

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS-COMPTABLES JUDICIAIRES

(Cour de cassation et Cour d'appel)

XXXI^e CONGRÈS NATIONAL

JOURNÉE D'ÉTUDE

sur le thème

**L'EXPERT-COMPTABLE JUDICIAIRE
ET LES
INFRACTIONS BOURSIÈRES**

Cour d'appel de Chambéry

2 octobre 1992

*Cette plaquette est dédiée à la mémoire de Pierre BEZIO,
Procureur Général près la Cour de Cassation*

COMPTES RENDUS PRÉCÉDEMMENT ÉDITÉS PAR LA COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS-COMPTABLES JUDICIAIRES

X^e Congrès National : Paris, 25-26 novembre 1971.
Ouvert par M. Touffait, Procureur Général près la Cour de Cassation.
Clôturé par M. Aydalot, Premier Président de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Garnier, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert-comptable judiciaire et les droits des justiciables.

XI^e Congrès National : Toulouse, 24 novembre 1972.
Sous la présidence de M. Fonade, Conseiller à la Cour de Cassation.

La notion de bilan inexact.

XII^e Congrès National : Angers, 16 novembre 1973.
Sous la présidence de M. Bellet, Président de la 1^{re} Chambre Civile de la Cour de Cassation.

L'évaluation du préjudice de l'individu et de l'entreprise en cas d'accident corporel et de rupture de contrat.

XIII^e Congrès National : La Baule, 4 octobre 1974.
Sous la présidence de M. Olivier, Premier Vice-Président au Tribunal de Grande Instance de Paris.
Rapporteur général, M. Amédée-Manesme, expert agréé par la Cour de Cassation.

La nouvelle réglementation de l'expertise judiciaire en matière civile.

XIV^e Congrès National : Grenoble, 21 novembre 1975.
Sous la présidence de M. Touffait, Procureur Général près la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Fournier, expert agréé par la Cour de Cassation.

Les infractions en matière immobilière.

XV^e Congrès National : Nice, 15 octobre 1976.
Sous la présidence de M. Cenac, Président de la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, Mlle Doyen, expert agréé par la Cour de Cassation.

La mission de l'expert en cas de poursuites du chef de majoration frauduleuse des apports.

XVI^e Congrès National : Reims, 4 novembre 1977.
Sous la présidence de M. Monguilan, Premier Président de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Clara, expert près la Cour d'Appel de Douai.

Les problèmes posés à l'expert-comptable judiciaire devant les irrégularités commises en vue du maintien en activité des entreprises en difficulté.

XVII^e Congrès National : Caen, 3 novembre 1978.
Sous la présidence de M. Chavanon, Procureur Général près la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Ducoroy, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expertise judiciaire en matière d'abus du droit de majorité.

XVIII^e Congrès National : Versailles, 26 octobre 1979.
Sous la présidence de M. Bellet, Premier Président de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Thorin, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert-comptable judiciaire face aux problèmes posés par les groupes de sociétés.

XIX^e Congrès National : Toulouse, 3 octobre 1980.
Sous la présidence de M. Chabrand, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Hème, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert judiciaire en comptabilité face à certaines dispositions du nouveau Code de procédure civile.

COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS-COMPTABLES JUDICIAIRES

(Cour de cassation et Cour d'appel)

XXXI^e CONGRÈS NATIONAL

JOURNÉE D'ÉTUDE

sur le thème

**L'EXPERT-COMPTABLE JUDICIAIRE
ET LES
INFRACTIONS BOURSIÈRES**

Cour d'appel de Chambéry

2 octobre 1992

*Cette plaquette est dédiée à la mémoire de Pierre BEZIO,
Procureur Général près la Cour de Cassation*

Sous la présidence de
Monsieur Pierre BEZIO, Procureur général près la Cour de Cassation
et **Monsieur Pierre BEZARD**, Président de la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation

La journée d'étude sur le thème
L'expert-comptable judiciaire et les infractions boursières

a été organisée par

Pierre FEUILLET

Président de la Compagnie nationale des experts-comptables judiciaires

et le CONSEIL NATIONAL DE LA COMPAGNIE, ainsi composé pour 1992

Présidents d'honneur	:	Gérard AMEDEE-MANESME (Paris, Versailles)
	:	Paul GRIZIAUX (Amiens, Douai, Reims)
	:	Simone DOYEN (Paris, Versailles)
	:	Pierre DUCOROY (Montpellier, Nîmes)
	:	Félix THORIN (Paris, Versailles)
	:	Madeleine BOUCHON (Paris, Versailles)
	:	Jean CLARA (Amiens, Douai, Reims)
Président	:	Pierre FEUILLET (Paris, Versailles)
Vice-Présidents	:	Adolphe BIOTEAU (Angers)
	:	André GAILLARD (Paris, Versailles)
Secrétaire Général	:	Jean-Jacques JOBERT (Paris, Versailles)
Trésorier National	:	Anne-Marie LETHUILLIER FLORENTIN (Rouen)
Membres	:	les présidents des sections autonomes :
M. ENGELHARD (Aix-en-Provence)		J.-P. SEPULCHRE (Nancy, Metz)
P. DEBROUCKER (Amiens, Douai, Reims)		J. GEORGIN (Orléans, Poitiers)
O. DERVAUX (Angers)		A. GAILLARD (Paris, Versailles)
M. LATAPY (Bordeaux)		Y. LE BRAS (Rennes)
B. BENHESSA (Colmar)		J. SALVAN (Riom, Bourges, Limoges)
G. CHAPUIS (Dijon, Besançon)		J.-C. TRANCHARD (Rouen, Caen)
M. PITIOT (Lyon, Chambéry, Grenoble)		M. AVERSENQ (Toulouse, Agen, Pau)
A. ASTORG (Montpellier, Nîmes)		

Membres cooptés :

A. DANA (Paris, Versailles) ; Mme DERVAUX (Angers) ; J. FLEURY (Paris, Versailles) ; P. LECOINTE (Amiens, Douai, Reims) ; G. MILLET-CORNETTO (Montpellier, Nîmes) ; R. SAINT-JALMES (Paris, Versailles) ; P. TONONE (Aix-en-Provence).

Représentants supplémentaires délégués par les sections groupant plus de 20 membres :

P. NICOLAI (Aix-en-Provence) ; P. DARROUSEZ et J.-P. MARVALIN (Amiens, Douai, Reims) ; B. MOUY (Angers) ; J.-P. GARDE (Bordeaux) ; J.-C. SALVANO (Dijon, Besançon) ; G. FAVIER et R. PEILLON (Lyon, Chambéry, Grenoble) ; A. PROUZET (Montpellier, Nîmes) ; R. OMPHALIUS (Nancy, Metz) ; G. MAURICE (Orléans, Poitiers) ; P. GRABLI, M. DEVILLEBICHOT et A. THONNEL (Paris, Versailles) ; C. PICAVET (Rennes) ; J. LEGOFF (Riom, Bourges, Limoges) ; A. BIANCHI (Rouen, Caen) ; D. GRADT (Toulouse, Agen, Pau).

et la SECTION AUTONOME LYON, CHAMBERY, GRENOBLE dont le bureau est ainsi composé :

Présidents d'honneur	:	MM. CABY Robert
	:	CULINE Lucien
	:	ESTEVE Henri
	:	GOLLNISCH-FLOURENS Henri
	:	LEDRO Jean-Paul
Président	:	M. PITIOT Michel
Vice-Président	:	M. PEILLON Renaud
Secrétaires	:	MM. FAVIER Georges
	:	FLUCHAIRE André
	:	TURQUIN Yves
Trésorier	:	M. FOURNIER Robert
Trésorier adjoint	:	M. PRIOURET Robert
Membres	:	MM. AUDRAS Bernard
	:	MATEO-PONCE Jean-Pierre
	:	MEUNIER Jacques
Anciens Présidents	:	MM. CANALIS André-Paul
	:	GUTTON Marius
	:	PASSOT Gabriel

TABLE DES MATIÈRES

Allocution de M. J.-C. GIROUSSE

Premier Président de la Cour d'appel 9

Allocution de M. P. FEUILLET

Président de la Compagnie 11

Ouverture de la journée d'étude

Allocution de M. P. BEZARD
Président de la Chambre Commerciale de la Cour de cassation 13

Rapport introductif

Rapport présenté par M. Pierre DARROUSEZ
Expert agréé par la Cour de cassation 17

Fonctionnement des marchés et délits de droit commun

Rapport présenté par Mme Hélène BON,
Expert agréée par la Cour de cassation et par
M. Pierre LOEPER, Expert près la Cour d'appel de Paris
Première partie de M. Pierre LOEPER 19
Deuxième partie de Mme Hélène BON 25

Les délits spécifiques et l'intervention de l'Expert judiciaire

Rapport présenté par M. Yves TURQUIN
Expert près la Cour d'appel de Lyon 31

Allocution de M. Pierre BEZIO

Procureur général près la Cour de cassation 49

Examen de cas concrets soumis à l'expertise judiciaire

Rapport présenté par M. Jean-Claude CAILLIAU
Expert agréé par la Cour de cassation 53

Rapport de synthèse

Rapport présenté par M. Pierre DARROUSEZ
Expert agréé par la Cour de cassation 67

Clôture des travaux

par M. Pierre BEZIO
Procureur général près la Cour de cassation 77

ALLOCUTION DE MONSIEUR JEAN-CLAUDE GIROUSSE

Premier Président de la cour d'appel de Chambéry



M. le Procureur général et moi-même sommes infiniment heureux de vous accueillir dans cette belle Cour de Chambéry. Nous vous souhaitons une très chaleureuse bienvenue.

J'adresse un salut particulier et respectueux à M. le Président Bézard, Président de la prestigieuse Chambre commerciale de la Cour de cassation. Son long et signalé passage à la Commission des opérations de bourse comme à la tête du Parquet de Paris le désignait naturellement, mieux que quiconque, pour présider avec éclat et autorité les travaux d'aujourd'hui.

Nous en sommes d'autant plus honorés que les magistrats dans leur quasi-totalité, à quelques notables et remar-

quables exceptions près, ignorent tout ou à peu près tout du monde très secret, très technique et fascinant à la fois de la bourse et *a fortiori* bien sûr des délits qui sont susceptibles de s'y produire. Pourquoi ne pas le dire, la plupart d'entre nous ont découvert avec la presse certaines infractions à l'occasion de scandales dont les médias se sont fait largement l'écho.

C'est vous dire l'intérêt qu'il y a pour nous, juges, à suivre les travaux d'aujourd'hui. D'ores et déjà je souhaite à votre Congrès bon vent et une pleine réussite.

ALLOCUTION DE MONSIEUR PIERRE FEUILLET

Expert agréé par la Cour de cassation
Président de la Compagnie nationale
des experts-comptables judiciaires



Monsieur le Premier Président,

Monsieur le Procureur général,

La Compagnie nationale des experts-comptables judiciaires tient depuis hier son XXXI^e congrès national.

Elle a le grand honneur de recevoir aujourd'hui en votre Palais de Justice, M. le Premier Président Jean-Claude Grousse, M. Pierre Bézio, Procureur général près la Cour de cassation qui nous rejoindra cet après-midi et M. Pierre Bézard, Président de la chambre commerciale de la Cour de cassation.

Je vous remercie vivement M. le Premier Président, ainsi que M. le Procureur général de nous l'avoir permis et d'avoir offert, pour nos travaux, cette salle historique dans laquelle ont été proclamés le 29 avril 1860 les résultats officiels du plébiscite, par lequel les populations de Savoie ont déclaré vouloir être réunies à la France.

Une plaque de marbre scellée dans le mur rappelle cet événement face à un tableau de Napoléon III offert par lui à la Cour d'appel de Chambéry instituée le 23 juin 1860.

J'ajoute que, derrière nous, figurent la masse d'argent dorée aux armes de Savoie surmontée de la couronne royale et les baguettes d'argent que portaient les huissiers lors des déplacements et processions du Sénat de Savoie.

M. le Président Pierre Bézard, je voudrais tout d'abord vous remercier pour l'amabilité avec laquelle vous avez accepté de présider avec M. le Procureur général Pierre Bézio notre journée d'étude et la qualité de l'accueil que vous m'avez personnellement réservé.

Il est de coutume que le Président national de notre compagnie présente les hautes personnalités qui ont accepté de diriger nos travaux.

Qu'il me soit permis simplement ce matin de rappeler qu'originaire de Saïgon vous avez fait des études de droit qui ont abouti à l'obtention du doctorat. Substitut à Limoges, vous avez œuvré pendant plusieurs années à la

Chancellerie avant d'être détaché à la Commission des opérations de bourse en qualité de chef du service juridique de 1976 à 1982. Procureur de la République adjoint à Paris, vous avez rejoint une première fois la Cour de cassation. Nommé Procureur de la République à Paris vous avez rejoint une seconde fois la Cour de cassation pour devenir peu de temps après Président de la chambre commerciale.

Nombreuses sont les personnalités et les confrères présents dans cette salle qui vous connaissent et ont apprécié vos compétences aussi étendues en droit pénal qu'en droit commercial et particulièrement en droit des sociétés et en droit boursier.

Mais, ce qui vous caractérise aussi c'est l'amabilité de votre accueil et une ouverture d'esprit sans faille.

Je ne peux résister au plaisir de vous dire combien les nombreuses occasions qui m'ont été offertes de travailler avec vous ou en votre compagnie ont constitué pour moi, à la fois plus qu'un plaisir intellectuel, un enrichissement considérable.

J'ai le grand plaisir de recevoir M. le Premier Président Oriol dont la fidélité aux travaux de notre section Lyon-Chambéry-Grenoble est exemplaire.

Je salue également M. l'avocat général Boccon-Gibod, représentant M. le Procureur général Nadal, et tous les magistrats présents dans cette salle.

Je remercie de leur présence :

— M. Jean-Marc Bardy, chef des services juridiques de la Commission des opérations de bourse qui représente le Président Saint-Geours,

— Mme Evelyne Gall-Heng, représentant M. Patrick Lorbat, Président de l'Institut français des praticiens des procédures collectives,

— M. Roger Cazalet, Président du Conseil supérieur de l'ordre des experts-comptables,

— M^e Pierre Conte, représentant M. François Vignancour, Président de la Conférence des bâtonniers,

— M^e Denis Garreau, avocat au Conseil d'Etat et à la Cour de cassation,

— Mme Hélène Bon, Présidente de l'IFEC-UNCC.

Il m'est tout particulièrement agréable de saluer également M. Roger Tuffery, Président de la Fédération Nationale des Compagnies d'Experts.

Enfin, je tiens à assurer nos Présidents d'honneur du plaisir que me procure leur présence. Ils nous font l'amitié d'être parmi nous et de nous faire bénéficier de leurs précieux conseils.

Le thème de nos travaux de ce jour :

« L'expert-comptable judiciaire et les infractions boursières »

vous sera présenté par M. Pierre Darrousez, expert agréé par la Cour de cassation, rapporteur général, qui animera une équipe de quatre rapporteurs, Mme Hélène Bon, expert agréé par la Cour de cassation et M. Pierre Loeper, expert près la Cour d'appel de Paris, M. Yves Turquin, expert près la cour d'appel de Lyon, M. Jean-Claude Cailliau, expert agréé par la Cour de cassation.

Nous traiterons, une fois de plus, un sujet difficile dont les contours sont délicats à préciser, un sujet d'actualité qui alimente des chroniques parfois fâcheusement partisans.

Je ne doute pas de l'intérêt que vous voudrez bien porter aux exposés qui vont vous être présentés. Je souhaite que vous participiez activement aux débats qui vont suivre. Votre présence nombreuse à nos travaux constitue déjà un témoignage d'intérêt dont je vous remercie.

M. le Président Pierre Bézard, je vous laisse le soin, en votre qualité de Président de ce congrès, d'ouvrir officiellement nos travaux.

ALLOCUTION D'OUVERTURE DU CONGRÈS

prononcée par

Monsieur Pierre BEZARD

Président de la Chambre Commerciale de la Cour de cassation



Merci, Monsieur le Président. Mesdames, Messieurs, je dois vous dire tout d'abord le très grand plaisir et le très grand honneur que j'éprouve à être parmi vous. Je suis très impressionné d'être dans cette magnifique salle. M. le Premier Président et vous-même, Monsieur le Président, nous avez indiqué qu'il s'agissait d'un lieu historique et cette histoire est importante pour la Savoie et pour la France.

Je remercie M. le Premier Président et M. le Procureur général de l'accueil qu'ils nous font dans leur grande Cour d'appel.

Il est très important que le colloque qui va se dérouler aujourd'hui à Chambéry se passe dans le cadre de ce haut lieu juridique, car le droit a, pour ces problèmes boursiers, une importance tout à fait particulière comme on va s'en rendre compte en écoutant les exposés qui vont suivre.

Je tiens à saluer aussi M. le Premier Président de la Cour d'appel de Lyon, nous connaissons l'attachement qu'il a pour la Cour de Chambéry et nous savons qu'il est à la tête d'une Cour d'appel dans une grande ville financière et qu'il connaît de nombreux contentieux économiques et commerciaux.

Je salue aussi tous les magistrats qui sont présents, des tribunaux et des cours d'appel de Chambéry et de Lyon. Je vous apporte à tous, Messieurs, le salut de la Cour de cassation et des magistrats parisiens. Je dois vous dire que j'envie le métier et la vie que vous avez dans vos grandes Cours de province. Vous êtes la pleine justice car vous êtes des magistrats qui jugez le droit et le fait.

Mesdames et Messieurs les experts, je suis très heureux de vous saluer et de revoir un certain nombre d'entre vous que je connais bien. Vous savez que mes fonctions ont été très largement, au cours de ma carrière, spécialisées.

J'ai donc eu l'occasion de travailler avec beaucoup d'entre vous, en particulier avec vos anciens Présidents que je reconnais dans cette salle.

Je suis un magistrat qui peut se permettre de dire que dans ce domaine du droit financier, du droit des sociétés, la

justice serait bien démunie sans le travail que vous fournissez dans tous les dossiers qui vous sont confiés. Vous êtes nos yeux, vous êtes nos bras.

C'est vers M. le Président Feuillet que je me tourne maintenant. Monsieur le Président, c'est pour moi un grand honneur de me trouver près de vous. Vous rappelez qu'il y a près de vingt-cinq ans que j'ai le plaisir de vous connaître, de vous rencontrer, j'étais à l'époque à la Chancellerie au service du droit commercial, à l'époque où s'élaborait le droit des sociétés, en particulier ces fameux textes de 1969 sur le commissariat aux comptes et les textes boursiers. Beaucoup de représentants du monde économique, de la comptabilité et du droit financier venaient à la Chancellerie et nous discussions beaucoup de ces textes. J'ai toujours trouvé auprès de vous quelqu'un de très attentif, très compétent et qui m'a beaucoup apporté. Vous avez surtout dans ces démarches montré toujours un grand attachement à ce qui me paraît essentiel, c'est-à-dire à ce que soit consacré une meilleure équité, une plus grande transparence dans ce monde financier et économique.

Vous avez su aussi exposer la difficile mission des membres des compagnies que vous dirigiez et vous avez mieux fait comprendre aux magistrats, aux fonctionnaires du Ministère ce qu'était leur travail. Vous avez contribué de façon très forte à une meilleure compréhension entre nous.

Je dois vous dire que j'ai été très heureux personnellement de l'immense distinction, si méritée, qui vous a été remise dernièrement, vous avez eu la gentillesse de m'inviter à la cérémonie. J'ai été très touché de voir que, pour cette remise, vous avez choisi non pas une personnalité du monde politique comme vous pouviez facilement la trouver, non pas une personnalité du monde financier, alors que vous connaissez les plus hauts de ces grands dirigeants de banques et d'entreprises, mais la figure de proue de la magistrature française, le Premier Président Draï, pour vous remettre cette distinction et au cours d'une cérémonie à la Cour de cassation. Vous avez bien marqué ainsi par un choix important, couronnant votre carrière, que la justice était certainement votre valeur première de référence. Je tenais à le dire car j'y suis pour ma part très sensible et tous

les magistrats qui ont assisté à cette remise ont réagi comme moi.

Maintenant, en venant au sujet que vous avez choisi concernant les délits boursiers, je ne cacherai pas qu'il me paraît être un sujet de grande importance et de particulière actualité. A première vue, Mesdames et Messieurs, il y a indiscutablement chez vous de grands spécialistes de ces questions, d'autres le sont moins et peut-être que parmi les experts-comptables judiciaires un certain nombre d'entre vous se sont dit : « C'est un sujet très lointain par rapport à mes préoccupations immédiates ». Ils ont tort. Le droit boursier est devenu en France un problème fondamental qui ne peut vous laisser indifférents.

Nous sommes tous des épargnants, nous sommes tous des gens qui dans nos techniques diverses sommes de plus en plus nécessairement confrontés à des problèmes économiques et financiers et leur réglementation nous touche tous, soit comme citoyens, soit comme techniciens, soit même comme Français attachés à nous interroger sur une certaine philosophie de notre société et de son avenir.

Ai-je besoin de vous rappeler en quelques minutes comment la protection des épargnants et des investisseurs en France a été pendant très longtemps essentiellement et presque exclusivement conçue dans le cadre de la loi des sociétés, cette fameuse loi du 24 juillet 1966 qui comprend avec ses décrets d'application plus de 1 000 articles et qui vise entre autres, à assurer la protection des épargnants des grandes sociétés en les considérant comme des porteurs de titres, actionnaires et obligataires, auxquels étaient accordés des droits dont ils étaient eux-mêmes chargés d'assurer la protection dans le cadre des assemblées. Autrement dit le schéma était un schéma sympathique, démocratique, on disait aux porteurs de titres : « Vous allez aux assemblées, vous désignez, vos dirigeants, vos commissaires aux comptes, vous votez les résolutions, vous êtes les patrons. Par ailleurs, s'il y a des abus, vous saisissez vous-même la justice ».

