modalités de la répression boursière

Les poursuites, en France, des infractions boursières se singularisent depuis 1989 par leur dualité : un même comportement sur un marché peut faire l'objet de poursuites pénales devant les juridictions répressives ou de poursuites administratives devant une instance spécialisée, la Commission des Opérations de Bourses (COB).

Or il existe en droit français et en droit international une règle interdisant qu'un même comportement puisse faire l'objet de deux poursuites pénales distinctes : *non bis in idem*. Cette règle d'équité élémentaire, voire de bon sens, se double également d'un aspect économique d'optimisation de la répression : toute procédure à un coût, individuel et social, et reprendre une seconde procédure à l'encontre d'une personne déjà jugée pour les mêmes faits peut accroître considérablement ce coût.

Il serait possible d'objecter qu'en matière boursière, la règle *non bis in idem* n'a pas vocation à s'appliquer puisque les deux procédures en cause sont de nature distincte, pénale et administrative. Mais ce serait méconnaître la portée du concept de « matière pénale » résultant de la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'Homme, qui intègre non seulement la procédure pénale *stricto sensu*, mais aussi des procédures répressives de type administratif (cf. affaire *Gradinger c/ Autriche* du 23 octobre 1995 par exemple).

Qui plus est, cette dualité procédurale dans le domaine boursier engendre d'importants inconvénients : risque de contrariété de décision, marginalisation de la répression pénale ...

Mais si l'unanimité semble se faire en doctrine pour condamner le principe même d'un cumul de poursuites pénales et administratives en droit boursier, les opinions divergent quant aux modalités possibles de la répression en ce domaine : faut-il supprimer purement et simplement l'une des deux procédures, et si oui laquelle, ou se contenter d'une meilleure coordination entre elles ?

La première branche de l'alternative semble devoir être exclue : supprimer la voie administrative serait se priver d'un instrument spécialisé efficace de détection, de poursuite et de sanction des comportements boursiers illicites ; supprimer la voie pénale serait faire peu de cas des épargnants ayant subi un préjudice découlant d'une infraction boursière.

La seconde branche de l'alternative, la coordination, apparaît donc préférable sous réserve de déterminer un critère pertinent de répartition des compétences administratives et pénales : gravité du comportement, existence de victimes, caractère international de l'affaire.

CHAPITRE II : L'INDEMNISATION DES PREJUDICES RESULTANT DES INFRACTIONS BOURSIERES

Les constitutions de partie civile relativement aux infractions boursières sont rares dans la jurisprudence française. Tout d'abord, les victimes ne sont pas toujours conscientes du préjudice qu'elles subissent au moment où celui-ci survient. Ensuite, la définition des préjudices induits par les délits boursiers est peu reconnue par la magistrature et, enfin, l'évaluation de ces préjudices n'est pas aisée.

La manipulation de cours et la diffusion de fausses informations constituent des délits portant atteinte moralement (rupture d'égalité entre les investisseurs) et économiquement aux investisseurs. Par contre, le fondement économique du délit d'initié est controversé. Pourtant, en altérant la confiance des investisseurs, le délit d'initié ne porte-t-il pas lui aussi préjudice aux autres intervenants du marché ? Les investisseurs non initiés prennent conscience qu'en cas d'échange, ils risquent de contracter avec un agent détenteur d'informations privilégiées, et sont alors désincités à effectuer des transactions. L'efficacité informationnelle du marché est réduite, ce qui nuit à l'investissement des entreprises. On considère alors que le délit d'initié crée un dommage à l'économie qui doit être pris en compte dans la détermination de la sanction.

Alors qu'aucune décision n'a été prononcée sur un éventuel préjudice résultant d'une manipulation de cours ou d'un délit d'initié, on se demande si les délits boursiers ne créent pas de préjudices individuels. La présence des initiés sur le marché conduit les autres investisseurs en situation d'infériorité informationnelle à modifier leur comportement, à l'extrême ils peuvent renoncer à réaliser des transactions. De manière générale, on peut montrer que la présence des initiés est toujours préjudiciable aux investisseurs non initiés, que ce soit en terme de transfert de risque des initiés aux non initiés ou de transfert de plus-value des non initiés aux initiés.

Deux cas particuliers conduisent à définir les préjudices individuels. Le premier préjudice est lié au risque de non exécution d'un ordre suite à l'intervention d'un initié. Le second préjudice, est lié à la perte de chance que subissent les investisseurs lorsque l'information n'est pas divulguée au public pour qu'un délit d'initié soit commis. En effet, le retard de divulgation volontaire d'informations par les dirigeants aggrave les délits d'initiés commis en parallèle. A l'évidence, l'intervention de l'initié porte préjudice directement à l'investisseur et pas seulement au marché. Mais une chose est de caractériser l'existence d'un préjudice, une autre est de pouvoir l'évaluer.

CHAPITRE III : L'ANALYSE ECONOMIQUE DE LA REPRESSION PENALE

L'analyse économique des sanctions pénales s'intéresse essentiellement à la détermination de la sanction économiquement optimale. Cette dernière doit permettre de maximiser le bien-être collectif en privilégiant la forme de sanction qui minimise son coût de mise en œuvre et en éliminant les actes criminels économiquement inefficients. Dans ce cadre, plusieurs aspects doivent être successivement abordés.

En premier lieu, se pose la question du niveau de criminalité économiquement optimal. En d'autres termes, l'objectif du décideur public est-il d'éradiquer totalement la criminalité ou alors d'en tolérer un certain niveau, étant donnés les ressources à sa disposition, les coûts générés par la détection des actes criminels, les gains et les coûts liés aux activités criminelles ? L'analyse économique montre qu'il existe un niveau de criminalité économiquement efficient, la recherche d'un niveau « zéro » de criminalité se révélant donc sous-optimale.