Vous savez très bien, malheureusement, que dans les grandes sociétés les gens n'ont ni la volonté, ni la compétence, pour participer au travail de ces assemblées, qu'en réalité un petit groupe d'individus, ayant le contrôle, dirige la société et que l'épargnant n'a aucun moyen de se faire comprendre et entendre.

Alors le législateur a essayé de réagir. La loi de 1966 a été modifiée pour donner plus de poids, plus de compétence, plus d'indépendance à des personnes qui paraissent essentielles pour assurer cette protection. Ce sont les commissaires aux comptes. Vous êtes tous ici, je pense, commissaires aux comptes et vous savez comment avec toute une série de textes, de pratiques, grâce à l'action de vos représentants, en liaison étroite avec les Pouvoirs publics, on a constitué une profession plus dynamique, plus compétente, même si encore quelques problèmes subsistent. Le commissaire aux comptes est apparu et apparaît en France comme un organe qui non seulement est là pour vérifier la vérité des informations, la sincérité des comptes, mais aussi, ne l'oublions pas, pour assurer un certain contrôle de l'égalité entre les actionnaires. Une liaison existe d'ailleurs avec les procureurs auxquels les commis-

saires doivent dénoncer les infractions, ce qui est le témoignage de cette mission d'ordre public dont vous savez bien que vous êtes les détenteurs pour une bonne part de votre activité.

De même a été renforcée l'action des pouvoirs des parquets, afin qu'ils aient une meilleure compréhension et une meilleure dynamique près des tribunaux de commerce et aussi dans leur action pénale financière.

Enfin, est apparue la Commission des opérations de bourse, qui est chargée avant tout d'une mission boursière, on en parlera, mais qui dans le droit des sociétés a développé aussi une action pour dynamiser les actionnaires et assurer surtout la protection des épargnants en suppléant leur inaction.

De sorte que ces trois organes, Commission des opérations de bourse, commissaires aux comptes, parquets, coordonnant leur action, ont développé une action de véritables tuteurs de protection de l'épargne. C'était une étape nouvelle et importante.

Mais très rapidement, et j'en arrive au sujet qui est le nôtre pour ce colloque, il est apparu que ce qui comptait pour l'investisseur ce n'était pas de s'exprimer dans le cadre des sociétés, mais que c'était la bourse. La bourse est en effet le domaine où il fait ses achats, où il vend ses actions, où il fait confiance à une société, où il veut rentabiliser ses investissements, où il répond à une OPA, ou au contraire conserve ses titres. Autrement dit c'est son action sur le marché boursier qui est devenue essentielle pour lui. Ses liens avec les sociétés particulières, dont il possède les titres, se sont distendus.

Il est porteur de titres mais il est de plus en plus étranger à la vie, au fonctionnement des sociétés sauf quand il a une masse importante d'actions, ce qui lui permet alors de jouer un certain rôle voire d'espérer contrôler la société.

Alors il est apparu que c'était sur le marché boursier qu'il fallait réaliser la protection de ces investisseurs. Tout l'effort qui a été fait, l'a été justement pour construire un droit protecteur des investisseurs sur le marché boursier. Le droit des sociétés, des grandes entreprises est toujours présent, il vit toujours, mais pour ceux qui suivent avec attention la réalité juridique et judiciaire, il est à l'égard des grandes sociétés cotées devenu un peu subsidiaire.

C'est d'abord par la qualité du produit épargné que la protection a été apportée. On a dit « c'est la qualité du produit d'épargne qui compte » et les autorités boursières ont fait en sorte que ne soient placés sur le marché de l'épargne que des produits émis par les sociétés ayant les reins solides. On a veillé à ce que ces titres puissent se négocier suffisamment facilement, puissent fournir une rentabilité, bref qu'il y ait un marché convenable pour l'investisseur.

Cette protection est apparue aussi par la construction de réglementations sur la transparence des marchés. Les marchés se sont multipliés et on a veillé à ce que les marchés soient soumis à des règles et contrôles efficaces. On s'est attaché aussi à ce que les intervenants sur ces

marchés (sociétés de bourse, banques, etc.) relèvent d'une déontologie plus précise, plus ferme.

On a établi aussi des règles visant à respecter l'égalité dans les procédures boursières et la protection des épargnants ; ce sont tous ces textes sur les OPA, les garanties de cours, les droits de retrait, etc.

Enfin, on a consacré des dispositions pénales extrêmement importantes, ce sont ces fameux délits boursiers qui seront l'objet de votre colloque.

Mais auparavant je voudrais dire qu'il est né récemment un droit nouveau dont on n'a peut-être pas toujours conscience, le *droit de la gestion collective*. C'est un troisième aspect de cette évolution.

L'épargnant qui était étranger de plus en plus au fonctionnement des sociétés comme on l'a indiqué, se désintéresse maintenant souvent des investissements directs en bourse. Il est vrai que ce marché boursier est devenu très technique et les interventions coûteuses pour l'épargnant isolé. Alors, il place son argent dans ces fameux OPCVM dont beaucoup de commissaires aux comptes connaissent les grandeurs et les servitudes. Ce sont des groupements dont la rentabilité est souvent intéressante.

Ces investisseurs sont maintenant participants indirects : ils n'ont plus de contacts ni avec la bourse, ni avec les sociétés. Ce qui compte pour eux ce sont dorénavant ces liaisons avec les sociétés de bourse, avec les banquiers, autrement dit avec les gestionnaires de leur épargne.

C'est un nouveau droit, un droit de protection qui apparaît encore mal défini avec quelquefois des contentieux menés contre les gestionnaires de l'épargne, soit gestionnaires particuliers pour une gestion personnalisée, soit plus généralement dans le cadre de ces OPCVM, une gestion collective. On invoque à cet égard des fautes de gestion, la méconnaissance de l'intérêt du client, des détournements dans certains cas. Un gros effort de déontologie est mené actuellement dans ce domaine par les professionnels eux-mêmes.

Mais, même dans ce dernier cadre, la bourse est quelque chose de fondamental et les délits boursiers sont un élément essentiel de la protection de l'épargne investie directement ou indirectement.

Si vous me permettez, pour terminer, je dirai un mot de mon expérience personnelle en matière de délits boursiers. Je dois vous faire la confidence que j'ai beaucoup vécu l'histoire de ces délits boursiers.

Avec mon collègue M. Bronner, premier chef du service juridique de la Commission des opérations de bourse, en 1970, alors que j'étais à la Chancellerie, nous avons participé étroitement à l'élaboration de ces textes qui ont créé les délits du droit des initiés et autres délits voisins. J'ai accompagné le Président Pleven, alors garde des Sceaux au Sénat, à l'Assemblée comme commissaire du gouvernement, je dois vous dire que l'atmosphère était peu favorable à ces textes. On ne comprenait pas souvent que l'on puisse empêcher les intéressés, les dirigeants en particulier, d'uti-

liser les connaissances qu'ils avaient pour gagner quelque argent ; on nous a fait des remarques critiques. Si vous examiniez les débats officiels de cette époque vous seriez très étonnés de ces réactions : « Vous allez casser l'économie. Vous employez des systèmes anglo-saxons qui nous sont complètement étrangers ».

Le texte a cependant été consacré. J'ai été ensuite responsable des services juridiques de la COB et j'ai eu à faire ces « pré-instructions » de dossiers que l'on envoyait ensuite au Procureur.

Là encore j'ai vu l'étonnement des premières personnes que l'on avait devant nous : « Qu'est-ce que vous nous reprochez là ? Ce que nous avons fait est normal ». On a eu beaucoup de mal à faire évoluer les mentalités. Je suis allé souvent à la demande du Président de la COB expliquer dans des réunions de professionnels, de dirigeants, qu'il était critiquable d'utiliser des informations à des fins spéculatives, alors que les propres actionnaires n'en avaient pas. Il y avait du scepticisme. Les premières affaires ont été décevantes, les tribunaux ne suivaient pas, il n'y avait pas de motivation, les condamnations étaient très faibles.

Puis, petit à petit les choses sont entrées dans les mœurs. A partir du moment où les Français sont venus massivement à la bourse, des millions, on dit 7 ou 8, le droit boursier est devenu une référence, la référence d'un marché où les sociétés qui animent l'économie française, qui la font travailler, qui créent des emplois, viennent chercher leurs ressources, c'est fondamental, un marché où les gens qui ne cherchent pas à faire de la spéculation mais à trouver une juste rentabilité à leurs investissements venaient placer leur argent. Là, on ne pouvait plus tolérer les manœuvres de certains intermédiaires et dirigeants.

Une évolution s'est donc produite et on constatait d'ailleurs parallèlement que la plupart des pays mondiaux, en dernier lieu le Japon, consacraient aussi dans leur législation ces délits boursiers. On voyait les organes de la CEE établir un projet de directive.

Puis, je les ai bien connus aussi, sont venus ces coups de tonnerre de l'affaire de la Société Générale et de l'affaire Pechiney. J'étais alors Procureur de Paris.

Inutile de vous dire que cela a été pour moi des moments passionnants mais difficiles. Compte tenu évidemment de la personnalité des personnes mises en cause, les médias s'en sont emparés. Je pense que cela a été un révélateur qu'il est apparu que ce genre de choses ne devenait plus possible, n'était plus tolérable.

On se trouve maintenant devant des délits qui me paraissent fortement enracinés dans la conscience des Français et qui correspondent à ces délits fondamentaux qui répondent aux besoins de notre époque.

Voilà, Mesdames et Messieurs, les quelques mots que je voulais dire de cette évolution et donc de l'intérêt de la question qui va être examinée.

Mais je voudrais terminer par un autre aspect du problème. Il me semble que dans tout Congrès, par-delà les

analyses pratiques, techniques, juridiques, il est important d'élever le débat.

Je pense que les délits boursiers nous amènent à réfléchir à l'évolution de notre société libérale. Cette économie libérale est finalement la seule référence valable à l'heure actuelle dans le monde, c'est celle qui dynamise un pays, qui fait les grandes puissances, malgré bien entendu aussi ses faiblesses. Mais ce monde crée aussi un tourbillon d'argent et de spéculation qui soulève bien des questions et certains doutes.

Je crois qu'il appartient aux hommes de bonne volonté, à ceux qui font encore référence aux valeurs morales, autrement dit d'abord à nous, hommes de droit, de penser à cette réalité. Nous qui sommes professionnellement près de ce monde de l'économie et de la finance, qui conseillons, qui contrôlons, qui jugeons les contentieux économiques nous savons que ce monde a comme références l'efficacité, le

développement, la rentabilité. Mais nous savons aussi qu'il faut, si ce monde veut durer, veut répondre à ses objectifs, tenir compte aussi d'autres valeurs et c'est à nous d'imposer ces valeurs de transparence, ces valeurs d'égalité des chances et du respect des règles. Autrement dit il faut que dans ces débats nous nous souvenions que nous sommes tous des hommes de justice.

(Applaudissements)

Prenant la responsabilité de ma présidence, je passe maintenant la parole à M. Darrousez qui va nous faire le plaisir d'introduire ce débat, en particulier en présentant les différents intervenants et les sujets qu'ils traiteront.

RAPPORT INTRODUCTIF

présenté par

Monsieur Pierre DARROUSEZ

Expert agréé par la Cour de cassation



Pour la première fois, depuis la création de notre Compagnie, le Conseil national a retenu comme thème des travaux du congrès un sujet portant sur le rôle de l'expert judiciaire en matière de délits boursiers.

Ce choix était opportun, même s'il n'était pas exempt de risques et d'obstacles qu'il nous a fallu franchir avec plus ou moins de bonheur.

Un tel sujet présente indéniablement plusieurs sources d'intérêt.

Tout d'abord, je vous le disais à l'instant, c'est un sujet neuf qui nous permettra, tout au moins je l'espère, de goûter aux plaisirs de la découverte.

C'est également un thème d'actualité incontestable qui s'explique aisément par au moins trois considérations :

- en premier lieu, la législation et la réglementation ont été récemment améliorées et complétées, alors que les organes de contrôle du marché ont vu leurs pouvoirs étendus et précisés,
- en second lieu, les opérations boursières, au sens large du terme, se sont considérablement développées au cours de la dernière décennie, tant au niveau national qu'international,
- enfin, l'importance des capitaux en jeu, les difficultés d'application des lois et règlements, les intérêts divergents entre les différents intervenants sur le marché, ont donné progressivement lieu à l'apparition de contentieux, voire de scandales, plus ou moins retentissants dont les médias se sont faits l'écho.

C'est ainsi, nous le verrons, qu'une jurisprudence récente, harmonieusement complétée par une doctrine encore naissante mais déjà bien établie, permet de dresser un tableau des principaux délits boursiers « à la mode » oserais-je dire, et par voie de conséquence de préciser quel pourrait être le rôle de l'expert judiciaire dans la recherche de la vérité.

Mais le sujet de nos réflexions constitue également un chemin semé d'embûches, auxquelles ont dû faire face les quatre rapporteurs que nous aurons le plaisir d'entendre successivement aujourd'hui.

En premier lieu, il convenait d'éviter de tomber dans le piège de l'exposé trop technique, dans une matière où la sophistication des procédés boursiers fait appel à des notions mathématiques et financières très éloignées des canons juridiques et comptables traditionnels. Je pense que nos différents rapporteurs ont su contourner cet obstacle, tout en abordant de façon concise et simplifiée l'ensemble des techniques boursières que doit nécessairement connaître un expert judiciaire normalement constitué.

En second lieu, il ne pouvait être question d'examiner dans le laps de temps qui nous était imparti, l'ensemble des délits boursiers, non plus que l'ensemble des opérations financières pouvant donner lieu à utilisation de procédés frauduleux.

C'est pourquoi nous nous sommes limités aux délits boursiers les plus courants, qui représentent, faut-il le préciser, la grande majorité des cas relevés par la doctrine et la jurisprudence.

C'est ainsi que nos réflexions et nos discussions porteront essentiellement sur les trois délits les plus connus :

- le délit d'initié,
- la manipulation de cours,
- la diffusion d'informations trompeuses ou inexactes.

Nous avons volontairement éliminé de nos recherches certains délits spécifiques n'ayant qu'un rapport très lointain avec les missions d'investigations pouvant être confiées à un expert judiciaire. C'est ainsi que nous n'étudierons pas, par exemple, la réglementation concernant les franchissements de seuil ou les activités de démarchage et de gestion de portefeuille.

Il me reste à vous préciser l'ordre dans lequel se feront les interventions.

Vous entendrez ce matin l'exposé d'Hélène Bon et de Pierre Loeper, tous deux experts judiciaires à Paris. Ils ont estimé, à juste titre, qu'il convenait de faire précéder l'étude des délits spécifiques, d'un exposé portant, d'une part, sur les règles de fonctionnement du marché et le rôle des intervenants, d'autre part, sur les délits de droit commun.

Puis, après une courte pause, nous entendrons l'exposé de notre confrère Yves Turquin, expert judiciaire à Lyon, qui abordera plus en détail le thème de notre congrès en nous présentant les délits spécifiques et l'intervention de l'expert judiciaire. Il étudiera les trois principaux délits que je viens d'énumérer en s'attachant également à apprécier l'évolution des réglementations et des organismes de contrôle en Europe et aux Etats-Unis.

Tout ceci nous mènera à une heure assez avancée de la matinée, de telle sorte que puisse s'engager la discussion avec la salle et l'ensemble des participants, selon l'usage que vous connaissez bien.

Puis cet après-midi, après la pause déjeuner, nous aurons le plaisir d'entendre notre confrère Jean-Claude Cailliau,

expert judiciaire à Paris, qui nous exposera, de façon essentiellement pratique, un certain nombre de cas concrets d'expertise judiciaire en matière de délits d'initiés et de manipulation de cours, sans oublier la technique particulière dite de la « bouilloire » dont il vous expliquera le délicat maniement.

Le dialogue avec la salle pourra alors se poursuivre avant qu'il ne soit mis fin à nos travaux par la synthèse de cette journée d'étude que j'aurai la responsabilité mais également l'honneur d'essayer de dégager.

Je passe la parole à notre éminente consœur, Hélène Bon, Présidente de l'IFEC, et à notre non moins éminent confrère, Pierre Loeper.

(Applaudissements)

Mme Bon (Paris) : Pierre Loeper va procéder à la lecture d'une première partie de notre rapport, j'interviendrai ensuite pour en exposer la deuxième partie.

FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS ET DÉLITS DE DROIT COMMUN

Première partie du rapport
présentée par

Monsieur Pierre Loeper

Expert près la Cour d'appel de Paris



Introduction

Pour une bonne compréhension de notre sujet, il est un préalable indispensable qui est de décrire les principales règles de fonctionnement du marché boursier :

- Qui sont les acteurs ?
- Quel est leur rôle ?
- A quelles règles leur comportement est-il soumis ?

Ces questions sont simples mais hélas la matière est à la fois complexe et en pleine évolution.

Complexe, car sur les nombreux marchés qui se sont développés se négocient des produits de plus en plus sophistiqués. Le jeu du règlement mensuel ou celui des marchés à terme de marchandises apparaissent bien dépassés si l'on considère le Matif et le Monep par exemple. Que dire aussi de la génération de tous ces hybrides d'actions ou d'obligations que constituent les ORA, les OBSA, les ABSA, et autres « titres subordonnés ».

En pleine évolution, car si c'est une banalité de rappeler que les marchés ont subi une transformation sans précédent pendant ces dix dernières années, le rôle des intervenants a lui-même été et continue d'être repensé. C'est ainsi, par exemple, que les sociétés de bourse ont succédé par la loi du 22 janvier 1988 aux agents de change, dont cette loi a en même temps supprimé le *numerus clausus*. Plus récemment, une réflexion s'est fait jour sur l'opportunité d'isoler et de séparer les trois métiers exercés conjointement par les intermédiaires : la *conservation* (fait de détenir les titres et d'en assurer la gestion : encaissement des coupons, etc.), la *négociation* (dite aussi « *front-office* », accès direct au marché), et la *compensation* (règlement des transactions en titres et en capitaux — c'est le « *back-office* »). Enfin, à partir de sources diverses, est en train de se constituer un véritable corps de doctrine en matière de déontologie du comportement des intervenants sur le marché.

Mais vous savez aussi que, malgré tous ces efforts, les marchés ont été éclaboussés par une succession de déboires

voire de scandales, sans parler ici des affaires d'initiés ou de manipulation de cours. Si nous regardons tout simplement le fonctionnement du marché, sans nous intéresser aux actions ayant pour effet de le fausser, nous constatons que dans bien des cas des investisseurs, pourtant présumés avertis, se sont trouvés entraînés dans des pertes considérables. Que l'on songe par exemple à la perte de près de 500 millions de francs enregistrée sur le Matif par le fonds de garantie des agents de change en 1987, c'est-à-dire par les professionnels eux-mêmes et représentant environ le tiers dudit fonds de garantie. En face d'affaires de ce type, on se demande toujours s'il y a eu simple erreur, ou tromperie, voire escroquerie.

On constate aussi que les sociétés de bourse ne sont nullement à l'abri de tout un ensemble de délits de droit commun, qui consistent de manière très générale :

— à abuser du mandat qui leur est donné, en utilisant par exemple à des fins propres les fonds ou les titres qui leur sont confiés,

— ou encore plus subtilement à « orienter » l'épargne drainée par les OPCVM ou autrement dans un sens déterminé, favorable le cas échéant à des intérêts proche de la charge.

Authentiques délits, indécitesses, manque de diligence ? La frontière n'est pas toujours facile à établir. Mais les risques existent du fait, tout à la fois, des sociétés de bourse et de leurs préposés. C'est ce qu'un cadre de société de bourse que nous avons rencontré pour préparer cet exposé avait imaginé de la manière suivante : pour bien juger de la confiture il faut quelquefois avoir mis les doigts dedans. Ce qui veut dire qu'un bon opérateur doit, peut-être, pour bien apprécier le marché, jouer un peu pour lui en même temps que pour ses clients.

Mais ce qui rend également impérative la mise au point de règles déontologiques du comportement des uns et des autres.

Nous nous proposons donc de montrer qu'à côté des infractions spécifiquement boursières (délits d'initiés, de

diffusion de fausses informations et de manipulation de cours), qui seront traitées par notre confrère Turquin, il existe un ensemble considérable d'autres délits que nous qualifierons, par opposition, de délits de droit commun, et à propos desquels nous nous efforcerons aussi de réfléchir aux missions pouvant être confiées aux experts judiciaires et à la manière de les aborder.

Il est maintenant nécessaire, afin de mieux éclairer le sujet, de procéder à une présentation, même succincte, du marché (ou plutôt des marchés) et des acteurs qui interviennent sur ceux-ci.

I. — Le marché

En mars 1992, la capitalisation boursière de Paris était de 359 milliards de dollars, ce qui correspond au cinquième rang mondial loin derrière New York et Tokyo (3 655 et 2 354 milliards de dollars), assez loin derrière Londres (897 milliards de dollars), et pratiquement à égalité avec Francfort (369 milliards de dollars) (1).

Les six bourses de province (Lyon, Lille, Nancy, Bordeaux, Marseille et Nantes) représentent environ 2 % du volume traité par Paris. Elles ne sont pas pour autant négligeables dans la mesure où elles accueillent des affaires régionales ayant vocation à grandir et à avoir accès au marché national. Il y a en outre aujourd'hui unicité entre les marchés, pour les valeurs cotées, à Paris et en province.

On distingue classiquement *deux natures de marchés, cinq marchés principaux* présents de longue date sur la place de Paris auxquels s'ajoutent les *deux marchés à terme* qui ont ouvert récemment, le Matif et le Monep.

Sur tous ces marchés, y compris sur les marchés à terme, il est possible de rencontrer des infractions, qu'elles soient spécifiques ou de droit commun. Ce qui en rend nécessaire une rapide description.

1. Deux natures de marchés

Un marché dit primaire dont l'objet est de permettre à des émetteurs de rencontrer des épargnants. L'épargne se dirige vers la souscription d'actions ou d'obligations (voire d'autres titres renforçant les capitaux permanents) l'émetteur peut être soit une entreprise, soit l'Etat qui finance ainsi son budget.

Et un marché secondaire sur lequel se négocient les titres souscrits précédemment. C'est évidemment à ce marché

(1) Source : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs.

2. Cinq marchés traditionnels principaux

— La cote officielle des actions qui comprend le règlement mensuel (200 sociétés) et le comptant (400 sociétés) ; ce marché est réservé aux sociétés les plus importantes,

— le second marché (300 sociétés),

— le hors cote sur lequel, à la différence des marchés précédents, toute société peut se faire coter à l'occasion d'une transaction, ce qui explique qu'il soit souvent très étroit et que les cours puissent se prêter plus facilement à une manipulation,

— le compartiment des obligations, qui est loin d'être négligeable puisque la capitalisation globale des marchés obligataires dépasse celle des marchés d'actions dans la majorité des pays.

S'y ajoute le marché des valeurs étrangères sur lesquelles nous pourrions revenir quand il sera question d'arbitrage entre les marchés.

Comme on le sait, c'est le jour même qu'en dehors des titres admis au règlement mensuel, les transactions sont réglées et les titres livrés.

En revanche, les transactions sur les titres cotés au RM se dénouent au terme du mois boursier, c'est-à-dire dans la période de liquidation.

Cette modalité permet des achats ou des ventes « à découvert » : achat lorsque le cours est orienté à la hausse car l'opérateur dénoue son engagement avant la liquidation par une vente et encaisse la plus-value à la liquidation ; vente lorsque le cours est orienté à la baisse, l'opérateur dénouant alors son engagement avant la liquidation par un achat et encaissant de même la plus-value.

Cette spéculation n'est cependant pas gratuite dans la mesure où l'opérateur doit fournir, au moment même de son ordre, et maintenir jusqu'à la liquidation, une « couverture », dont l'assiette, le taux par rapport à ses engagements et la composition sont fixés par le Conseil des Bourses des Valeurs.

Mais il arrive que le marché se retourne et que les opérateurs soient pris à contre-pied.

Ils sont alors contraints, ne pouvant les dénouer, d'exécuter leurs engagements, sauf à négocier un report jusqu'à la prochaine liquidation.

Les positions reportées à l'achat et à la vente sont confrontées sur un marché dit des reports, sur lequel les spéculateurs reportés, c'est-à-dire qui entendent poursuivre leur spéculation, sont confrontés avec des capitalistes qui leur prêtent, contre intérêt, soit des titres, soit des capitaux.

Il est aussi possible de spéculer à la fois sur la hausse et sur la baisse d'un titre, mais par référence à un certain intervalle de variation : c'est le stellage. L'acheteur d'un tel

duit anticipe sur une forte variation des cours, supérieure à l'intervalle précité, il aura la possibilité soit d'acheter à la borne supérieure de cet intervalle, en cas de hausse, puis, les cours ayant continué à monter, de revendre au-delà, soit en cas de baisse de revendre à la borne inférieure de l'intervalle en achetant en deçà, les cours ayant continué à descendre.

Si les choses ne se passent pas comme prévu et que l'acheteur du stellage n'exécute pas ce qu'il faut bien appeler une option, il paie une prime au vendeur du stellage.

Selon les cas, le vendeur du stellage soit supportera une perte égale au gain de l'acheteur, soit encaissera la prime.

Depuis l'ouverture du Monep sur lequel se négocient précisément les options, le stellage est plus rarement utilisé. On y substitue, sur le Monep, des opérations mixtes combinant un *put* et un *call*. Mais n'anticipons pas.

Tout cela est déjà assez compliqué et générateur de dangers, mais nous allons voir que les marchés à terme généralisés — dans la mesure où le terme est indépendant d'une notion de liquidation boursière — sur lesquels se négocient les matières premières, les instruments financiers et les options, le sont bien davantage.

Nous allons venir à ces marchés puis nous dirons un mot rapide des *swaps* qui s'y apparentent quelque peu.

3. Le marché à terme des matières premières

Il est le plus ancien de ces marchés ; il permet d'en bien comprendre le fonctionnement.

Un industriel fabricant de chocolat, par exemple, veut couvrir le risque de fluctuation du cours de sa matière première, le cacao. Ayant en effet vendu son chocolat à ses clients à un prix donné, il doit s'assurer que son prix de revient sera maintenu pendant la période de fabrication.

A cette fin, il achète à *terme* (à deux ou trois mois, ici, pour fixer les idées) une certaine quantité de cacao, ce qui signifie qu'il sera livré à la date donnée et pour le prix donné de la matière première commandée.

Le fonctionnement du marché à terme procède ainsi souvent à l'origine d'une opération de *couverture*.

Quelle contrepartie va trouver notre opérateur en quête de couverture ? Celle d'un *spéculateur* qui va, lui, accepter de prendre un risque, en tablant, en l'espèce sur une baisse des cours de la matière première entre la date de conclusion du contrat à terme et celle de la livraison des biens.

Le contrat à terme se décompose donc le plus souvent en une opération de couverture et une opération de spéculation. Il se peut aussi que les deux opérateurs agissent par spéculation.

On dira que le marché des matières premières, marché réel, est « sous-jacent » au marché à terme correspondant.

4. Le Matif (Marché à Terme International de France)

Il s'est dans un premier temps appelé Marché à Terme des Instruments Financiers, et a été ouvert en bourse le 20 février 1986.

Son objet est donc de négocier à terme des instruments financiers.

Il existe encore aujourd'hui un assez petit nombre de contrats négociables sur le Matif dont les plus importants ou les plus significatifs sont ceux sur le notionnel, sur le *pibor* 3 mois, et sur l'Indice CAC 40.

Dans chaque cas il s'agit, du moins à l'origine, de couvrir un risque : respectivement sur les taux à long terme, sur les taux à court terme, sur le marché des valeurs mobilières.

Mais plus vont les choses et plus les opérations « spéculation contre spéculation » semblent prendre une place importante par rapport aux opérations « couverture contre spéculation ».

Lorsque la tendance du marché est à la hausse (*bull market*), les opérateurs sont acheteurs à terme, dans le cas contraire (*bear market*), ils sont vendeurs à terme.

Le danger de telles spéculations est évident. Pour le limiter deux dispositions ont été instituées : l'obligation d'un dépôt de garantie, dit *deposit*, et celle de répondre quotidiennement aux appels de marge.

Il faut aussi dire un mot de ces intervenants particuliers que sont les « négociateurs individuels du parquet » (NIP), véritables spéculateurs professionnels, au nombre maximum de 50 qui ne peuvent participer à la négociation que pour leur propre compte et assurent l'animation du marché en offrant des contreparties et en jouant sur les variations intervenant en cours de séance.

Ajoutons enfin que les indices ou les indicateurs qui sont négociés au Matif sont souvent des données abstraites. C'est ainsi par exemple que « l'emprunt notionnel » (emprunt de l'Etat français à 10 % sur 7 à 10 ans) est un produit fictif et que, quand il faut le livrer, on a recours à des emprunts différents mais existants, auxquels on applique des tables de conversion.

Notre propos doit rester, hélas ou heureusement pour vous, très en surface d'une réalité complexe mais aussi passionnante. Son exposé demanderait un temps plus étendu que celui qui nous est imparti.

5. Le Monep

Marché des options négociables, un peu plus récent que le Matif puisqu'il a été ouvert à Paris le 10 septembre 1987, le Monep est de même un marché à terme, mais sur lequel sont négociées des options :

— les « *calls* » : un *call* est un droit d'acheter un titre ou un paquet de titres donnés, pour un prix dit d'exercice et au plus tard à une certaine échéance,

— les « *puts* » : options de vendre dans les mêmes conditions.

Chaque série d'options négociables (options dont les caractéristiques standards sont identiques) donne lieu à la cotation en continu du prix de l'option, dénommé prime.

De même que sur le Matif et afin de faire face aux pertes que peuvent enregistrer les donneurs d'ordre, ceux-ci doivent déposer une couverture spécifiquement affectée à la garantie de leurs positions sur le Monep.

On peut voir les choses de plus près avec les explications suivantes :

a) Achat et vente d'un *call* (option d'achat)

Tant que le cours reste inférieur au prix d'exercice, l'acheteur du *call*, qui a anticipé sur une hausse du titre au-delà de ce prix d'exercice, n'exerce pas son option. Il perd en conséquence la prime qu'il a versée.

Dès que le cours dépasse le prix d'exercice, l'acheteur a intérêt à exercer son option et, à partir du moment où le cours dépasse le point mort (égal à la somme de la prime et du prix d'exercice), il commence à enregistrer un bénéfice et ce théoriquement sans limite.

De son côté, le vendeur du *call* s'est engagé à livrer un volume donné d'actions à un prix d'exercice défini par le contrat. Il gagne la prime si le cours reste inférieur au prix d'exercice et que l'acheteur n'exerce par conséquent pas l'option ; mais il peut, si le cours de l'action dépasse le prix d'exercice, enregistrer des pertes et ce également théoriquement sans limite : en ce cas il doit en effet aller acheter des titres sur le marché, à un cours supérieur au prix d'exercice, pour les revendre à perte.

On voit donc que les situations de l'acheteur et du vendeur du *call* sont différentes : le premier peut limiter sa perte (il n'a pas l'obligation de lever l'option), mais non le second (qui a l'obligation de livrer les titres si l'acheteur exerce son option). La valeur de la prime, telle qu'elle résulte de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché, correspond à un point d'équilibre entre les deux acteurs.

b) Achat et vente d'un « *put* »

L'acheteur d'un *put* a acquis le droit de vendre un volume d'actions donné au prix d'exercice fixé par le contrat. Le vendeur du *put* doit lui acheter ces titres et en échange a, de même que ci-dessus, reçu une prime.

L'acheteur du *put* anticipe sur une baisse des titres (à l'inverse de l'acheteur du *call*).

Si le cours de l'action baisse en dessous du prix d'exercice, le bénéficiaire de l'option va exercer celle-ci en ven-

nant les titres. Il encaissera un profit à partir du moment où le cours sera descendu en dessous du point mort égal ici à la différence $Pe - Pr$.

Si le cours de l'action reste supérieur au prix d'exercice le bénéficiaire de l'option n'exercera pas celle-ci et perdra la prime.

Les choses sont évidemment symétriques pour le vendeur du *put*.

Il est possible maintenant de constater que la combinaison de l'achat d'un *put* et d'un *call* est très proche d'un stelage (au cas présent l'intervalle de celui-ci serait de 200-400).

6. Une brève information sur les « *swaps* » maintenant

Un « *swap* » est une opération d'échange (*swapper* signifie échanger) de flux d'intérêts portant sur un montant et sur une durée définis à l'avance. Lorsque le *swap* se fait dans une devise donnée on parle d'un *swap* de taux.

Ce qui sera échangé sera par exemple :

— les flux d'un remboursement d'un emprunt de 10 MF remboursable sur 10 ans selon un certain échéancier et un intérêt fixe de 9,5 %,

— et les flux de remboursement d'un autre emprunt, de même montant et remboursable sur la même durée, mais avec un intérêt variable (indexé sur le libor (2) par exemple).

Un *swap* de devises est la même opération d'échange mais portant sur des flux avec des taux d'intérêt identiques ou différents mais exprimés en devises différentes.

Nous nous limiterons dans ce qui suit aux *swaps* de taux (*swaps* dans une devise donnée) qui sont les plus simples.

Un court exemple permettra peut-être de mieux comprendre l'intérêt des *swaps*.

Supposons un agent économique se finançant avec une ressource en francs à taux variable alors que ses emplois sont à taux fixes.

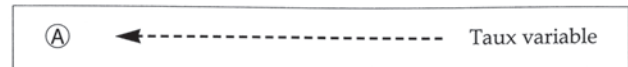
Afin de se prémunir contre des risques de fluctuation, cet agent va chercher à échanger les flux de remboursement de sa ressource contre des flux mieux adaptés à ses emplois et donc à *swapper* son emprunt.

Un tel *swap* peut être assimilé, en terme de trésorerie, à une transaction dans laquelle une des contreparties emprunte à l'autre un capital à un certain taux d'intérêt, et repretre à cette même contrepartie le même capital, sur la même durée, mais à un taux différent.

(2) *London Interbank Offered Rate*.

Exemple : swap taux fixe-taux variable

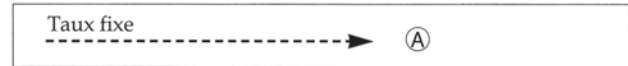
- Situation avant *swap* :
A bénéficie d'une ressource (emprunt) à taux variable.



- *Swap* :
Echange de flux. Tout se passe comme si A prêtait les fonds correspondants à B au même taux variable, B les re-prêtant à A à taux fixe.



- Situation après *swap* :
A bénéficie d'une ressource à taux fixe



Après avoir « swappé » sa ressource, A va donc payer des échéances calculées à taux fixe au lieu du taux variable.

Dans la mesure où A avait des emplois (par exemple des prêts) à taux fixe, le *swap* lui a permis de sécuriser sa structure financière. On parlera alors d'une **opération de couverture**.

Mais il se peut aussi que A décide du *swap* non pour adosser un emploi, mais parce qu'il anticipe sur une certaine évolution des taux (au cas présent hausse du taux variable) et qu'il souhaite s'en prémunir par avance en convertissant ses ressources à taux variable en ressources à taux fixe avant que les taux n'aient monté. On parlera d'une **opération ouverte**, dans laquelle existe un risque, celui d'être pris à contrepied si les taux n'évoluent pas comme l'opérateur l'a anticipé.

Les choses sont évidemment les mêmes si l'on *swappe* non les ressources mais les emplois.

Les *swaps* ont connu un grand développement. Ils posent au professionnel comptable des problèmes ayant trait à l'appréciation des risques, sur les positions ouvertes, qui sortent du présent rapport. Nous nous bornerons donc à cet exposé nécessairement succinct.

7. Les autorités de marché

Après cette rapide description, quelques mots sur les autorités de marché.

Nous distinguerons trois niveaux :

- d'abord, la **COB** (Commission des opérations de bourse) dont nous nous bornerons à rappeler qu'elle est chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés (y compris bien sûr les marchés à terme).

La COB peut prendre des règlements prescrivant des règles de pratique professionnelle. Elle dispose d'un pou-

voir d'enquête. Elle peut provoquer l'intervention des autorités judiciaires en leur demandant de décider de mesures conservatoires ou en transmettant des dossiers au Parquet ; elle peut aussi demander aux autres autorités de marchés dont nous allons parler dans quelques minutes d'agir en matière disciplinaire ; elle peut enfin de sa propre autorité ordonner qu'il soit mis fin à des pratiques contraires à ses règlements et prononcer elle-même des sanctions. C'est dire, pour résumer, combien les attributions et pouvoirs de la COB sont étendus, ce qui justifiait que nous en traitions en premier. Notre confrère M. Turquin reviendra en outre, plus particulièrement, sur les modalités d'intervention de la COB.

- Abordons ensuite les autorités dont la compétence couvre plus particulièrement les sociétés de bourse qui, comme dit précédemment, ont succédé aux agents de change ; le **CBV** (Conseil des bourses de valeurs) qui a pris dans le même contexte législatif la suite de la chambre syndicale des agents de change, est un organisme professionnel doté de la personnalité morale dont les attributions sont d'ordre réglementaire et disciplinaire. Il détient également la maîtrise de la cote en décidant de l'admission ou de la radiation des valeurs mobilières aux négociations.

Le CBV est assisté de la **SBF**, Société des Bourses Françaises, constituée entre les Sociétés de Bourse sous forme de société anonyme régie par la Loi bancaire. La SBF est chargée de la gestion quotidienne du marché. C'est elle qui publie la cote.

- Enfin, examinons brièvement les autorités de marché spécifiques au Matif et au Monep.

Pour le Matif, il s'agit du Conseil des Marchés à Terme (**CMT**) qui a un statut et des attributions assez similaires au CBV, et d'une chambre de compensation, dénommée **Matif SA** qui joue un rôle très important dans l'organisation du marché et la surveillance de la position des intervenants. Matif SA enregistre en effet chaque opération sur les contrats à terme et en garantit la bonne fin. Les intervenants sont d'ailleurs obligatoirement liés à Matif SA par une convention, véritable lien d'adhésion, de sorte que l'on parle pour eux d'adhérents à la compensation, étant observé qu'il existe deux catégories différentes d'adhérents : les compensateurs généraux (qui peuvent désigner

des négociateurs intervenant sous leur responsabilité), et des compensateurs individuels qui interviennent eux-mêmes (ou leurs employés) dans la négociation.

Pour le Monep, interviennent comme autorités de marché le CBV, qui décide notamment de la création ou de la suppression des options négociées, la SBF qui fixe en particulier les règles de couverture auxquelles doivent se soumettre les intervenants, et la **Société de Compensation des Marchés Conditionnels**, à laquelle les sociétés de bourse et les intermédiaires admis par la SBF doivent de même qu'en ce qui concerne la chambre de compensation du Matif, adhérer.

Pour clore cette rapide description des autorités chargées de la surveillance du marché, nous soulignerons la coordination qui s'est instaurée entre les organismes français et leurs homologues étrangers. C'est ainsi également que les règles déontologiques de comportement des intermédiaires, que nous traiterons plus loin, ont été notamment élaborées dans le cadre d'une coopération entre la COB et la SIB en Grande-Bretagne.

8. Quelles sont aujourd'hui les tendances principales du marché ?

— En premier lieu, un flux remarquable d'innovations financières : marchés nouveaux (Matif, Monep) mais aussi produits nouveaux :

- produits dérivés ou démembrés des actions : certificats d'investissement, certificats de droits de vote, titres participatifs ou subordonnés,
- obligations, remboursables en numéraire ou en actions (ORA),

- des produits hybrides tels les OBSA, hybrides d'obligations qui associent à une obligation classique des bons de souscription d'actions, ou les ABSA, hybrides d'actions, actions classiques auxquelles sont attachés des bons de souscription,

- et, bien sûr, les options dont nous avons déjà parlé à propos du Monep.

La seule certitude que l'on puisse avoir aujourd'hui c'est que l'imagination des émetteurs, et en premier lieu de l'Etat, n'a pas encore trouvé ses limites, ce qui implique de la part des intervenants sur le marché (investisseurs et intermédiaires) un effort incessant pour s'adapter à des techniques nouvelles.

— En second lieu, et ceci est peut-être lié à cela, ce que certains ont appelé le crépuscule de l'investisseur individuel et qui a pour corollaire la place de plus en plus importante tenue par les investisseurs institutionnels (les fameux « zinzins ») et les OPCVM (SICAV et FCP).

— En troisième lieu, une interactivité croissante entre les marchés, qui se décloisonnent et s'internationalisent, ce qui, accompagné d'une grande vitesse de diffusion des informations et de réactions, par arbitrage notamment, de plus en plus rapides, entraîne une volatilité croissante des marchés.

Si l'on ajoute enfin la simple progression des volumes, on est amené à constater que tous ces phénomènes augmentent les risques de dérèglement du fonctionnement des marchés, en raison de manœuvres fautives ou simplement d'imprudence des acteurs.

(Applaudissements)

FONCTIONNEMENT DES MARCHÉS ET DÉLITS DE DROIT COMMUN

Deuxième partie du rapport présenté par

Madame Hélène Bon

Expert agréé par la Cour de cassation



II. — Les acteurs

Précisément qui sont ces acteurs qui interviennent sur le marché ?

Il nous a semblé logique de distinguer trois catégories :

- Les émetteurs
- Les intermédiaires
- Les investisseurs

1. Les émetteurs sont principalement l'Etat, les Services Publics, les institutions financières, les entreprises tant françaises qu'étrangères.

Ils interviennent d'abord sur le marché primaire lors de l'émission des titres, puis sur le marché secondaire de façon soit régulière, par les informations qu'ils diffusent, soit ponctuellement à l'occasion d'augmentation de capital, d'OPA-OPE, ou encore de fusions.

2. Les intermédiaires sont bien sûr les Sociétés de Bourse, mais aussi les sociétés de gestion de portefeuille, encore qu'elles n'exercent pas la totalité des fonctions d'intermédiaires, et, de plus en plus, les banques et les maisons de titres.

Les sociétés de bourse, héritières des agents de change, jouissent, en application de l'article 1 de la loi du 24 juillet 1988 qui les a créées, d'un monopole « pour la négociation des valeurs mobilières admises aux négociations par le CBV ».

Elles se chargent en outre, en général, de la compensation, c'est-à-dire de la livraison des titres et du paiement ou de l'encaissement des transactions. Elles tiennent à cet effet une comptabilité titres et une comptabilité espèces.

Enfin, elles sont le plus souvent chargées par leurs clients de conserver leurs titres.

Elles exercent donc les trois métiers de négociation, de compensation et de conservation. Nous verrons plus loin pour quelles raisons de sécurité il est envisagé de séparer, dans l'avenir, ces trois activités.

Les sociétés de gestion de portefeuille ont une origine similaire à celle des sociétés de bourse. Créées par la loi du 2 août 1989, elles sont également les héritières d'une profession préexistante, celle des auxiliaires de la profession boursière (L. 21 déc. 1972), terme regroupant les remisiers, qui étaient chargés d'apporter des affaires aux agents de change, et les gérants de portefeuille.

Les remisiers entrent maintenant dans la catégorie des personnes « agissant pour le compte des sociétés de bourse » et ne peuvent opérer sans une carte professionnelle.