En second lieu, se pose la question de la sanction. En effet, ce n'est qu'une fois le niveau de criminalité économiquement optimal déterminé qu'il devient possible de fixer le niveau optimal de la sanction. En fait, la sanction optimale permet de décourager tous les agents qui commettraient des actes délictueux économiquement inefficients en absence de sanction. En conséquence, la sanction optimale est considérée par l'analyse économique comme un moyen de modifier le comportement des agents en vue d'atteindre le niveau de criminalité économiquement optimal. Néanmoins, la nature de la sanction n'est pas sans incidence sur le niveau du bien-être collectif. Par exemple, est-il préférable de sanctionner financièrement un agent ayant commis un délit, ou de lui infliger une peine d'emprisonnement ? En fait, choisir l'une ou l'autre de ces sanctions ne génère pas les mêmes coûts de mise en œuvre et n'est donc pas neutre sur le niveau du bien-être collectif. L'analyse économique montre qu'il est généralement préférable de recourir au système des amendes du fait d'un coût de mise en œuvre moins élevé, le niveau des amendes devant généralement être supérieur au dommage causé.

L'analyse proposée est finalement complétée par certaines réflexions concernant les spécificités de la criminalité économique et financière. En effet, on peut admettre que la majorité des agents concernés (les « cols blancs ») a une aversion pour le risque supérieure à la moyenne des criminels. De même, on peut supposer que cette catégorie de criminels est moins sensible au système des amendes que la moyenne des criminels. Ces différents aspects doivent donc être analysés à la lumière des développements précédents.

CHAPITRE IV : UN ESSAI : LA DETECTION DU DELIT D'INITIE EN PRESENCE D'ASYMETRIES D'INFORMATIONS

Le point noir de la répression de la criminalité économique et financière réside dans la détection des délits. Dans cet essai, nous évaluons l'efficacité de la politique mise en place par la COB pour détecter les délits d'initiés. La découverte des transactions suspectes est largement fondée sur des preuves statistiques observées sur le marché. Nous démontrons l'insuffisance d'un tel dispositif dans la dissuasion des initiés et proposons une réforme fondée sur l'implication d'agents privés dans la détection.

En pratique, la COB dispose d'outils informatiques qui permettent de retracer l'historique des ordres de bourse. Le système affiche minute par minute, pour chaque valeur, le volume de titres échangés, le cours en temps réel et la liste des valeurs pour lesquelles les cotations sont suspendues. En revanche, les ordres de bourses individuels transitent obligatoirement par un intermédiaire habilité. C'est pourquoi, la COB ne peut pas observer les transactions boursières individuelles, mais seulement l'ensemble des ordres exécutés par chaque intermédiaire.

La politique de détection de la COB est une politique de seuil : lorsque des variations suspectes sont observées, seules celles impliquant des volumes de transaction importants donneront lieu à investigation. Le modèle que nous proposons permet de décrire, dans une première partie, le niveau de probabilité optimale qui doit être imposé et de comprendre les implications d'une telle politique. Dans une seconde partie, Nous proposons et analysons une politique alternative : la délégation de la détection des délits d'initié aux intermédiaires de marché. Une analyse comparative montre les conditions dans lesquelles la politique de délégation est plus efficace que la politique classique. Une combinaison des deux politiques pourrait améliorer la détection de ce type de délit et de dissuasion des infractions.

A l'instar de ce qui se passe dans le domaine des infractions boursières, le problème de la détection des infractions économiques et financières s'avère central. C'est pourquoi, la réflexion doit aussi conduire les autorités à envisager une responsabilisation des intervenants privés. Eux seuls sont en effet capables d'accéder à certaines informations et de détecter correctement les comportements illicites.

CHAPITRE V : ANALYSE DE L'EFFICACITE D'UNE AUTORITE SPECIALISEE : LE ROLE DE LA COB DANS LA REPRESSION DU DELIT D'INITIE

Depuis 1989, la Commission des Opérations de Bourse est une autorité spécialisée dotée d'un pouvoir de sanction. Trois rôles majeurs sont ainsi attribués à la COB.

- La surveillance du marché est organisée et réalisée par l'autorité spécialisée. Les caractéristiques des infractions en cause et la spécificité du marché considéré imposent en effet la spécialisation de l'autorité de surveillance.

- La phase d'instruction suite à la découverte d'une infraction suspecte est également assurée par la COB. Nous décrivons ici les avantages d'une telle organisation pour les enquêtes et l'établissement des preuves.

- Les infractions boursières peuvent être sanctionnées par la COB ou par les autorités répressives. Cette possibilité pose la question centrale de l'efficacité d'un cumul des possibilités de sanction. Nous examinons en détail la jurisprudence de la COB en matière de manquement d'initié.

Il apparaît que les procédures de sanction qui se déroulent devant la COB sont beaucoup plus rapides que devant les tribunaux répressifs. L'issue des procédures d'appel ou de Cassation ne sont pas en contradiction avec les décisions de la Commission. Maintenant que la sécurité de procédure devant la COB paraît aussi bien établie que devant les tribunaux répressifs, les remises en causes pour vice de forme devraient disparaître.

Finalement, l'analyse de l'efficacité des procédures de sanction devant la COB fait apparaître un fait majeur : il n'existe pas de règle déterminant le montant des sanctions qui doivent être imposées. La fragilité du système tient majoritairement à ce seul fait créant une incertitude sur l'issue des procédures (que ce soit dans la décision COB elle-même ou dans la décision d'appel). De plus, les sanctions imposées sont toujours inférieures au gain des initiés. Les criminels ne sont alors pas dissuadés de commettre le délit. La répression boursière est plus efficace qu'avant la réforme de 1989 mais reste encore largement sous-dissuasive.