Quant à la gestion de portefeuille, elle est désormais exercée par des sociétés anonymes (les personnes physiques étant exclues), présentant une garantie financière suffisante et ayant reçu un agrément de la COB.

Une évolution au moins aussi importante en ce qui regarde le fonctionnement des marchés est celle qui concerne la place des établissements de crédits et assimilés (maisons de titres).

La loi du 24 janvier 1984 autorise les banques à adjoindre à leur activité principale certaines activités connexes telles « le placement, la souscription, l'achat, la gestion, la garde et la vente de valeurs mobilières et de tout produit financier ». La même loi a confirmé, pour les maisons de titres la faculté de gérer des portefeuilles de valeurs mobilières pour le compte de leur clientèle.

Ce qu'il faut retenir est le rôle croissant de ces établissements dans la gestion des portefeuilles de leurs clients.

Les banques peuvent aujourd'hui intervenir sur la plupart des marchés, à l'exception, strictement, de la fonction négociation qui reste le monopole des sociétés de bourse.

Cependant, cette situation elle-même est en train d'être contournée dès lors que les banques sont autorisées à

prendre le contrôle de sociétés de bourse, ce qu'elles ont largement fait, et que le *numerus clausus* des sociétés de bourse étant supprimé, rien ne les empêchera de créer elles-mêmes de telles sociétés.

3. Les investisseurs enfin, comprennent, d'une part, les épargnants individuels, qui se regroupent de plus en plus, comme on l'a déjà souligné, dans les OPCVM, ou confient leurs intérêts à des sociétés de bourse ou de gestion de portefeuille, d'autre part, les institutionnels (compagnies d'assurance, caisses de retraite, organismes publics, ...).

III. — Les règles de fonctionnement du marché et de comportement des acteurs

Quel est l'objet de ces règles ?

Assurer dans le prolongement des principes généraux du droit, d'une part, la sécurité du marché, d'autre part, le respect d'une sorte de « morale de marché » que nous allons maintenant examiner. On désigne plus spécifiquement cette morale sous le terme d'« intégrité du marché ».

— intégrité des émetteurs d'abord. Est ici visé principalement l'objectif de transparence du marché, qui implique pour les émetteurs un certain nombre d'obligations d'information,

— intégrité des intermédiaires ensuite, ce qui peut se résumer par : remplir loyalement le mandat qui leur est confié,

— intégrité des investisseurs, enfin. C'est l'égalité des chances qui ici est en cause, ce qui mène aux problèmes d'information privilégiée, ainsi qu'à toutes les actions ou manœuvres des investisseurs visant à fausser le marché (manipulation de cours).

1. Quelles sont les sources de ces règles ?

Bien sûr le droit, à savoir la loi, les décrets, les règles émanant de la COB et plus généralement des autorités de marché, également la jurisprudence et la doctrine.

Nous ne développerons pas ces sources, dont une des plus importantes est sans doute l'Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 qui traite pour la première fois des délits d'initié, de divulgation d'information fausse ou trompeuse, de manipulation de cours. Ces textes et ceux qui les ont suivis, ainsi bien sûr que les règlements de la COB, feront l'objet d'un exposé ultérieur. Nous nous bornerons à souligner la place croissante du droit européen en cette matière.

Quatre directives européennes traitent respectivement des OPCVM, des acquisitions et cessions de participations importantes dans des sociétés cotées, du délit d'initié et des OPA-OPE.

Mais, à côté de ces sources de droit, corps de textes juridiques hiérarchisés qui codifient, « par le haut » pourrait-on dire, les rapports sociaux y compris ceux liés à l'économie, les intervenants professionnels ont, « par le bas » et à partir de leur expérience pratique, élaboré un ensemble de **règles déontologiques** en liaison avec les autorités de marché et notamment la COB qui leur a apporté une sanction officielle par ses règlements des 5 et 17 juillet 1990 (règlements 9004 et 9008).

C'est une seconde source des règles de fonctionnement des marchés, non nécessairement négligeable pour notre Congrès, car si les manquements correspondants ne sont pas constitutifs de délits, ils peuvent en revanche être à l'origine d'actions civiles et entrer notamment dans l'évaluation de dommages et intérêts.

Pour certains auteurs, la déontologie procède de l'éthique, en l'espèce la déontologie boursière de l'éthique des affaires, en ce que cette dernière ne se limite pas à dire ce qu'il ne faut pas faire mais fournit des principes qui doivent orienter positivement l'action.

Nous développerons plus particulièrement cet aspect des choses pour ce qui regarde les intermédiaires.

Examinons maintenant plus précisément les règles qui s'appliquent à chaque catégorie d'acteurs : émetteurs, investisseurs, intermédiaires, et les conséquences des manquements à ces règles, ce qui nous conduira à entrevoir les interventions de l'expert judiciaire.

2. Les émetteurs

Les obligations principales auxquelles ils sont soumis concernent l'information.

— information périodique sur leur situation (comptes annuels, publications semestrielles, ...),

— information sur la détention de leur capital,

— informations spécifiques en cas d'opérations particulières OPA-OPE, fusions, augmentation de capital, ...

— informations ponctuelles : communiqués de presse, marchés obtenus, prévisions, etc.

Les instances qui trouvent leur origine dans des divulgations de fausses informations sur la situation des sociétés, ou plus précisément pour reprendre la terminologie de la COB d'*information inexacte, imprécise ou trompeuse* (règlement 90-02) sont apparemment nombreuses. Que l'on se souvienne par exemple de l'affaire AMREP, ou, plus récemment, de la sanction prononcée par la COB contre le dirigeant de Concept SA, relative aux informations données par celui-ci à l'occasion d'une augmentation de capital (procédure de sanction de la commission du 10 déc. 1991 : Bull COB, n° 254).

L'expert judiciaire en comptabilité peut se voir confier, pour des sociétés ou des groupes de sociétés complexes, la

mission d'apprécier « l'image fidèle » donnée par les comptes annuels. Il s'agit pour lui, en se replaçant dans les conditions de l'époque et en se référant aux principes comptables que nous connaissons bien, d'examiner comment les comptes ont été arrêtés et de rechercher si l'image qu'ils pouvaient donner de la situation et des résultats de l'émetteur était ou non conforme à la réalité telle qu'elle pouvait être connue alors.

A côté des règles relatives à l'information du public, certaines des dispositions de la loi du 24 juillet 1966 trouvent une application importante pour les sociétés cotées.

Il en est ainsi par exemple des règles relatives à l'autocontrôle, le non-respect des articles 217 et suivants de la loi, constitutif d'une infraction sanctionnée pénalement (art. 454-1), prenant pour de telles sociétés un relief particulier.

Rappelons en particulier que l'article 217-3 — 2^e alinéa — stipule que « l'acquisition d'actions de la société ne peut avoir pour effet d'abaisser les capitaux propres à un montant inférieur à celui du capital augmenté des réserves non distribuables » et que « la société doit disposer de réserves, autres que la réserve légale, d'un montant au moins égal à la valeur de l'ensemble des actions qu'elle possède ».

L'article 217-9 complète ces règles en précisant qu'une société ne peut avancer des fonds, accorder des prêts ou consentir une sûreté en vue de la souscription ou de l'achat de ses propres actions par un tiers.

L'objectif recherché sur un plan général paraît être d'éviter que les sociétés commerciales ne présentent aux tiers une image flatteuse de leurs capitaux propres, et ce en vue de la sécurité des transactions.

Pour les sociétés cotées, et surtout dans la mesure où les règles d'élimination dans les comptes consolidés des titres d'autocontrôle ne sont pas absolues, il s'agit également de ne pas donner ou risquer de donner une information trompeuse sur la valeur ou sur le marché du titre.

Le non-respect des articles 217 et suivants de la loi du 24 juillet 1966 peut, en tout état de cause, être retenu dans les procédures d'instruction de délits boursiers comme corrélatif, par exemple, de manipulation de cours.

Nous avons d'ailleurs connu des missions dans lesquelles il a été demandé à l'expert judiciaire de dire si l'acquisition d'actions d'une société par celle-ci avait eu pour effet d'abaisser ses capitaux propres en dessous du seuil précité, l'expert ayant en ce cas à effectuer les calculs et vérifications, essentiellement de nature comptable, nécessaires pour répondre à la question posée.

Rappelons également que par dérogation à l'alinéa 1^{er} de l'article 217 qui pose le principe de l'interdiction faite aux sociétés d'acheter leurs propres actions, l'article 217-2 autorise les sociétés dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs ou au second marché à acheter en bourse leurs actions en vue de régulariser le marché.

Cependant, ces achats sont soumis à certaines limites et doivent être effectués dans des conditions bien déterminées qui ont été précisées par l'article 7 du règlement 90-04 de la COB.

Cet article, ayant rappelé que les opérations visées doivent avoir pour objet, dans le respect de l'intérêt des actionnaires, soit d'assurer la liquidité du marché du titre concerné, soit de réduire les fluctuations excessives de son cours, institue, selon les propres termes de la COB, une présomption de légitimité au profit des interventions effectuées selon les modalités suivantes :

— ces interventions doivent être réalisées en contre-tendance par rapport au dernier cours coté,

— leur volume est limité à 25 % au maximum du total des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence précédant l'intervention,

— elles ne doivent être effectuées que par un seul intermédiaire par séance de bourse, sauf en période d'émission.

Toutefois (cf. également rapport COB 1990, p. 196 et s.) la COB a souligné que ces conditions ne sauraient constituer une « bulle d'impunité », les situations étant à apprécier au cas par cas. Seraient évidemment critiquables les interventions ayant pour effet de fausser, au sens large, les cours, par exemple comme le souligne la COB de s'opposer à une tendance lourde du marché.

3. Passons maintenant aux intermédiaires

Nous avons été un peu effrayés par l'abondance des délits de droit commun susceptibles d'être commis par les intermédiaires dans le cadre de l'exécution de leur mandat.

Ceux-ci s'apparentent, nous semble-t-il, à un nombre limité de qualifications pénales (escroquerie, faux, abus de confiance), mais les formes qu'ils peuvent prendre paraissent très variées.

Quelques exemples :

— Des sociétés de bourse peuvent faire des opérations rapides, sorte d'aller et retour, pour leur compte, avec des titres appartenant à leurs clients (on dit encore à « la masse »).

— Quand elles sont en situation difficile, elles peuvent avoir la tentation de vendre à réméré des titres de la masse. Le réméré se débouclant en règle générale par la restitution des titres contre remboursement des fonds, le particulier peut n'en rien savoir. Dans l'intervalle, la société de bourse aura obtenu un crédit en donnant en quelque sorte en garantie des biens ne lui appartenant pas.

— Les sociétés de bourse peuvent également être tentées de loger dans des fonds communs de placement ou dans des SICAV qu'elles gèrent des titres de sociétés en situation difficile mais avec lesquelles elles ont des liens.

— Sur le Monep, la COB a notamment dénoncé certaines négociations directes entre les comptes « maison » appartenant aux intermédiaires financiers et des comptes « clients ». Il s'agit de jouer non plus uniquement « pour » mais aussi « avec » — voire « contre » — son client.

— Il a pu aussi être observé qu'afin d'effectuer pour un de ses clients une opération pour laquelle celui-ci ne disposait pas de la couverture requise, une Société de Bourse lui ait avancé celle-ci, en débitant son compte espèces. Les sociétés de bourse n'étant pas autorisées à effectuer des opérations de crédit, une telle pratique constitue une infraction.

— Que dire enfin des multiples risques de dérive du comportement des préposés des sociétés de bourse ? Privilégier certains clients, utiliser temporairement pour eux-mêmes des fonds appartenant à la clientèle, jouer sur les dates de valeurs avec éventuellement la complicité des émetteurs...

Pour limiter cet ensemble de risques un certain nombre de dispositions ont été prises ou sont en train de l'être.

En terme de sécurité des marchés :

— Obligation, sur le Matif et le Monep de déclarer sans délai aux organismes de compensation l'identité des intervenants à toute négociation.

— Plus spécifiquement sur le Matif, obligation d'affecter les ordres, c'est-à-dire de les identifier comme provenant de tel ou tel donneur d'ordre, dès leur présentation sur le marché et ce afin de prévenir la fraude qui consisterait, si l'affectation se faisait *a posteriori*, à faire gagner ou perdre le client de son choix.

— Pour l'ensemble des ordres reçus par les sociétés de bourse, qui le sont souvent par téléphone, horodatage et enregistrement de ceux-ci.

En terme de sécurité financière et d'organisation des sociétés de bourse :

— Instauration de règles prudentielles similaires à celles applicables au secteur bancaire (couverture et division des risques).

— Et, comme nous l'avons déjà annoncé, séparation dans des entités juridiques distinctes des fonctions de négociation, compensation et conservation ; nous savons en effet tous que la séparation des fonctions est un élément de sécurité du contrôle interne.

Et plus généralement, émergence, comme nous l'avons déjà évoqué, d'un corps de règles déontologiques.

Celles-ci, telles qu'elles émanent de la COB et de divers groupes de travail ou commissions, dont celle présidée par Monsieur Brac de la Perrière, s'inspirent de cinq grands principes :

- La société de bourse doit disposer des moyens nécessaires à la bonne exécution des services qu'elle propose à

ses clients. Ceci implique notamment l'existence de procédures internes organisant la réalisation et la comptabilisation des opérations, ainsi que des procédures de contrôle des opérations et de surveillance par la société de bourse de ses employés. A cet égard, l'idée a été lancée d'un régime spécifique auquel seraient soumises les opérations personnelles faites par les professionnels.

- Elle doit assurer une information adaptée aux besoins des clients, en sorte que ceux-ci aient notamment connaissance des risques encourus par leurs investissements. Ceci implique pour la société de bourse une obligation annexe dite de « prudence relative », qui consiste, quand un mandat de gestion lui est confié, à s'efforcer d'apprécier correctement les risques encourus par rapport à ceux acceptés par l'investisseur.

- Elle doit exécuter les ordres de son client avec loyauté et diligence, s'efforcer de le faire bénéficier des conditions les plus favorables. Encore cette obligation semble-t-elle devoir s'entendre de manière relative pour une partie de la doctrine qui considère justifié d'accorder à l'exécution des ordres une attention ou un soin dépendant notamment de leur importance. Il semble admis que tous les ordres, les gros comme les petits, ne soient pas traités dans les mêmes conditions.

- La société de bourse doit s'efforcer de prévenir et, quand ils surviennent, de résoudre équitablement les conflits d'intérêt.

- Enfin, les intermédiaires doivent s'efforcer de respecter la sécurité et la transparence du marché, ce qui vise notamment les questions d'information déjà évoquées : informations privilégiées ou encore fausses informations, comme par exemple la technique de la « bouilloire » dans laquelle il est possible d'envisager la complicité de sociétés de bourse avec les émetteurs indécents. Vous aurez d'ailleurs l'occasion d'examiner plus en détail ce type d'infraction puisque celui-ci fait l'objet d'un des cas pratiques qui seront exposés par notre confrère Jean-Claude Cailliau.

Pour conclure ce développement relatif aux intermédiaires, nous rappellerons que, lorsqu'il y a ouverture d'une instruction, à la suite de la défaillance d'une société de bourse, il n'est pas rare que les magistrats désignent un expert afin que celui-ci relève si les éléments constitutifs de délits sont ou non réunis. En effet, ce type de recherche s'appuie nécessairement sur des investigations de nature comptable : examen de la comptabilité de la société de bourse et analyse des opérations traduites dans les comptes, ces travaux étant nécessairement précédés, compte tenu de la spécificité de la matière, d'une étude approfondie des procédures qui nous semble relever des techniques mêmes de l'audit.

Il est aussi un autre ensemble de situations où la justice, cette fois-ci civile, peut avoir recours à un expert : celui des actions en dommages et intérêts à la suite d'un comportement critiquable et dommageable de la société de bourse ou de ses préposés. En ce cas l'expert s'appuiera notamment sur la référence que constituent les règles de déontologie que nous venons de décrire.

4. Venons-en enfin aux investisseurs

Ceux-ci ont d'abord, également, des obligations d'information.

On sait par exemple ce qu'il en est en terme de franchissement de seuils : la directive 88-627 de la Communauté, par exemple, rappelle que l'obligation d'information pèse tout à la fois sur les sociétés dont les titres sont acquis ou cédés, qui doivent informer le public, et sur les investisseurs qui doivent, lorsque les seuils sont franchis à la hausse ou à la baisse, informer la société en cause et les autorités compétentes. Il en est de même dans notre droit national qui précise notamment que l'acquéreur ou le cédant est tenu d'informer le Conseil des Bourses de Valeurs dans un délai de cinq jours de bourse.

On sait aussi qu'en cas d'offre publique (OPA/OPE) une information particulière doit être mise en œuvre.

Cependant, les délits les plus fréquents ne sont peut-être pas ceux qui relèvent de manquements aux obligations d'informer mais ceux qui faussent l'intégrité du marché par la divulgation ou l'utilisation d'informations privilégiées d'une part, par la manipulation de cours, d'autre part.

Nous ne développerons pas cet aspect ici, puisqu'il sera traité ultérieurement dans le cadre des délits spécifiques, et tenterons maintenant de conclure notre exposé.

Conclusion

Au terme de celui-ci nous sommes, avec une insatisfaction certaine, conscients de n'avoir qu'effleuré un certain nombre de situations ou de problèmes. Mais nous avons souhaité souligner l'existence de risques de déviation graves, dans le cadre de mécanismes particulièrement complexes mettant en cause des enjeux financiers importants.

Si on se limite aux délits de droit commun, tels le faux, l'escroquerie ou l'abus de confiance, il est clair que la matière est abondante.

De surcroît la réflexion sur les marchés et sur leur réglementation n'a sans doute pas encore trouvé son aboutissement. On doit s'attendre à un développement des règles déontologiques ou à l'émergence de nouvelles règles juridiques traitant par exemple du droit des minoritaires.

Ce n'est certes pas à nous qu'il appartient d'en tirer des conséquences sur l'éventuel développement des missions susceptibles d'être confiées aux experts judiciaires, mais peut-être est-il utile, pour conclure, de souligner les aspects qui nous apparaissent dès maintenant les plus caractéristiques de ces missions.

En premier lieu, il s'agira le plus souvent d'examiner des techniques complexes qui demandent par leur nature même une approche proprement spécifique. A cet égard la démarche doit à notre avis comprendre trois temps succes-

sifs : d'abord, la compréhension approfondie des mécanismes, puis l'analyse des procédures relatives aux opérations, en particulier du contrôle interne et des règles d'enregistrement comptable, enfin — et enfin seulement — le contrôle et l'étude des informations issues du système comptable.

En second lieu, les affaires sont le plus souvent d'une dimension importante, ce qui conduit à privilégier la recherche de l'essentiel. Pour apprécier par exemple le caractère sincère ou fidèle d'une information financière, il conviendra d'analyser préférentiellement les chiffres auxquels on peut supposer que l'actionnaire ou l'analyste financier est le plus sensible. D'où notamment l'importance des comptes consolidés.

Une dernière spécificité consiste dans le mélange qui existe nécessairement entre les données comptables et les informations d'autre nature. On ne saurait par exemple apprécier l'information donnée par un émetteur sans examiner, à côté des données comptables, tous les autres éléments quantitatifs ou qualitatifs fournis par le rapport de gestion et les communiqués de diverses nature. La synthèse n'en est pas toujours aisée.

L'expert judiciaire n'est pas, pour autant, sans armes ni sans outils : les techniques d'investigations propres aux missions de l'expert-comptable, et en premier lieu l'audit des procédures, jointes nécessairement à une connaissance approfondie des mécanismes à analyser, doivent lui permettre de reconstituer et d'éclairer les faits de façon probante.

Encore faudra-t-il que l'expert choisisse et mette correctement en œuvre ces techniques en s'adaptant au caractère multiforme de la réalité qu'il devra restituer.

Il y a là un vaste champ de réflexion pour les professionnels que nous sommes, et sans doute ce thème pourra-t-il être débattu lorsque la discussion sera ouverte.

(Applaudissements)

M. Bézard : Mme Bon, M. Loeper, nous vous remercions beaucoup. Mme Bon, vous dites que vous êtes insatisfaite. Je crois exprimer le sentiment de tous en disant que nous sommes nous très satisfaits de ces deux exposés, car ceux qui connaissent la difficulté de ce sujet en pleine évolution et en pleine transformation auront apprécié cette photographie très complète, très riche, très pointue que vous faites du problème. Vous avez bien posé les cadres de ce problème, son environnement : les marchés très complexes, les produits de plus en plus difficiles à saisir, ainsi que les acteurs si divers, les investisseurs, les émetteurs, les autorités de contrôle. Vous avez mis l'accent sur la COB qui joue un rôle essentiel dans ce domaine.

Vous avez signalé comment cette évolution se dégagait des approches traditionnelles que nous autres experts et juges connaissons bien. Vous avez parlé des délits classiques mais vous indiquez qu'il y en a bien d'autres dont M. Turquin nous parlera tout à l'heure.

Vous avez montré comment finalement la loi était toujours présente mais que par-delà la loi s'était construit un droit beaucoup plus difficile à saisir, droit né directement de la COB, des décisions du conseil des bourses de valeurs et de la déontologie des professionnels. Ce dernier point, en particulier, représente quelque chose de très nouveau et de très important : les praticiens eux-mêmes vont faire monter jusqu'aux autorités de contrôle, leurs pratiques, leur morale. Devant les experts que vous êtes, je dirai que cette démarche me paraît très satisfaisante. Les professionnels dégagent les règles morales auxquelles ils doivent se référer dans l'exercice de leurs fonctions et la Commission des opérations de bourse va les consacrer dans des règlements, la loi elle-même en tiendra compte et nos tribunaux, par la force des choses, se référeront non seulement aux décisions de la COB, aux règlements, à la loi, mais aussi à cette approche plus fine qu'auront faite les professionnels.

Vous avez vraiment établi l'important, l'essentiel et d'une façon très claire, nous vous en sommes très reconnaissants. Pour ma part, je conserverai vos études précieusement car je n'ai pas vu en l'état actuel de synthèses qui fassent aussi précisément le point comme vous l'avez fait.

Maintenant que nous avons bien en tête ce tableau d'ensemble concernant les marchés, les acteurs, les délits non spécifiques, nous en arrivons aux délits spécifiques que M. Turquin va nous exposer.

Je voudrais saluer aussi l'arrivée de M. Bardy, chef du service juridique de la COB, qui apportera dans nos débats des précisions aux questions que vous pourrez lui poser sur l'action de cet organisme si important pour le marché.

LES DÉLITS SPÉCIFIQUES ET L'INTERVENTION DE L'EXPERT JUDICIAIRE

rapport présenté par

Monsieur Yves Turquin

Expert près la cour d'appel de Lyon



I. — Introduction

1. Les infractions boursières et leurs problèmes

La complexité du fonctionnement des marchés boursiers est évidente, nous venons de le constater selon l'exposé précédent.

La taille de ces marchés est impressionnante par son importance, puisque la capitalisation boursière mondiale totalise près de 10 000 milliards de US \$ (*document B1*) (1).

Relevons aussi que le poids relatif des bourses est très différent selon les places.

En effet, il faut avoir en vue que la bourse de New York et celle de Tokyo représentent, à elles deux, près des deux tiers de la capitalisation boursière mondiale.

Les bourses européennes ne totalisent que 27,6 % du marché (*document B1*). Elles cotent un nombre de sociétés très différent. A titre d'exemple, en 1991 à Paris, étaient inscrites, à la cote officielle, 551 sociétés françaises, contre 2 006 sociétés nationales cotées à la bourse de Londres (*documents B2 - B2 bis - B3*).

Ces chiffres donnent une idée de l'importance d'un marché boursier mondial, en perpétuel mouvement.

Les plus significatives évolutions de ce marché, depuis les années 1980, peuvent être résumées de la façon suivante :

- Le volume des transactions boursières s'est considérablement accru,

- Les opérations sont devenues sophistiquées,
- Les marchés se sont fortement internationalisés.

Compte tenu de ces évolutions, aborder le problème des infractions boursières, c'est travailler sur une réalité mouvante.

En effet, les pratiques habituellement admises et les usages généralement en vigueur chez les professionnels des marchés financiers, se renforcent naturellement.

De plus, de nombreux pays, à commencer par ceux où le volume des transactions est important, ont introduit progressivement des réglementations visant à améliorer le fonctionnement de leur marché boursier.

L'épargnant est très concerné par ce bon fonctionnement du marché. Il investit en bourse dans l'espoir d'obtenir un rendement, et d'accroître son capital en modifiant, de temps à autre, la composition du patrimoine dont il a la gestion.

Naturellement, ceci est vrai pour toute une catégorie de patrimoines, qu'ils soient de particuliers, de sociétés, de compagnies d'assurance, de banques, d'OPCVM, d'organismes de retraite et de prévoyance, etc.

L'émetteur de titres est aussi très concerné par un bon fonctionnement du marché, puisque celui-ci lui assure des sources de financement nécessaires à son développement.

Compte tenu de l'accroissement et de l'internationalisation des transactions, du nombre et de la nature des émetteurs de titres, du risque inhérent à l'investissement, le problème à résoudre est d'assurer une parfaite égalité des chances entre les différents investisseurs et émetteurs.

Pour l'investisseur, le « jeu » ne peut pas être inéquitable. La règle doit exister, elle doit être claire pour tous. Pour ce faire, des lois ont été introduites dans un certain nombre de pays.

(1) Source : *Morgan Stanley Capital International*.

C'est ainsi qu'en 1934 aux Etats-Unis apparaissent les premières mesures d'*insider trading* (2) (prises sous le mandat démocrate du Président Roosevelt).

Toute la question est alors de savoir, par exemple :

— S'il est honnête qu'une information confidentielle concernant un émetteur puisse être utilisée par certains investisseurs seulement.

— S'il est légitime qu'un dirigeant vende les actions qu'il possède de sa société, en prévoyant une baisse du cours de celles-ci, lorsque le résultat négatif de l'exercice sera connu de tous.

Des législations semblables à l'*Insider Trading Act* furent mises en place au Royaume-Uni en 1948 (3).

C'est en 1967 que l'exemple est suivi par la France, avec, notamment, l'institution de la Commission des opérations de bourse (COB).

Dans tous les cas, la motivation est la même, il s'agit bien de veiller :

- A la protection de l'épargne,
- A l'information des investisseurs,
- Au bon fonctionnement des marchés.

Une notion importante apparaît déjà clairement, celle de la nécessaire information du public.

Cette évolution constante des marchés boursiers induit naturellement une croissance forte de l'information financière.

Ceci a pour conséquence logique d'obliger tout émetteur de titres à s'organiser pour informer de façon adéquate la communauté financière sur :

- Les opérations financières envisagées (exemples : augmentation de capital, fusion, scission, etc.),
- Les éléments ou événements susceptibles de modifier le cours de son titre (exemples : prise de participation, signature de contrats significatifs, accord de coopération, transfert de technologie, etc.),

- Son chiffre d'affaires trimestriel,
- Ses résultats semestriels,
- Ses comptes annuels,
- Ses comptes consolidés, etc.

La valeur boursière du titre va être appréciée par les investisseurs à partir de ces divers éléments et informations.

Il est possible de schématiser la démarche de l'investisseur avant toute décision d'achat ou de vente, de la manière suivante :

(2) *Insider Trading Act*, 1934.

(3) *Companies Act*, 1948.

- Collecte des informations générales et spécifiques,
- Traitement et analyse de ces informations,
- Diagnostic, jugement,
- Analyse du comportement boursier,
- Décision d'achat ou de vente.

Ce schéma démontre, à l'évidence, l'importance de l'information pour tous et de l'information égale pour tous, puisqu'elle est génératrice, pour les investisseurs, de prises de position à la vente ou à l'achat.

2. Classification des délits spécifiques

Comme on peut le constater à travers toutes ces évolutions des marchés, le repérage des opérations suspectes, la qualification de l'infraction, la désignation de l'auteur et l'application de la sanction ne sont pas des domaines propices à la systématisation.

Toutefois, il est clair qu'un marché boursier sain ne peut exister sans une grande transparence dans la vie des affaires et sans des intervenants et des émetteurs conscients de leur responsabilité.

Dans ces conditions, il convient donc de sanctionner :

- L'utilisation illicite d'informations privilégiées,
- La diffusion d'informations fausses ou trompeuses,
- L'exercice de manœuvres pour manipuler les cours.

Pour ce faire, les organisations chargées de la surveillance des marchés (exemples : la COB, en France, la SEC, aux Etats-Unis, la Commission Bancaire, en Belgique, la SIB, en Grande-Bretagne, etc.) sont dotées de moyens qui sont adaptés progressivement en fonction des problèmes à résoudre.

Les rapports de la COB relatent ainsi, chaque année les recherches effectuées et les enquêtes décidées, dans le cadre de cette surveillance des marchés.

Par exemple, en 1990, le rapport de la Commission des opérations de bourse constate que le tiers des enquêtes décidées a porté sur les délits d'initiés. Cette tendance est confirmée dans le rapport de 1991.

Cette surveillance du marché constitue un travail important et croissant. 87 enquêtes ont été décidées contre 75 en 1990.

Ces deux dernières années, la nature des enquêtes est significative puisqu'elle porte sur les problèmes suivants :

- Enquêtes liées à l'activité des sociétés de bourse,

- Enquêtes ayant révélé des lacunes dans la diffusion de l'information permanente,

- Enquêtes ayant révélé une diffusion d'informations trompeuses ou inexactes,

- Enquêtes ayant donné lieu à transmission à l'autorité judiciaire ou à l'ouverture d'une procédure de sanctions pour utilisation d'informations privilégiées,

- Enquêtes relatives à d'importantes transactions ou à des manœuvres sur le marché,

- Enquêtes relatives à des opérations personnelles de professionnels.

Ces enquêtes sont significatives de la mission de la COB. Elles nous permettent, naturellement, d'introduire de façon pratique une classification pour l'étude des principaux délits boursiers.

Sont abordées dans cet exposé, successivement, les infractions suivantes :

Le délit d'initié,

Le délit de manipulation de cours,

Le délit de diffusion de fausses informations.

Il est clair qu'une telle classification est un peu théorique. Dans la pratique, les problèmes sont généralement plus complexes, puisque souvent il peut exister des imbrications entre plusieurs infractions.

A titre d'exemple, notons que dans l'affaire Société Générale de Fonderie et Compagnie Financière de Paribas, ont été retenus à la fois le délit de diffusion de fausses informations et le délit d'initié (4).

A ce stade de notre exposé, il faut préciser que sont abordés ici les problèmes qui touchent au marché des actions. Nous ne traiterons pas, par exemple, du marché des obligations, ou du marché des contrats à terme négociables.

Ne sont pas visés ici les autres délits comme celui d'en-trave à la mission des enquêteurs de la COB, et celui d'en-trave aux mesures de séquestre.

II. — En droit

Comme nous l'avons entendu précédemment, le fonctionnement du marché est complexe, bien que simplement lié à l'offre et à la demande.

Le problème se pose de savoir comment, dans un système complexe, mettre en place des moyens simples et effi-

(4) Paris, 15 janv. 1992 : *Gaz. Pal.* 22-23 avril 1992, p. 19.

caces pour repérer les auteurs d'actes de nature à fausser la règle du jeu et comment les sanctionner.

Dès lors, on se trouve dans la même situation, dénoncée par le Président Charles de Gaulle : « ... il faut aborder l'Orient complexe avec des idées simples ».

Voyons ici dans ses grandes lignes quel est l'arsenal législatif en France.

1. L'ordonnance du 28 septembre 1967

Celle-ci institue la Commission des opérations de bourse et la charge :

- **De veiller à la protection de l'épargne** investie en valeurs mobilières ou tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne,

- **De veiller à l'information des investisseurs,**

- **De veiller au bon fonctionnement des marchés** de valeurs mobilières... (5).

La mission principale de la Commission est donc un travail de veille permanente, afin de déceler tous les faits susceptibles de fausser le bon fonctionnement des marchés.

Sa fonction est aussi de s'assurer notamment que les publications effectuées par les sociétés le sont régulièrement et conformément aux dispositions législatives et réglementaires.

Il s'agit de veiller à la bonne et régulière information des investisseurs.

L'information visée ici est surtout de nature financière en particulier celle diffusée périodiquement par les émetteurs de titres (6). (Exemples : chiffre d'affaires trimestriel, résultat semestriel, etc.).

Concernant l'information des investisseurs, la COB a la possibilité de « formuler des propositions de modifications » de la réglementation et de la législation.

Des réclamations, des pétitions et des plaintes peuvent être reçues par la Commission. Celle-ci peut y donner la suite nécessaire.

Les investisseurs mécontents ne sont pas les seuls concernés par cette possibilité puisque le texte parle de « tout intéressé » (7).

La Commission peut prendre des règlements concernant le fonctionnement du marché (8).

(5) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 1^{er}.

(6) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 3.

(7) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 4.

(8) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 4-1.

Des professionnels peuvent être amenés à intervenir pour le compte de la COB. Il est utile de rappeler ici le texte concerné.

« La Commission peut demander aux commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne ou à un expert inscrit sur une liste d'experts judiciaires de procéder auprès des personnes mentionnées à l'article 4-1 à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire. Les frais et honoraires sont à la charge de la Commission » (9).

Les personnes mentionnées à l'article 4-1 sont celles faisant publiquement appel à l'épargne, et celles qui, à raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou celles qui assurent la gestion individuelle ou collective de portefeuilles de titres.

Au-delà de l'hexagone, dans le cadre de sa mission, la COB peut communiquer des informations « qu'elle détient ou recueille » aux autorités exerçant des activités analogues dans d'autres Etats (exemple : le SEC aux Etats-Unis).

Une distinction d'importance est faite par le texte, tel qu'il a été remanié par la suite, selon que l'Etat est ou non dans la Communauté Economique Européenne.

Cette communication peut se faire s'il y a réciprocité et garantie de secret professionnel avec les Etats (10). Pour les Etats de la Communauté Européenne, la communication est de droit puisque la réciprocité et la garantie de secret professionnel sont assurées par la directive du 13 novembre 1989.

La COB a les moyens d'obtenir tous les renseignements et documents nécessaires à la manifestation de la vérité.

En effet, lorsqu'il y a des infractions à rechercher, elle peut par ordonnance d'un président de tribunal de grande instance, être autorisée à effectuer des visites « en tous lieux », elle peut aussi saisir tous documents (11).

Sont sanctionnées les personnes qui ont :

- Mis obstacle à la mission des enquêteurs de la COB,
- Mis obstacle aux mesures de séquestre (12).

La Commission a les moyens de mettre fin à certaines pratiques, si elles ont pour effet de :

- Fausser le fonctionnement du marché,
- Procurer aux intéressés un avantage injustifié,
- Porter atteinte à l'égalité d'information,
- Porter atteinte à l'égalité de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts,

(9) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5A.

(10) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5 bis.

(11) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5 ter.

(12) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 8-1 et 10.

— Faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs d'agissements d'intermédiaires contraires aux obligations professionnelles (13).

Les auteurs de ces pratiques peuvent être sanctionnés après une procédure contradictoire (14).

L'Ordonnance telle qu'elle a été remaniée à diverses reprises consacre deux articles aux peines applicables aux infractions boursières abordées dans notre exposé.

Brièvement, le délit d'initié est sanctionné pour deux catégories d'initiés primaires, à savoir :

— Les personnes visées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966, ce sont celles qui ont la qualité de membres des organes d'administration, de direction ou de surveillance de l'émetteur (*document B4*) (15).

— Les personnes qui disposent à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées (16).

Les informations visées sont celles concernant les perspectives d'évolution ou la situation d'un émetteur de titres ou les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière.

Il faut que les initiés aient réalisé ou sciemment permis de réaliser sur le marché soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations (*document B5*).

Ces mêmes personnes seront punies si elles ont communiqué ces informations à un tiers en dehors du cadre normal de leur profession ou de leurs fonctions (*document B5*).

Le règlement de la Commission sur l'utilisation d'une information privilégiée vise par ailleurs les initiés secondaires, c'est-à-dire toute personne qui, en connaissance de cause, a reçu une information privilégiée directement ou indirectement d'un initié primaire (17), de quelque manière que ce soit.

Cette classification met en harmonie la réglementation relative aux opérations d'initiés, avec la directive 89/592/CEE (18).

Le délit de fausses informations est sanctionné pour toute personne qui aura sciemment répandu dans le public des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière (19).

(13) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 9-1.

(14) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 9-2.

(15) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 10-1-al. 1.

(16) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 10-1-al. 2.

(17) Arr. 17 juill. 1990, art. 2, 3, 4, 5, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse.

(18) Directive n° 89/592 du Conseil des Communautés Européennes du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés : *JOCE*, L 334, 18-11-89.

(19) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 10-13° a.

Cette personne sera poursuivie, quels qu'aient été les moyens utilisés pour diffuser ces informations fausses ou trompeuses (*document B5*).

Le délit de manipulation de cours est sanctionné pour toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché de valeurs mobilières... une manœuvre pour entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur (*document B7*) (20).

2. Les références légales

Nous ne citerons que les quatre réformes successives des principaux textes ayant trait aux délits successivement abordés ici.

Il s'agit principalement de :

- La loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970. Elle modifie la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales et l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967 instituant une Commission des opérations de bourse.

La modification d'importance dans le cadre de cet exposé concerne l'article 162-1, précédemment cité (*document B4*).

- La loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 qui a complété et modifié les textes existant sur le développement des investissements et la protection de l'épargne.

- La loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les Bourses de valeurs.

- La loi n° 89-531 du 2 août 1989, qui apporte des compléments majeurs sur la sécurité et la transparence du marché.

- L'arrêté du 5 juillet 1990 portant homologation du règlement n° 90-02 de la Commission des opérations de bourse. Il s'agit du règlement relatif à l'obligation d'information du public.

- L'arrêté du 5 juillet 1990 portant homologation du règlement n° 90-04 de la Commission des opérations de bourse. Il s'agit du règlement relatif à l'établissement des cours.

- L'arrêté du 17 juillet 1990 portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse. Il s'agit du règlement relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

Des définitions sont données, dans ce dernier règlement, pour les termes suivants :

Personne,

Marché,

(20) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 10-3.

Emetteur,

Information privilégiée (21).

Comme nous l'avons vu précédemment, l'article 5 du règlement est particulièrement important, puisqu'il met en harmonie le droit français avec la directive communautaire de 1989, sur les initiés secondaires (22).

Les émetteurs sont, par ailleurs, mis en garde sur les mesures qu'ils doivent prendre pour éviter l'utilisation et la circulation abusive et induite d'informations privilégiées (23).

Nous venons de décrire les grandes lignes de l'arsenal législatif. Nous abordons maintenant, de façon plus détaillée, les principaux délits boursiers en commençant par le plus connu, le délit d'initié.

III. — Le délit d'initié

La définition donnée par la loi du délit d'initié résulte de l'article 10-1 1^{er} et 2^e alinéas de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (*document B5*).

Ce texte remodelé à plusieurs reprises est actuellement le suivant :

« Seront punies d'un emprisonnement de deux mois à deux ans et d'une amende de 6 000 F à 10 millions de francs, dont le montant pourra être porté au-delà de ce chiffre, jusqu'au décuple du montant du profit éventuellement réalisé, sans que l'amende puisse être inférieure à ce même profit, ou de l'une des deux peines seulement, les personnes mentionnées à l'article 162-1 de la loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 modifiée sur les sociétés commerciales et les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un contrat à terme négociable, qui auront réalisé ou sciemment permis de réaliser, sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.

« Sera punie d'une peine d'un mois à six mois d'emprisonnement et d'une amende de 10 000 F à 100 000 F ou de l'une des deux peines seulement toute personne qui, disposant dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions d'une information privilégiée sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives

(21) Arr. 17 juill. 1990, art. 1, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse.

(22) Directive n° 89/592 du Conseil des Communautés Européennes du 13 novembre 1989, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés : *JOCE*, L 334, 18-11-89.

(23) Arr. 17 juill. 1990, art. 6, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse.

d'évolution d'une valeur mobilière ou d'un contrat à terme négociable, l'aura communiquée à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions.

« Dans le cas où les opérations auront été réalisées par une personne morale, les dirigeants de droit ou de fait seront pénalement responsables des infractions commises ».

En France, le délit d'initié est pénalement sanctionné depuis la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970. Cette infraction représente parmi les trois principaux délits traités dans cet exposé, la part en valeur relative la plus importante.

Le délit d'initié est, sans doute, parmi les délits boursiers, celui qui est « promis au plus bel avenir ».

1. Les éléments constitutifs du délit

a) La personne

L'initié, c'est la personne qui sait, mais qui ne doit rien dire. Or, il est bien difficile de se taire.

Comme l'écrit Wilfried Jeandidier, c'est cette qualité d'initié qui crée la tentation (24).

Pour Claude Ducouloux-Favard, l'initié n'est pas délinquant parce qu'il sait, mais parce qu'il triche (25).

Les personnes qui détiennent une information privilégiée doivent donc s'abstenir de l'exploiter et de la communiquer.

Rappelons que sont des initiés primaires et secondaires, les personnes :

- Visées à l'article 162-1 de la loi sur les sociétés commerciales du 24 juillet 1966 (*document B4*),
- Préparant et exécutant une opération financière,
- Dans l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions,
- Qui ont connaissance de l'information privilégiée par les autres personnes mentionnées précédemment (26).

L'initié peut être une personne physique, une personne morale ou un dirigeant de celle-ci.

Cette notion d'initié est très large, puisque les personnes concernées ne sont pas les seuls dirigeants, ceux qui savent de l'intérieur de l'entreprise.

(24) Wilfried JEANDIDIER, *Jurisprudence Commentée*, Cass. crim. 18 fév. 1991.

(25) Claude DUCOULOUX-FAVARD : *J.-Cl. Banque*, Fasc. 1640.

(26) Arr. 17 juill. 1990, art. 2, 3, 4, 5, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse.

C'est ainsi qu'a été déclaré coupable d'usage illicite d'informations privilégiées, un journaliste financier qui a fait acheter des titres d'une société pour les revendre et réaliser un bénéfice. Pour ce faire, il a exploité des informations non encore publiées sur la réduction de l'endettement à court terme et sur les bénéfices de cette société. Il avait pu obtenir ces renseignements des dirigeants de cette société rencontrés à l'occasion de la rédaction de ses articles (27).

b) L'information

Une information mal diffusée ou déficiente, voire fautive ou trompeuse, peut rendre possibles des opérations susceptibles de constituer des délits d'initié, comme le constate la COB, dans son rapport 1991.

Selon Wilfried Jeandidier, les caractères de cette information sont sa confidentialité, sa précision et son efficacité (28).

L'information privilégiée est définie par le règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée (29).

Il s'agit d'une information non publique et précise qui, si elle était rendue publique serait susceptible d'avoir une incidence positive ou négative sur le cours de la valeur mobilière.

L'entretien particulier du journaliste financier avec le dirigeant de l'émetteur fait de celui-ci un initié.

Le délit est constitué dans la mesure où il est prouvé que le journaliste a utilisé des informations non publiques et précises (30).

Comme on le voit, c'est dans cet espace où l'information privilégiée est seulement à l'état latent une information publique, que l'initié doit s'abstenir de parler et d'agir.

L'entretien particulier entre un dirigeant, un analyste financier, un gestionnaire de portefeuille, peut être dangereux pour les participants, à la différence d'une conférence de presse.

Bien sûr, il ne s'agit pas de punir l'analyste financier, ou le gestionnaire de portefeuille, parce qu'ils ont été plus perspicaces et plus prompts que d'autres à exploiter des informations sur un émetteur, dès lors qu'elles sont publiques.

Le fait que plusieurs personnes soient au même moment détentrices de la même information n'enlève rien au caractère privilégié de l'information.

L'exemple de l'affaire Michelin est significatif (*document B6*). Une enquête de la COB a été décidée à la suite d'une

(27) Trib. gr. inst. Paris, 12 mai 1976 : *JCP* 76, II, 18496.

(28) Wilfried JEANDIDIER, préc. note (24).

(29) Arr. 17 juill. 1990, art. 1, portant homologation du règlement n° 90-08 de la Commission des opérations de bourse.

(30) Préc. note (27).

baisse sensible du titre, le 18 octobre 1990, en début d'après-midi. A cette même date, la société avait organisé une réunion d'analystes et de journalistes financiers afin de présenter ses prévisions de résultats et ses perspectives. Aucun communiqué de presse n'avait simultanément été prévu pour faire état pour le public de pertes prévisionnelles pour l'exercice 1990 d'environ 2,4 milliards de francs.

L'information doit aussi être précise et concerner un émetteur dont les titres sont négociés soit sur le marché officiel, soit sur le second marché, soit sur le marché hors cote.

Ne peut être reconnue comme une information précise la simple rumeur, la supposition que la société est en forte croissance, ou qu'elle connaît des difficultés financières.

Par contre, doit être considérée comme une information non publique et précise une offre publique d'achat en cours de préparation.

C'est ainsi que le concepteur unique d'une offre publique d'achat des titres d'une société, détenteur d'une information privilégiée, est coupable, dès lors qu'il prend la décision d'achat des titres de la société. Il a exploité pour son compte des informations privilégiées dont le public n'a eu connaissance qu'après qu'il eût passé son dernier ordre d'achat (31).

L'information peut concerner un émetteur et une valeur mobilière, mais elle peut aussi toucher plusieurs émetteurs et plusieurs valeurs mobilières (exemple : une offre publique d'achat).

L'information privilégiée doit porter sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière.

Ainsi, est coupable le directeur de banque qui n'a acquis des actions qu'à la suite d'un entretien avec le président de la société, qui faisait partie du même groupe que sa banque, grâce auquel il a obtenu des informations non parvenues à la connaissance du public et concernant l'amélioration substantielle des résultats de l'exercice.

L'administrateur de sociétés qui, en conseil d'administration, a connaissance de la hausse des résultats de la société, est coupable d'acquiescer des actions de celle-ci, avant que le public n'ait eu connaissance, par un communiqué, de la situation (32).

M. P. Bézard a souligné que les mandataires sociaux, sont tenus d'un devoir de loyauté à l'égard de leurs mandants actionnaires et qu'ils n'ont pas le droit de confisquer à leur profit une information qui appartient à la société (33).

A ce sujet, il est intéressant de noter qu'aux Etats-Unis la réglementation s'est développée selon le principe que l'information privilégiée appartient à l'ensemble des actionnaires, donc à la société.

A l'évidence, fort de ce principe, si les mandataires sociaux utilisent à leur profit cette information privilégiée, ils se rendent coupables parce qu'ils détournent un bien social. Cette responsabilité est engagée non seulement à l'égard des actionnaires mais aussi de l'émetteur.

En dehors des mandataires sociaux, il est clair que le membre du comité d'entreprise, ayant reçu la même information que l'administrateur en conseil, et qui aurait acquis des actions dans les mêmes conditions, se rendrait coupable de la même infraction.

La COB dans son règlement relatif à l'utilisation d'une information privilégiée a jugé nécessaire de mettre en garde des émetteurs sur les mesures qu'ils doivent prendre pour éviter l'utilisation et la circulation abusive et induite d'informations privilégiées (34).

Dans ce domaine de l'information, les commissaires aux comptes ont sans aucun doute un rôle pédagogique à jouer.

En effet, réduire le risque d'exploitation d'une information privilégiée, c'est s'organiser pour rendre l'information publique, le plus rapidement possible. Certaines entreprises l'ont bien compris puisqu'elles ont mis en place des procédures strictes et appropriées en la matière.

Dans le but d'illustrer notre propos, citons l'exemple suivant : en septembre 1989, la COB a enquêté sur le marché des titres de la société Primagaz, parce qu'avaient été constatés des ordres d'achat à un niveau inhabituel.

Cette animation particulière du marché précédait l'annonce par la société Primagaz de sa prise de participation dans la société turque Euréka-Métal.

Il a été conclu, seulement, à l'imprudence de la société Primagaz qui avait attendu huit jours avant de rendre publique cette information. Et le rapport de la COB d'indiquer : la société Primagaz « a privilégié ses actionnaires nominatifs en leur donnant cette information avant le public ; elle a, enfin, consulté son comité central d'entreprise sur ce rapprochement à une date bien antérieure à la conclusion de l'accord » (35).

Si l'utilisation de ces informations privilégiées peut engendrer des ordres d'achat, elle peut à l'évidence aussi déclencher des ordres de ventes. C'est notamment le cas de la société Michelin citée précédemment (*document B6*).

C'est ainsi que l'arrêt de la Cour d'appel de Paris déclare : « qu'en définitive, la connaissance de ces pertes, même si au 3 février 1971 leur étendue n'étaient chiffrée qu'à un minimum de 12 MF, constitue en raison de leur importance et de la soudaineté de leur révélation, une information privilégiée... » (36).

(31) Trib. gr. inst. Paris, 29 oct. 1975 : *JCP* 75, II, 18329.

(32) Trib. gr. inst. Paris, 19 oct. 1976 : *JCP* 76, II, 18543.

(33) M. P. Bézard, Président de la chambre commerciale de la Cour de cassation, Note de Jean-Pierre MARCHI : *Bull. Joly*, n° 12, déc. 1991.

(34) Arr. 17 juill. 1990, art. 6, portant homologation du règlement n° 90-08 relatif à l'utilisation d'une information privilégiée.

(35) Rapport 1990 de la Commission des opérations de bourse, p. 190.

(36) Paris, 26 mai 1977, *JCP* 78, II, 18789.

c) *L'intervention sur le marché*

Il ne peut y avoir délit d'initié que s'il y a une intervention sur le marché boursier, antérieure à la prise de connaissance par le public de l'information, dans cet espace que nous avons déjà évoqué, où l'information privilégiée n'est qu'à l'état latent une information publique.

L'élément matériel existe parce que la personne a pris la décision d'achat après la conception et la mise au point par elle-même du projet d'offre publique d'achat et qu'elle a ainsi exploité pour son compte ces informations non publiques et précises (37).

L'élément intentionnel est établi dès lors que la personne savait qu'elle bénéficiait et a entendu bénéficier d'une information privilégiée (38).

L'infraction est pleinement constituée parce que la personne a agi en connaissance de cause, en faussant le jeu normal du marché et en rompant la nécessaire égalité entre tous les clients de ce marché par son action illicite.

Ces interventions peuvent être réalisées sur le marché, en une ou plusieurs fois, soit directement, soit par personne interposée.

Le marché désigne ici l'ensemble des transactions portant notamment sur des valeurs mobilières admises aux négociations par le Conseil des bourses de valeurs.

La réalisation de l'opération est matérialisée par la date de l'ordre d'achat ou de vente et non par la date de la réalisation effective de la transaction.

Le législateur ne subordonne pas l'infraction à l'exigence de la preuve d'un lien entre l'intervention sur le marché et la connaissance de l'information privilégiée comme fondement de l'intervention.

d) *Le préjudice*

La question se pose de savoir où se situe le préjudice dans le délit d'initié et comment l'évaluer.

En fait, le délit d'initié cause un préjudice à l'ensemble des intervenants, puisqu'il fausse le bon fonctionnement du marché.

Généralement, lorsqu'on triche c'est pour gagner (39). C'est aussi, quelquefois, pour essayer de perdre moins.

Il n'est pas nécessaire de rechercher s'il y a eu ou non une intention frauduleuse, il suffit que par son action illicite, la personne ait rompu l'égalité entre les clients du marché boursier (40).

(37) Trib. gr. inst. Paris, 29 oct. 1975 : JCP 75, II, 18329.

(38) Trib. gr. inst. Paris, 18 avril 1979 : JCP 79, II, 19305.

(39) Préc. note (25).

(40) Trib. gr. inst. Paris, 30 mars 1979 : JCP 79, II, 19305.

L'infraction est formelle, il n'y a donc pas lieu de rechercher l'existence d'un préjudice. Cette remarque vaut pour le délit d'initié, comme pour les délits de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations (NB : nous ne reprendrons donc pas cet aspect lorsque nous traiterons des autres délits).

2. Les sanctions

Les sanctions prévues pour les peines d'emprisonnement peuvent aller de deux mois à deux ans.

L'amende peut être comprise entre 6 000 F et 10 millions de francs.

Ces chiffres peuvent être majorés jusqu'au décuple du profit éventuellement réalisé. L'amende ne peut être inférieure au profit réalisé. La peine d'emprisonnement et l'amende peuvent se cumuler.

S'il n'y a pas lieu de rechercher l'existence d'un préjudice, il est nécessaire pour l'application de la peine de connaître le profit éventuellement réalisé par le prévenu (41). Dans ce cadre, l'expert judiciaire apparaît particulièrement compétent pour éclairer le juge.

IV. — Manipulation de cours

En dehors de cette utilisation d'informations privilégiées, il existe d'autres faits répréhensibles qui sont également punissables.

En effet, l'ordonnance du 28 septembre 1967 consacre son article 10-3 à la manipulation des cours (*document B7*).

Le texte est actuellement ainsi conçu :

« Sera punie des peines prévues au premier alinéa de l'article 10-1 toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur ».

1. Eléments constitutifs

a) *La personne*

Cette notion de personne *lato sensu* a été longuement développée dans le chapitre concernant le délit d'initié. Nous nous y référerons donc (cf. §. 3.1 a).

(41) Trib. gr. inst. Paris, 15 oct. 1976 : JCP 76, II, 18543.

b) Entrave au fonctionnement régulier du marché

La manipulation des cours consiste à agir de manière à entraver le bon fonctionnement du marché en induisant le public en erreur.

La personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé cette manœuvre est punissable.

Cette personne va penser et mettre au point tout une série d'opérations pour s'enrichir ou tenter de s'enrichir, voire de perdre moins.

La technique dite de la « bouilloire » mérite d'être décrite, afin d'illustrer le propos.

Il s'agit de passer rapidement des ordres d'achat sur une valeur de la bourse, si possible à marché étroit, afin de faire varier son cours à la hausse.

Certains investisseurs peuvent penser que des personnes bien informées achètent parce qu'elles ont connaissance d'une opération prochaine sur cette valeur.

Ces spéculateurs vont passer des ordres d'achat et accroître l'effet à la hausse (le cours se met à bouillir...). C'est alors que les intervenants initiaux passent leurs ordres de vente et encaissent leur gain.

Inversement, la manœuvre peut consister à créer par des ventes à découvert des mouvements de baisse importants du cours d'une valeur, pour mieux acheter ensuite, afin de prendre son gain lorsque les cours auront repris leur niveau raisonnable.

L'un des attendus du jugement du 14 mars 1990 est significatif du délit de manipulation de cours par l'utilisation de la technique dite de la « bouilloire ».

« Attendu qu'il résulte donc de l'ensemble des éléments relatés, et des aveux mêmes des prévenus sur ce point, que les intéressés parfaitement instruits des mécanismes boursiers se sont entendus pour fausser le fonctionnement régulier du marché des valeurs de Saulnes-Châtillon au moyen de l'organisation de fraude décrite ci-dessus (c'est la technique de la « bouilloire » qui est visée) avec la volonté d'induire autrui en erreur, pensant ainsi tirer immédiatement profit des opérations effectuées à découvert ; que le délit de manipulation de cours tel que défini par la loi du 22 janvier 1988 est en conséquence constitué... » (42).

Le délit de manipulation de cours existe parce que la tentative est concrétisée.

Comme l'écrit Claude Ducouloux-Favard, « ce qui nous semble plus important de noter, c'est que l'expression légale " manœuvre ayant pour objet " n'implique pas la nécessité d'établir le lien de causalité entre l'acte incriminé et les résultats sur le marché (comme cela aurait été le cas si

la rédaction primitive avait été retenue avec l'expression " manœuvre de nature à ") » (43).

A titre d'exemple, la COB a considéré que par ses interventions la SFPG avait sciemment exercé des manœuvres ayant eu pour effet d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur.

Rappelons brièvement les faits.

Le 21 avril 1988 est annoncée la fusion par absorption de la société Aux Trois Quartiers par la société Bouygues.

Les conditions de l'opération de fusion sont contestées par un actionnaire minoritaire, en particulier la parité d'échange effectuée sur la base de 18 actions de la société Bouygues pour une action de la société Aux Trois Quartiers.

Le 14 juin 1988 un arrêt de la Cour d'appel confirme une ordonnance du Tribunal de commerce de Paris, désignant deux experts pour déterminer la valeur de l'action de la société Aux Trois Quartiers.

La décision du Tribunal de commerce pouvait laisser espérer à certains une réévaluation de la valeur de la société Aux Trois Quartiers puisque, comme l'enquête de la Commission l'a constaté, le cours de l'action s'est mis à monter de façon sensible.

Les enquêteurs se sont aperçu que la SFPG, filiale à 100 % de la société Bouygues, avait vendu massivement des actions de la société Aux Trois Quartiers, afin de faire baisser ses titres, et maintenir le cours à la parité inscrite dans le projet de contrat de fusion.

Le dossier a été transmis au Parquet pour un éventuel délit de manipulation de cours (44).

De façon générale, il faut noter enfin que la seule tentative de manipulation de cours est punissable. Donc, peu importe que l'objectif de la manœuvre ait été ou non atteint.

Dans ces conditions, on peut se demander si la régularisation de cours prévue par l'article 217-2 de la loi du 24 juillet 1966, ne porte pas en elle les germes d'un délit de manipulation de cours.

Sur ce point, on se reportera aux dispositions du règlement de la Commission des opérations de bourse sur l'établissement des cours, et plus précisément sur le chapitre des dispositions relatives aux interventions des sociétés sur leurs propres titres (45).

Le rescrit publié conformément au règlement n° 90-07 est très instructif des difficultés engendrées par l'application d'un tel texte (*document B8*).

(43) Claude DUCOULOUX-FAVARD, précité note (25).

(44) Rapport 1989 de la Commission des opérations de bourse, p. 130.

(45) Arr. 5 juill. 1990 portant homologation de règlements de la Commission des opérations de bourse. Règlement n° 90-04 relatif à l'établissement des cours.

(42) Trib. gr. inst. Paris, 14 mars 1990 : *Gaz. Pal.*, 21 juin 1990, p. 355.

2. Les sanctions

Les sanctions sont les mêmes que dans le cas du délit d'initié, puisque l'article 10-3 fait référence sur ce point au premier alinéa de l'article 10-1 (cf. §. 3.2).

V. — Diffusion de fausses informations

Parmi les 19 dossiers transmis au Parquet en 1991, pour des faits susceptibles de constituer des délits, 5 l'ont été pour diffusion de fausses ou trompeuses informations (les sociétés concernées sont : Concept, Asystel, NCM Communication, VEV et SMT Goupil).

Le délit de fausses ou trompeuses informations est prévu à l'article 10-1, alinéa 3 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (*document B5*).

Le texte est actuellement le suivant :

« Sera punie des peines prévues au premier alinéa toute personne qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, de nature à agir sur les cours ».

1. Eléments constitutifs

a) La personne

Cette notion de personne a été longuement développée dans le chapitre concernant le délit d'initié. Nous nous y référons donc (cf. §. 3.1 a).

b) L'information

Dans son règlement relatif à l'information du public, la COB indique que l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère (46).

L'adjectif « sincère » pour qualifier l'information fournie au public, a remplacé l'adjectif « certaine ».

Cette nuance est d'importance puisque l'information au moment où elle est donnée au public peut ne pas être certaine mais, toutefois, bien sincère.

C'est toute la problématique *a posteriori* de l'appréciation de la qualité de l'information.

Le délit est punissable même si de la part de la personne il n'y a pas eu intention de fausser le jeu normal du marché.

Comme l'écrit Claude Ducouloux-Favard, « en substituant à l'expression plus restrictive de « afin d'agir sur les cours des titres » celle de « nature à agir sur les cours », le texte actuel ne rend plus nécessaire, pour réprimer le délit, la démonstration d'un lien entre la diffusion de la nouvelle dans le public et la volonté d'agir sur les cours, démonstration qu'il était difficile de faire sous l'ancien texte » (47).

Dans son rapport de 1989, la COB fait état de deux enquêtes qui l'ont conduite à saisir l'autorité judiciaire pour diffusion de fausses informations.

L'un des cas concerne le marché des titres des établissements Darty et Fils avant et après l'offre publique d'achat lancée par la société financière Darty et Fils au cours des mois de mai et juin 1988, et sur le déroulement de cette opération.

La Commission a constaté que l'information diffusée pendant le déroulement de l'offre n'avait pas présenté les caractères d'exhaustivité et de précision permettant aux actionnaires des établissements Darty et Fils de prendre la décision de conserver ou non leurs titres dans des conditions optimales.

Le rapport a été transmis au Parquet « afin de lui permettre de donner à cette affaire toutes suites qu'il estimerait utiles notamment au regard de l'article 10-1 alinéa 3, de l'ordonnance du 28 septembre 1967 sanctionnant la diffusion d'informations trompeuses » (48).

Pour l'instant, la jurisprudence en matière d'informations fausses ou trompeuses, est bien mince.

On peut toutefois citer le cas des Sociétés d'Editions boursières qui ont créé un service d'information boursière sur le Minitel (49).

Le service Winner a publié en 1987 une information sur le Minitel, concernant le fait que la société Ashon Tate allait dénoncer le contrat qui la liait avec la société cotée La Commande Electronique.

Après diverses réclamations et sommations, le message a été supprimé et l'information a été démentie publiquement par la société.

Le titre de la société La Commande Electronique a, cependant, chuté dans la période de 852 F à 578 F.

Le délit de publication de fausses et trompeuses informations dans le but de faire varier les cours du titre de la société La Commande Electronique, n'a pu être imputé au

(46) Arr. 5 juill. 1990, art. 2, portant homologation de règlements de la Commission des opérations de bourse, règlement n° 90-02 relatif à l'obligation d'information du public.

(47) Claude DUCOULOUX-FAVARD, précité note (25).

(48) Rapport 1989 de la Commission des opérations de bourse, p. 131.

(49) Trib. gr. inst. Paris, cité par Claude DUCOULOUX-FAVARD, voir note (25).

directeur de la société propriétaire du service Minitel qui a été relaxé.

Bien que les éléments matériels se soient trouvés réunis, à savoir :

- Information concernant une valeur mobilière répandue dans le public,
- Fausseté évidente de cette information,
- Information concernant directement un émetteur,

le directeur n'a pas été reconnu comme l'auteur du message qui avait été introduit et diffusé anonymement, car il n'avait pas la possibilité de le contrôler préalablement à sa diffusion. Il n'a pas non plus été reconnu comme le coauteur du message car il n'a pas été prouvé que la messagerie avait été créée pour propager de fausses nouvelles.

La complicité n'a pas non plus été retenue en l'absence d'intention d'aider l'auteur principal à commettre le délit de fausses informations.

Nous citerons, enfin, l'affaire Société Générale de Fonderie et Compagnie Financière de Paribas. L'information concernant les résultats 1985 donnée au public prévoyait des résultats proches de l'équilibre. Le cours de l'action est alors passé de 90 F à 177 F.

Finalement, la SGF annonçait une perte de 140 millions de francs et se trouvait, à cette époque déjà, en état de cessation des paiements. Le cours du titre SGF a alors chuté de 140 F jusqu'à 30 F.

La Cour d'appel de Paris a déclaré les prévenus coupables, « considérant, en définitive, que le délit de diffusion dans le public, par des moyens quelconques, en l'espèce par voie de presse, d'informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation de la SGF ou sur les perspectives d'évolution de la valeur mobilière de cette société, tel que dénoncé par la poursuite, est caractérisé à la charge de X et de Y, les constatations de la Cour contournant l'affirmation des deux prévenus ci-avant rappelée selon laquelle ils ne cherchaient nullement à faire monter les cours mais seulement à les maintenir, à défaut de les faire baisser : qu'en conséquence, la Cour, ... » (50).

2. Les sanctions

Les sanctions sont les mêmes que dans le cas du délit d'initié, puisque l'alinéa trois fait référence sur ce point au premier alinéa de l'article 10-1 (cf. §. 3.2).

(50) Paris, 15 janv. 1992 : *Gaz. Pal.*, 22-23 avril 1992, p. 19.

VI. — Evolutions en Europe et dans les autres pays

La Commission a, comme nous l'avons vu, les moyens lui permettant d'agir sur le territoire national.

En effet, elle surveille les mouvements journaliers sur le marché.

Elle dispose, par ailleurs, d'enquêteurs qui peuvent se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support.

Mais, comme nous l'avons entendu dans l'exposé précédent, le marché ne se cantonne plus au seul territoire français.

Dans ces conditions, rechercher un délit boursier, dès lors que les transactions sont à considérer au plan international, implique des moyens de coopération avec les autorités étrangères exerçant des compétences analogues à celles de la COB.

Parmi les contraintes en matière de collaboration internationale, il y a le secret professionnel, auquel sont astreints les agents de la COB et l'interdiction faite à toute personne de communiquer des renseignements tendant à la constitution de preuves dans le cadre de procédures judiciaires ou de procédures administratives étrangères.

Cette coopération internationale se développe depuis près de vingt ans, non seulement en Europe, mais dans les autres pays et en particulier avec les Etats-Unis. En 1991, les échanges d'informations avec les autorités étrangères, homologues de la COB se sont intensifiés. La COB a reçu 32 demandes et en a présenté 55. Les pays concernés sont au nombre de 12 en 1991 contre 9 en 1990.

1. En Europe

L'enjeu est de rendre « équivalente la protection des investisseurs » dans la CEE et ce, dans le but de permettre « une interpénétration plus poussée des marchés nationaux de valeurs mobilières » (51). Ces choix sont importants puisqu'ils s'inscrivent dans le cadre du marché unique européen des valeurs mobilières qui représentent environ 28 % de la capitalisation boursière mondiale (52).

Les directives européennes sont élaborées avec la participation de la COB.

L'article 18 de la directive du Conseil du 5 mars 1979, indique que « les autorités compétentes assurent entre elles

(51) Directive n° 79/279, 5 mars 1979, du Conseil des Communautés Européennes, portant coordination des conditions d'admission de valeurs mobilières à la cote officielle d'une bourse de valeurs : *JOCE*, L. 66, 16 mars 1989.

(52) Source : *Morgan Stanley Capital International*.

toute coopération nécessaire à l'accomplissement de leur mission et se communiquent à cette fin toutes les informations requises ».

La COB a donc le pouvoir de communiquer les informations qu'elle détient et les informations qu'elle recueille, à la demande des autorités qui exercent des compétences analogues, dans les pays de la Communauté Européenne (53).

La Commission peut refuser à une autorité d'un Etat membre exerçant les mêmes compétences, son assistance si son action est de nature à « porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité, ou à l'ordre public » français (54).

Un tel refus peut être aussi opposé par la COB lorsqu'une procédure judiciaire a déjà été engagée sur la base des mêmes faits et contre les mêmes personnes devant les autorités ou lorsque celles-ci ont déjà été définitivement jugées pour les mêmes faits en France.

L'article 25 de la directive du Conseil du 17 mars 1980, stipule que « toutes personnes exerçant ou ayant exercé une activité auprès des autorités compétentes sont tenues au secret professionnel » (55).

Comme nous le voyons, la Communauté Européenne se dote progressivement non seulement des outils de coopération, en matière d'informations périodiques ou continues d'accès au marché, mais aussi des textes permettant de moraliser le marché des capitaux, c'est notamment le cas de la directive du 13 novembre 1989 sur les opérations d'initiés (56).

L'article 13 de la directive stipule que chaque Etat membre doit prévoir dans sa législation nationale les « sanctions à appliquer en cas d'infraction aux dispositions adoptées en exécution » de la directive.

Sur les 55 demandes d'assistance présentées en 1991 par la COB, 28 ont concerné 6 Etats membres de la Communauté Européenne.

2. Dans les autres pays

Les informations sont communiquées à condition que les autorités compétentes soient soumises au secret professionnel avec les mêmes garanties qu'en France.

La Commission peut refuser à une autorité étrangère, exerçant les mêmes compétences, son assistance si son action est de nature à porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité, aux intérêts économiques essentiels ou à l'ordre public français.

(53) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5 bis.

(54) Directive n° 89/592, 13 nov. 1989, du Conseil des Communautés Européennes, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés : JOCE, L. 334, 18 nov. 1989.

(55) Directive n° 80/390, 17 mars 1980 : JOCE, L. 212, 20 août 1977, p. 41.

(56) Directive n° 89/592, 13 nov. 1989, du Conseil des Communautés Européennes, concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés : JOCE, L. 334, 18 nov. 1989.

Un tel refus peut être aussi opposé par la Commission lorsqu'une procédure pénale quelconque a déjà été engagée en France sur la base des mêmes faits et contre les mêmes personnes ou bien lorsque celles-ci ont déjà été sanctionnées par une décision définitive pour les mêmes faits.

Sur les 55 demandes d'assistance présentées en 1991 par la COB, 19 ont concerné les Etats-Unis.

La loi des Etats-Unis garantit la confidentialité des informations transmises par la COB à la SEC. Un accord bilatéral entre la COB et la SEC a été conclu. En 1991, de semblables conventions ont été signées avec la Commission des valeurs mobilières du Québec et l'Ontario Securities Commission.

Il s'agit pour les Commissions de joindre leur force pour s'accorder assistance, pour se communiquer toutes informations utiles et pour réprimer les activités frauduleuses.

3. Quelques exemples de coopération

La COB fait état, dans ses rapports annuels, de nombreux exemples de coopération internationale tant en Europe qu'aux Etats-Unis.

C'est ainsi que la Commission a été saisie de demandes d'enquêtes et de renseignements :

- par la Commission des valeurs mobilières du Québec (1975 et 1978),
- par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (1982),
- par la Commission de contrôle des Etats-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) (à trois reprises en 1976),
- par la Commission de contrôle de Grande-Bretagne, la *Securities and Investment Board* (SIB) (1989). Dans ce cas, la Commission a aussi coopéré à des enquêtes menées par les autorités britanniques,
- par la Commission de contrôle des Etats-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), à laquelle la COB a communiqué des faits relevés à l'occasion des enquêtes concernant Triangle et Aquamin.

Par ailleurs, à titre d'exemples, la Commission a pris contact, pour obtenir des renseignements sur des opérations laissant présumer des délits d'initiés, avec les autorités suivantes :

- la Commission de contrôle des Etats-Unis, la *Securities and Exchange Commission* (SEC) (1978),
- la Commission de contrôle de Grande-Bretagne, la *Securities and Investment Board* (SIB) (1982).

En 1991, sur les 32 demandes d'assistance reçues par la COB, 12 ont émané de l'Amérique du Nord et 16 de l'Europe.

Concernant les 55 demandes d'assistance présentées par la COB, 21 ont concerné l'Amérique du Nord et 28 l'Europe.

4. Le problème sur le plan international

Cependant, quels que puissent être les mérites de la législation française en cette matière et les progrès de ses réformes successives, leur application simplement territoriale exclut qu'on en reste là.

Force est alors de rechercher à étendre dans l'espace leur efficacité et de se placer sur le plan international, au-delà aussi de la CEE.

Comment, d'ailleurs, se limiter à l'hexagone, lorsque l'on sait fort bien que des valeurs françaises se trouvent cotées sur des Bourses étrangères et inversement ?

Il en est souvent ainsi des titres de la majorité des sociétés multinationales.

Il est donc élémentaire pour un « initié », en vue d'échapper à la répression et aux sanctions de la législation française, d'opérer ailleurs, en Suisse par exemple, ses achats et ses ventes, en conséquence de ses informations privilégiées, en croyant se mettre ainsi au-dessus de tout soupçon, grâce au secret bancaire helvétique.

Dès lors, l'impérieuse nécessité d'essayer de remédier à de telles pratiques abusives sur le plan transnational amène tout naturellement à envisager la conclusion d'une convention internationale en ce domaine. Mais, aussitôt, les difficultés surgissent pour la conception même et la saine application uniforme d'un tel traité, éventuellement ratifié par les principaux Etats concernés.

En effet, la définition même, aussi large que possible, pour frapper pareille multitude de manœuvres illicites en diverses bourses étrangères, s'avère certes difficile, particulièrement en matière pénale. Des problèmes de qualification, des divergences d'interprétation, des conflits de compétence judiciaire surgiront inévitablement devant les divers forums, en rendant vaine l'application pratique d'une telle convention internationale; si soigneusement qu'elle ait pu être élaborée par des juristes spécialisés. N'est-on pas, en réalité, plutôt en face d'une matière complexe qui, par nature, échappe à toute systématisation internationale, à une complète unification, en fait et en droit ?

Sans désespérer mais sans nourrir d'illusions, des voies plus réalistes mais plus modestes semblent disponibles, malgré tout.

Ces problèmes, inhérents à cette matière, pourraient être certainement simplifiés et parfois même résolus, par la conclusion d'accords bilatéraux ou multilatéraux, portant simplement sur la compétence judiciaire et sur la coopération administrative, avec une levée du secret, sous certaines conditions. Dans ce sens, des accords, notamment entre la COB et la SEC, ont été conclus.

Quoi qu'il en soit de ces diverses possibilités, réalisables en vue de prévenir ou de punir les multiformes pratiques de délits boursiers, sur le champ interne ou international, il convient de ne pas perdre de vue ses limites naturelles car une extrême rigueur de principe est susceptible d'avoir parfois des résultats pervers et malheureux.

Le métier d'analyste financier, les prévisions boursières, les recommandations motivées d'achat ou de vente d'actions ou d'obligations, appuyées ou non de graphiques à court ou à moyen terme, ne peuvent que rester des pièces essentielles du système boursier, honnêtement exercé, avec la récompense du flair et du « nez » pour l'évolution, dans un sens ou dans l'autre.

Exagérer donc la sanction et l'étendue des délits boursiers risquerait alors de discréditer les placements en valeurs mobilières et les sains mouvements de capitaux, au grand dam de l'économie mondiale et de l'épargne.

Conclusion : vers une sauvegarde sans frontières

Comme on le voit, la coopération tant en Europe que dans les autres pays est une nécessité qui prend forme dans la réalité.

La moralisation des marchés localement et internationalement implique des moyens dont se dotent progressivement les autorités chargées de la surveillance.

Mais enquêter sur des infractions éventuelles est complexe et il s'avère nécessaire d'utiliser toutes les compétences dans ce domaine.

La COB peut demander à un expert inscrit sur la liste des experts judiciaires de procéder « à toute analyse complémentaire ou vérification qui lui paraîtrait nécessaire » (57).

Quel que soit le domaine et l'éventuelle infraction : délit d'initié, délit de manipulation de cours, délit de fausses ou trompeuses informations..., l'expert judiciaire grâce à ses compétences et à son indépendance, est naturellement en mesure d'accepter des missions pour le compte de la COB.

L'organisation des experts judiciaires, leurs méthodes d'analyse et de vérification, leurs structures, en font des partenaires dans le cadre des investigations préalables.

De telles interventions sont en mesure de faciliter la mission des experts judiciaires désignés par le juge après transmission du dossier au Parquet. Les travaux peuvent être de natures diverses, comme l'évaluation d'un apport dans le cadre d'une fusion, la détermination d'une parité d'échange, l'appréciation du profit réalisé par un prévenu, etc.

(57) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5A.

Nous avons conscience d'avoir eu à traiter d'un domaine très évolutif : pour preuve, la densité du rapport 1991 de la COB par rapport à celui de 1989 et le nombre grandissant de dossiers transmis au Parquet.

Logiquement, on peut s'attendre à ce que les missions des experts judiciaires tant en amont pour le compte de la COB, qu'en aval après transmission du dossier au Parquet,

soient, à l'avenir, plus nombreuses que celles actuellement réalisées.

Dans ces conditions, il sera instructif d'étudier quelques exemples de cas pratiques où l'expert judiciaire a été amené à intervenir en matière de délits boursiers. Tel est le thème du prochain exposé.

(Applaudissements)



M. Bézard : Merci M. Turquin. Je suis d'accord avec vous, il faut qu'un nombre plus grand d'experts soit associé à ces démarches pour éclairer ces problèmes de délits qui sont si difficiles au niveau des Parquets et des tribunaux et pourquoi pas de la COB. La COB qui a des moyens maintenant très importants au niveau technique et de qualité en personnel pourrait trouver avantage à faire appel d'une façon complémentaire à des experts.

Je pense qu'un congrès comme celui-ci est un moyen pour les experts d'enrichir leur pratique, leur technique et de montrer qu'ils sont des interlocuteurs qui s'imposent. Il y a des progrès à faire effectivement, nous le savons tous.

En tous les cas, nous vous remercions beaucoup de cette approche qui est claire et très imagée grâce aux exemples

que vous avez donnés, qui ont permis d'illustrer les textes, de les faire vivre. A partir d'exemples récents vous avez montré l'importance de la COB et les difficultés qu'il y a à saisir la portée de l'application des textes qui sont devenus de plus en plus compliqués.

Le délit d'initié était au départ très simple. Il visait avant tout le dirigeant et les proches du dirigeant, et ceux qui participaient à l'opération. Qu'est devenu ce délit ? On l'a étendu comme une tache d'huile car les contrevenants devenaient habiles et bien entendu son application en a été compliquée.

A l'heure actuelle vous avez soumis à la justice des dossiers où nous trouvons des gens à qui il est reproché d'avoir utilisé une information d'initié, mais dont on n'est pas sûr

de connaître d'où venait l'information qui leur a été donnée et de quelle manière. La tâche de la COB et des tribunaux est difficile.

Vous avez eu raison aussi de placer votre débat sur le plan du droit européen, du droit international, car c'est bien dans le domaine boursier que l'on s'aperçoit des limites des frontières. Dans l'affaire dite Pechiney par exemple, l'aspect Etats-Unis American Can est important. D'ailleurs il y a un problème de compétence du tribunal français qui est soumis à l'heure actuelle à la chambre criminelle de la Cour de cassation.

Vous avez souligné de nombreuses difficultés et j'ajoute encore à ces difficultés... En tout cas merci et sans plus attendre je vais passer la parole à la salle pour les questions.

M. Dana (expert-comptable Paris) : Notre confrère M. Turquin a souligné qu'en matière de délit d'initié il n'était pas nécessaire de rechercher l'intention frauduleuse. Ce point a d'ailleurs été soulevé dans un article paru hier dans la « Tribune », article illustré d'ailleurs d'une fort belle photo de M. Bardy, Chef du service juridique de la COB. Il est indiqué en conclusion de cet article que certains juristes regrettent « que l'intention délictueuse ne soit plus obligatoire pour que le délit soit reconnu ».

Cela m'amène à vous poser deux questions.

La levée de stock-options possédés par certains cadres de grandes sociétés, vente réalisée dans de bonnes conditions pourrait-elle être automatiquement suspectée d'avoir bénéficié d'une information privilégiée ?

Plus généralement encore, l'intervention sur les marchés boursiers suppose d'une manière générale la recherche d'informations, l'analyse de renseignements obtenus auprès de banques, de sociétés de bourse, gérants de portefeuilles, etc. Cette quête d'informations est-elle répréhensible ? Certainement pas. En d'autres termes, où se termine l'obtention d'un bon conseil ou d'un « tuyau » selon l'expression consacrée et où commence l'information privilégiée ?

M. Bézard : Vous posez votre question à M. Turquin ou à M. Bardy, puisque c'est une interprétation de M. Bardy ? Je pense que M. Bardy prendra la responsabilité de ce qui est indiqué et il est mieux placé, pour exprimer le point de vue de la COB.

M. Bardy : Je tiens à vous remercier de m'accueillir dans cette enceinte. Pour répondre très directement à la question de M. Dana, je voudrais dire que le problème d'intention en matière de délit d'initié est un problème extrêmement difficile et dans ma bouche c'est un mot important. Pourquoi ?

Parce que, historiquement, et je crois que M. Turquin a bien fait de mettre le délit d'initié dans sa perspective historique, à l'origine c'est un délit qui a été introduit pour améliorer, accroître la confiance des investisseurs dans le marché. Les premiers textes en matière de délit d'initié se situent très directement après la grande crise de 1929 puisqu'il en existe depuis 1934. La France a d'ailleurs eu une démarche similaire ; la bourse connaissait des difficultés pendant les années 60 d'où l'idée d'essayer là aussi de réta-

blir la confiance des investisseurs dans le marché, en mettant l'accent sur l'information.

On a l'élaboration de la loi de 1966 sur les sociétés commerciales qui fait une très large place à l'information et on a la constitution de la COB avec, pour la première fois, l'introduction de ce qui n'est pas tout à fait un délit d'initié mais une règle sur l'utilisation d'une information privilégiée par les dirigeants de la société de leurs titres. En réalité, il s'agissait d'un régime de déclaration d'achat ou de vente de leurs titres par les dirigeants.

Quand le texte sur le délit d'initié a été introduit en France, dans un premier stade, le législateur s'est efforcé effectivement de le définir assez précisément et l'information devait porter sur l'émetteur et devait concerner la marche technique, commerciale et financière de la société.

S'agissant de l'intention frauduleuse, il existait la notion de « en connaissance de cause ». En effet, pour être répréhensible et sanctionné pénalement, il faut avoir utilisé l'information précise concernant la marche technique, commerciale et financière de la société et l'avoir fait en connaissance de cause.

Petit à petit ce texte a été appliqué par les juridictions de façon d'ailleurs relativement modérée, mais les tribunaux ont assez bien joué le jeu bien que, à l'époque, les sanctions aient été assez faibles dans leur ensemble.

Puis il y eu un ou deux accidents de parcours qui ont fait que dans des affaires assez notoires, en particulier l'histoire d'un contrat d'armement signé par l'Arabie Saoudite, le tribunal, confirmé par la cour d'appel de Paris, a eu une interprétation restrictive et même très restrictive du texte et s'est refusé à sanctionner d'ailleurs des hauts fonctionnaires de l'administration qui étaient accusés d'avoir utilisé des informations sur la signature de ce contrat et de façon irrégulière.

Si bien que la Commission des opérations de bourse s'est tournée vers le législateur pour lui demander de modifier le texte de telle sorte qu'il soit plus facilement applicable, c'est-à-dire que la répression ou la sanction de ce type d'infraction en soit facilitée.

C'est la raison notamment de la suppression des termes « sur le fondement de cette information » qui tendait à supprimer tout lien entre l'information privilégiée et l'opération.

Pourquoi ? Tout simplement parce qu'à l'époque ces fameux hauts fonctionnaires avaient dit qu'ils étaient bien intervenus sur le marché et que ces interventions avaient bien coïncidé avec l'annonce d'un contrat signé avec l'Arabie Saoudite, mais qu'ils étaient intervenus, avaient acheté et vendu des titres, non pas en raison de cette information qu'ils avaient mais parce qu'ils avaient des problèmes personnels ; l'un mariait sa fille et l'autre devait acheter un appartement. La cour d'appel et le tribunal ont reconnu le bien-fondé de cette argumentation. Le législateur a prêté l'oreille à la demande de la COB et a supprimé cette phrase.

Comme à la faveur d'une autre modification de la loi quand les termes de « en connaissance de cause » ont dis-

paru, on s'est retrouvé avec l'article 10.1 qui ne comprend plus aucun élément d'intentionnalité.

Peut-être que la Commission a été prise à son propre piège, car on s'est trouvé ensuite dans des situations pouvant au contraire paraître injustes parce qu'on est arrivé par cette modification à une véritable obligation d'abstention pour un dirigeant. A partir du moment où il a une information, par exemple sur la progression des résultats de son entreprise, il doit s'abstenir impérativement d'agir sur le marché. S'il ne le fait pas, s'il vend ou achète des titres il est susceptible d'encourir des sanctions.

On s'est trouvé dans une situation dans laquelle un dirigeant d'entreprise qui avait la connaissance de résultats financiers en hausse, d'un bénéfice en augmentation de 50 %, devait défendre son entreprise contre un raid financier organisé par un concurrent. Il a donc dû acheter des titres sur le marché. Était-il dans une situation où il était passible de sanctions ?

La COB à l'époque avait fait paraître, puisque l'affaire concernait une société bien connue, un communiqué pour expliquer qu'il ne lui apparaissait pas que le dirigeant en cause avait eu l'intention de commettre une infraction et que s'il avait acquis des titres sur le marché, c'était pour des motifs légitimes.

Elle a ensuite transmis le dossier à la justice pour que celle-ci apprécie et à ma connaissance la justice a classé ensuite le dossier, partageant cette analyse faite par la COB.

Voilà assez rapidement résumé le problème de l'intentionnalité.

Pour ma part, je n'ai plus tout à fait en tête les termes exacts qu'a employés le journaliste, mais je ne suis pas sûr que je lui aie dit tout à fait cela. Ce que je crois sincèrement c'est que si nous sommes en matière pénale, l'élément intentionnel est toujours nécessaire pour caractériser une infraction. Malheureusement les tribunaux n'ont pas encore pris de position claire sur cette question. Peut-être que cette question n'a pas encore été posée, également peut-être parce que les dossiers les plus récents que la COB a transmis ne sont pas encore arrivés au stade d'être jugés par les juridictions. Donc la question n'a pas été véritablement tranchée.

Mon sentiment est que l'intention frauduleuse continue d'être nécessaire et continue d'être une exigence pour les juges. A défaut de cette intention il faut que le tribunal en tire les conséquences.

Dans la réglementation de la Commission des opérations de bourse nous n'avons pas cet élément d'intentionnalité. Nous ne sommes pas tenus par le respect des règles qui régissent l'application d'un texte légal, que ce soit la constatation de l'élément matériel ou de l'élément moral. En revanche nous avons la possibilité d'apprécier non pas exactement l'élément d'intentionnalité mais l'élément de mauvaise foi, savoir si l'intéressé a utilisé l'information à des fins légitimes ou illégitimes.

J'en viens à la réponse sur la question posée quant aux stocks-options. Il n'y a pas dans ce domaine de jurispru-

dence. Nous avons eu récemment à analyser un cas qui s'est posé à propos d'un dirigeant d'une grande entreprise française qui a été en quelque sorte remercié par ses actionnaires majoritaires. Il était titulaire d'un certain nombre de stock-options. L'intéressé ayant fait l'objet d'une mesure de licenciement, il a donc réalisé la levée de ces stocks-options alors qu'en tant que PDG, il avait plusieurs informations susceptibles d'être utilisées comme informations privilégiées, notamment parce qu'un administrateur et Président a des informations privilégiées en permanence sur sa société.

Nous avons considéré que dans la mesure où cette personne devait quitter l'entreprise il était légitime qu'elle lève les stocks-options qu'elle détenait alors qu'il était possible qu'à ce moment elle soit titulaire d'informations privilégiées.

Mais, à la COB, nous n'écarterons pas la possibilité que la levée d'une stock-option dans des conditions illégitimes soit sanctionnée éventuellement par la COB. Le juge pour sa part aura peut-être sur ce point une appréciation différente de la nôtre.

M. Oriol : Je rappelle la distinction capitale en droit pénal entre l'intention et le mobile. L'intention étant la volonté de commettre un acte punissable tandis que le mobile est le motif pour lequel l'acte est commis.

Le délit d'initié est évidemment un délit intentionnel. Mais pour autant qu'est l'intention criminelle en la matière ? C'est la connaissance par le dirigeant en question qu'il détient une information inconnue du public et la volonté d'utiliser cette information privilégiée. Point final.

Ses mobiles, crapuleux ou honorables, sont juridiquement indifférents.

Certes, le Parquet, dans l'exercice de son pouvoir d'appréciation de l'opportunité des poursuites, peut tenir compte du mobile. C'est ce qu'il a fait en classant sans suite l'affaire où vous trouviez que le mobile était honorable. Mais s'il y avait eu poursuite, déclenchée par le Parquet ou par une partie civile, le Juge n'aurait pu que constater l'existence de l'infraction.

La réponse à votre question est donc que le devoir d'abstention existe et que sa violation est pénalement sanctionnable, sans égard pour le mobile qui a guidé le dirigeant, sinon pour l'appréciation du degré de la sanction qui doit lui être appliquée.

M. Bézard : Je me permets d'apporter ma contribution à ce débat à propos de dossiers qui ont posé dans leur crudité, leur réalité, le problème de textes qui ont été poussés dans leurs limites extrêmes en ce qui concerne cette obligation du mobile ou de l'intention, car finalement la COB, qui a été l'initiateur des textes légaux, se trouvait devant des gens qui devenaient de plus en plus astucieux et arrivaient à échapper à la règle trop contraignante sur le plan des éléments constitutifs, a conduit à l'élaboration de règles plus souples. Mais à force d'avoir supprimé ses ailes au texte, d'avoir écarté un certain nombre de conditions, on s'est trouvé gêné.

Dans les affaires citées, il paraissait difficile de poursuivre une personne dont on ne pouvait pas discuter la bonne foi et pourtant le texte ne permettait sans doute pas de consacrer cette solution. La COB et le Parquet sont donc venus à une appréciation de l'intention et du mobile. Prenons l'exemple de la personne qui lance une OPA, elle ramasse des titres, c'est une démarche technique pour préparer une opération financière. Quand l'OPA va être annoncée, ces titres vont prendre une valeur considérable. Si jamais cette OPA échoue parce que les dirigeants se sont défendus avec succès seuls ou avec un tiers, elle va les revendre avec bénéfice. Mais elle n'a pas fait, en bon sens, de démarche spéculative tout en ayant conscience que l'information est privilégiée au moment de son achat. Il faut faire preuve de bon sens.

Bon sens dont, par la force des choses, le législateur paraît s'être privé par l'efficacité qu'il a essayé de donner à ces textes.

M. Jean Fleury (Paris) : Je ne dirai pas que vous voulez un prévenu, mais j'ai un prévenu à vous offrir. Chacun connaît Edmond Dantès, le comte de Monte-Cristo.

Je le crois passible à la fois du délit d'initié, de manipulation de « cours » et de transmission d'informations frauduleuses lorsque, envoyant ses sbires modifier les informations du télégraphe en provenance de Marseille à Paris, il a pu manipuler les cours de bourse et ruiner son rival.

Mais laissons de côté la plaisanterie et posons une autre question à M. Bardy que je mets à nouveau sur la sellette !

Pour être initié il faut avoir des informations. Mais, il n'y a pas que les informations propres à l'entreprise, il y a les informations économiques et la Bourse anticipe par principe.

Récemment, avant le référendum du 20 septembre des rumeurs ont circulé sur l'évolution du résultat du scrutin. Des sondages ont circulé ; toutefois huit jours avant le référendum on a supprimé la publication des sondages. La loi n'interdit pas l'existence des sondages, mais elle en interdit la publication. Il y a eu ainsi un certain nombre de sondages qui ont pu être organisés par des personnalités politiques, économiques ou autres en France et à l'étranger.

Indépendamment de l'existence de ces sondages, non publiés, chacun était susceptible d'avoir des informations intéressantes à Londres, à Zurich, à Bruxelles ou ailleurs puisque la loi qui interdit la publication des sondages en France ne l'interdisait pas dans ces pays.

Considérez-vous donc que ceux usant d'informations à la disposition du public hors de France, qui n'ont pas éventuellement même procédé à la mise en place de sondages propres, ont pu bénéficier d'informations privilégiées usant ainsi du rôle d'anticipation de la Bourse avec le risque d'ailleurs de se tromper ?

M. Bardy : Je crois que le problème des sondages est une bonne illustration des difficultés que l'on peut rencontrer avec le maniement de ce texte relatif à l'utilisation d'infor-

mations privilégiées. C'est vrai qu'aujourd'hui une information privilégiée peut être une information de caractère assez large puisque, comme je le disais tout à l'heure, elle n'intéresse pas seulement une société, un titre, elle peut intéresser une collectivité d'émetteurs, y compris l'Etat. Elle peut intéresser l'ensemble des titres qui sont émis. Elle peut même intéresser des contrats à terme et s'appliquer également à l'utilisation de l'information privilégiée concernant le Matif par exemple.

Lorsque ce problème des sondages s'est posé, il est clair que la commission s'est interrogée pour savoir si le fait que quelqu'un qui avait à sa disposition un sondage, qui utilisait ensuite sur le marché l'information qu'il avait, le plaçait dans une situation d'initié.

Le problème était d'autant plus sérieux qu'incontestablement les résultats des sondages ont eu un impact ou avaient un effet sur le marché puisque tel jour c'était le oui ou le non qui était mis en avant, la Bourse montait ou au contraire chutait.

Je dois dire que sur ce point j'ai eu beaucoup de mal à convaincre un certain nombre de personnes que nous n'étions pas en présence d'une information privilégiée. Pourquoi ? L'information privilégiée a une définition légale, réglementaire dans les textes. C'est une information précise. J'insiste sur ce terme.

Une information qui concerne un ou plusieurs émetteurs, une ou plusieurs valeurs mobilières est susceptible d'avoir une incidence sur les cours, mais j'insiste sur ce terme « précis ». C'est, je crois, ce qui fait la différence entre une information de caractère général qui n'est pas une information privilégiée et une information précise.

Pourquoi n'est-elle pas précise ? Nous l'avons dit dans notre communiqué. Elle n'est pas précise parce que le sondage n'est qu'une indication sur des intentions de vote.

Vous savez comment sont faits les sondages. Les gens sont interrogés sur ce qu'ils ont l'intention de voter. Cette intention peut évoluer dans le temps. D'autre part, un sondage comporte toujours nécessairement un certain nombre de personnes qui sont indéterminées au moment où on les interroge.

Donc là, nous n'avons fait que reprendre des termes que la jurisprudence, les tribunaux français avaient utilisés pour caractériser l'information privilégiée. Ils ont dit que l'information privilégiée devait être dépourvue d'aléas. Donc, en fonction de cette définition, de cette précision, une information relative à des sondages, pour la Commission des opérations de bourse, n'est pas une information précise ; en effet, elle contient un certain nombre d'aléas qui font qu'elle ne peut pas être considérée comme une information privilégiée.

Je fais une comparaison avec quelque chose qui est tout à fait dans le même ordre d'idées. Quotidiennement, vous savez comme moi que des intermédiaires, des sociétés de bourse, des établissements bancaires commandent ou même ont des équipes d'analystes financiers qui font des études pour leurs groupes ; ces études vont ensuite être dif-

fusées au sein de la clientèle et en fonction des études faites par ces analystes sont prises des positions d'investissement ou de désinvestissement en bourse. Est-ce que ce type d'information doit être aussi considéré comme une information privilégiée ? Je ne le pense pas.

Je pense qu'il s'agit simplement d'éléments d'information qui concourent à la prise de position des intermédiaires. L'analyse faite par les analystes financiers, comme le sondage qui précède une élection, est un élément d'information parmi d'autres.

S'il avait une valeur certaine, absolue, incontestable, à ce moment-là il y aurait un problème. Mais je ne crois pas que ce soit le cas des sondages, même s'il est vrai que les instituts de sondage en France donnent des fourchettes qui sont à peu près ce que l'on retrouve à l'arrivée, mais il y a quand même parfois des écarts significatifs dans ces fourchettes.

M. Bézard : Votre réponse est intéressante. Je comprends que quelques-uns aient pu hésiter tout de même car si le

sondage est quelque chose d'approximatif, les conséquences d'un sondage sont quant à elles attendues, espérées même par certains spéculateurs qui peuvent même l'avoir provoqué. Si l'on avait annoncé que le non l'emportait à 56 %, je ne suis pas sûr qu'un certain nombre de gens n'entendaient pas profiter de cette baisse. Mais pour ma part je m'interroge de toute façon sur la possibilité d'appliquer le texte des articles de l'ordonnance de 1967 à une personne informée du sondage.

Est-ce vraiment dans le cadre d'informations sur les perspectives ou la situation d'un émetteur de titres ou sur les perspectives d'évolution d'une valeur mobilière ? Il ne semble pas.

Cela dit nous sommes obligés d'interrompre notre séance. Nous nous retrouvons à 14 h 30. Bon appétit à tous.

(La séance est levée)

LES DÉLITS SPÉCIFIQUES ET L'INTERVENTION DE L'EXPERT JUDICIAIRE (suite)

Séance de l'après-midi
présidée par

Monsieur Pierre Bézio

Procureur général près la Cour de cassation



M. Feuillet : Je voudrais ouvrir nos travaux de cet après-midi en accueillant M. le Procureur général Bézio et en lui disant la joie que nous avons de l'avoir parmi nous. Je voudrais souligner en particulier que c'est le troisième Congrès des experts-comptables judiciaires que j'ai l'honneur de présider et que c'est la troisième fois que M. le Procureur général Bézio nous fait le grand honneur de présider ou coprésider nos travaux.

Une première fois à Aix-en-Provence, où il avait présidé nos travaux relatifs à « La comptabilité dans la nouvelle législation sur la banqueroute ».

L'année dernière, à Paris, dans les locaux prestigieux de la première chambre civile de la Cour de cassation, il avait présidé avec M. le Premier Président Draï, dans le cadre de notre XXX^e Congrès, nos travaux relatifs à « L'expert-comptable judiciaire et les droits des justiciables, vingt ans après ».

Et, cette année, Monsieur le Procureur général Bézio, vous avez accepté de présider nos travaux cet après-midi, M. Pierre Bézarid ayant présidé ce matin.

C'est pourquoi, Monsieur le Procureur général Bézio, je suis particulièrement sensible à votre présence cet après-midi et ce, d'autant plus que vous avez dû, avec Mme Bézio, surmonter un certain nombre de difficultés pour être parmi nous.

De plus, vous nous faites le grand plaisir de rester parmi nous demain, ainsi que M. et Mme Bézarid. C'est une grande première pour notre Compagnie Nationale.

J'ai dit, récemment, dans une enceinte prestigieuse, que j'étais un président comblé. Je pense que toutes les personnes présentes dans cette salle pourront aussi le constater.

Allocution de Monsieur Pierre Bézio

Procureur général près la Cour de cassation

Monsieur le Président,

Mesdames,

Messieurs,

Mes premiers mots seront pour vous exprimer mes très vifs regrets de n'avoir pu être avec vous depuis l'ouverture des travaux de votre XXXI^e Congrès National, mais j'étais

retenu hier à Paris par un colloque sur l'indépendance de la Justice.

Ces mots évoquent habituellement les rapports entre l'Exécutif et le Judiciaire. Mais ils suggèrent aussi bien d'autres thèmes : indépendance du magistrat par rapport à lui-même, c'est-à-dire à son éducation, à ses sentiments, à ses opinions politiques et philosophiques.

Mais aussi indépendance du magistrat assurée par son savoir.

Comme le Premier Président Drai et moi-même l'avons écrit, en préfaçant le remarquable « Guide Pratique de l'Expertise Judiciaire » des Présidents Feuillet et Thorin, le juge « impartial » acteur essentiel du procès équitable ne saurait être qu'un juge « informé ».

Sa formation et son expérience devraient garantir ses connaissances juridiques... mais le concours de l'expert lui donnera les éléments techniques nécessaires, souvent indispensables à la solution du litige.

L'objectivité que l'expert tire lui aussi de son savoir, son aptitude à résister aux suggestions habilement, voire subtilement et même insidieusement présentées par les parties sont les garanties de son indépendance et donc de l'indépendance de la Justice.

Aussi l'œuvre du juge et de l'expert s'interpénètrent chaque jour davantage, notamment dans le domaine hautement spécialisé qui est le vôtre.

Le juge pour maintenir et même accroître son rôle en cette matière s'est adapté, grâce à des magistrats d'exception, au premier rang desquels se situe incontestablement M. le Président Bézard qui a fait à cet égard œuvre de pionnier.

Mais, nous en sommes tous conscients, rien n'aurait été possible sans votre concours, et rien ne le sera à l'avenir. Les techniques comptables s'affinent toujours davantage pour mieux saisir des flux d'échanges sans cesse plus diversifiés, plus rapides et désormais largement immatériels.

Le juge a donc d'abord besoin de votre compétence.

Mais votre apport au procès ne se limite pas là.

Au-delà de la technique pure, votre rôle est de rendre clair ce qui était obscur, visible ce qui était caché, afin que la justice soit transparente et donc vraie.

Voilà pourquoi vous n'êtes pas que des techniciens mais aussi, et surtout, d'irremplaçables collaborateurs associés à l'œuvre même de justice.

Voilà pourquoi vous méritez l'hommage que j'ai tenu à venir vous rendre par ma présence parmi vous.

Vous me permettrez de distinguer aujourd'hui l'un d'entre vous qui a œuvré avec une totale réussite, j'en porte témoignage, pour que votre profession, qu'il représente avec tant de brio, continue, à travers toutes ses mutations, à incarner cet idéal de compétence et de clarté.

Monsieur le Président Feuillet qui présidez aujourd'hui pour la dernière fois ce Congrès, permettez-moi de vous complimenter très chaleureusement pour l'excellence de votre action et aussi de vous dire tout simplement merci car vous aurez été dans vos fonctions un irremplaçable artisan de justice.

Vous l'avez été par les efforts que vous avez personnellement déployés pour améliorer la technique comptable, l'efficacité de l'expertise, et les rapports entre l'expert et le

magistrat. Je vous rends d'autant plus hommage que cette œuvre n'aurait jamais été aussi fructueuse, sans le rayonnement et la richesse de votre personnalité qui vous a valu d'occuper une place éminente au sein des plus prestigieuses instances de votre profession tant nationale qu'euro-péenne et mondiale.

Encore un mot pour souligner le grand intérêt que suscite chez moi, comme chez beaucoup de mes collègues pénalistes, le thème que vous avez choisi.

Les différents marchés boursiers ont en effet pris dans la vie de la cité une importance considérable.

Ils sont devenus des instruments de gestion privilégiés pour les acteurs économiques qui s'y financent par le capital ou l'emprunt ou s'y couvrent des risques de taux ou de change.

Au départ réservés à un petit cercle d'initiés, ils se sont maintenant ouverts à un nombre d'épargnants toujours plus grand, actuellement plus de 8 millions.

C'est dire la nocivité majeure que présentent de nos jours les déviations boursières.

A cet égard, il est certain que la valeur fondamentale qui doit être protégée est la transparence de l'information.

L'intitulé de la dernière loi boursière dite par ses auteurs « loi sur la transparence et la sécurité financière » en témoigne.

Il convient en outre d'assurer à tous les acteurs de ces marchés une stricte égalité de traitement.

J'observe d'ailleurs que la réflexion éthique s'est récemment développée dans ce domaine, notamment à travers les travaux de différentes commissions comme la commission « Brac de la Perrière ».

J'ai remarqué également une montée en puissance des institutions de marché comme la COB et un développement de la réglementation à l'initiative d'organes de marché comme la Société des Bourses Françaises.

Il est donc normal et nécessaire, eu égard à l'extrême importance des valeurs sociales en cause, que l'arme pénale vienne, en complément d'autres, prévenir et sanctionner, que ce soit par le biais d'incriminations boursières spécifiques qui répriment les entraves apportées au fonctionnement des marchés ou par celui d'incriminations issues du droit des sociétés ou même du droit commun, abus de confiance ou escroquerie par exemple.

Je note d'ailleurs que cette matière illustre parfaitement mon propos d'il y a un instant. Seul l'expert comptable pourra, par une analyse rigoureuse, retrouver dans les différents comptes d'une société la trace de la falsification commise pour désinformer le marché.

Ce faisant il participera activement, je l'ai déjà dit, à l'œuvre de justice, car il contribuera à restituer la transpa-

rence et à instaurer l'égalité qui doit être, à nous magistrats, notre but.

Sachant le concours que vous nous apportez, sachant tout le secours que nous vous devons dans les affaires difficiles et complexes auxquelles nous avons à nous affronter, c'est bien pour cela que nous apprécions d'autant plus ces instants privilégiés de rencontre et d'étude que vous nous réservez chaque année. Je vous remercie.

(Applaudissements)

J'ai l'impression d'être un usurpateur, car je me suis non pas emparé du siège du Président que l'on m'a obligamment confié, mais je dois dire que je me sens tout de même un peu gêné de l'avoir ravi à mon collègue et ami Bézard dont chacun apprécie, je le disais tout à l'heure, la haute stature en matière financière au point qu'on vient même de l'étranger lui demander des conseils. Donc si vous le voulez je vais essayer de présider sous le contrôle étroit de M. Bézard et vais donc donner la parole à M. Cailliau qui va faire l'exposé des cas pratiques d'expertises comptables judiciaires.

CAS CONCRETS D'EXPERTISES

présentés par

Monsieur Jean-Claude Cailliau

Expert agréé par la Cour de cassation



Des expertises pourront, ainsi qu'on l'a vu, être demandées par la COB, mais eu égard à l'existence à l'intérieur de la COB, d'un service spécialisé, on peut penser que les missions confiées à des experts judiciaires en matière de délits boursiers proviendront essentiellement des tribunaux.

Les tribunaux pourront être saisis :

- soit par la COB, comme suite à une enquête préalable par elle effectuée,
- soit sur plainte d'une partie civile, plainte pouvant en particulier émaner d'une association d'actionnaires apte à se porter partie civile.

Mais, quelle que soit leur origine, les missions pourront avoir un contenu assez semblable.

1^{er} Cas

« Bouilloire » et initiés

A. — *Les faits constatés de l'extérieur*

Le titre T coté sur le marché à règlement mensuel de la Bourse de Paris a un marché relativement étroit, de l'ordre de 3 000 transactions quotidiennes ; le nombre des transactions augmente brusquement ; le cours passe de 171 à 197 F soit + 15 % en 3 bourses. Puis le marché redevient calme et le cours se replie à 184,10 à la bourse suivante.

Quelque temps plus tard, le marché connaît une nouvelle effervescence qui se traduit par une hausse sensible du titre ; trois jours plus tard, un journaliste dont les analyses souvent perspicaces font autorité, publie une chronique très

favorable à l'achat du titre en question et la hausse se prolonge quelque peu. Après une accalmie se manifeste une nouvelle flambée ; quelques jours après, on apprend que la société concernée est l'objet d'une OPA.

B. — *Ce qui s'est produit*

1. Première effervescence

Un gestionnaire de portefeuilles et deux étudiants se concertent pour agir sur le marché boursier.

A l'aide de leurs cartes d'identité ou de cartes d'identités volées, recelées ou falsifiées, ils se font ouvrir quelques comptes bancaires sous leur nom ou au nom des identités usurpées, comptes qu'ils alimentent par des chèques sans provision tirés sur certains comptes et déposés sur d'autres.

Parallèlement ils se font ouvrir, aux mêmes identités, 84 comptes chez 31 sociétés de bourse.

En 3 journées de bourse ils passent entre 12 h 30 et 14 h de multiples ordres d'achat à exécution immédiate sur le titre T et ceci directement au box pour éviter que soit vérifiée la position des comptes en cause ; ceci pour 46 000 titres au total ; parallèlement des ordres de vente sont passés pour 11 000 titres.

Cette technique, dite de la « bouilloire », consiste à manipuler rapidement à la hausse une valeur dont le marché est étroit et sensible en passant de très nombreux ordres d'achat pour persuader les spéculateurs de l'imminence d'une opération sur le titre et les amener ainsi à entretenir la hausse ; les manipulateurs passent alors des ordres de vente et retirent les fonds obtenus.

Au cas particulier, les opérations n'ont pu être menées à leur terme par les trois intéressés du fait des investigations immédiatement entreprises par certaines sociétés de

bourse, compte tenu du défaut de couverture en titres ou en espèces des comptes concernés, si bien que, comme indiqué plus haut le cours est retombé.

2. Deuxième effervescence

Le journaliste dont les analyses faisaient autorité s'était engagé auprès de son journal à ne pas faire connaître avant parution le contenu de ses articles. En contradiction avec cet engagement il avait pris un accord avec un gestionnaire de portefeuilles : le journaliste faisait connaître au gestionnaire ses conclusions et le gestionnaire faisait acheter des titres par ses clients ; les deux associés se partageaient le fruit de l'opération.

3. Troisième effervescence

Un conseil consulté à l'occasion de la préparation de l'OPA achète des titres. Quelques jours plus tard c'est l'imprimeur des documents préparatoires de l'OPA qui procède de même : les documents lui avaient été communiqués sans mention du nom de la société cible, mais divers recoupements lui avaient néanmoins permis de l'identifier. Cet imprimeur fait acheter également des titres par quelques amis dont l'un, qui gère une SICAV, en fait acheter par celle-ci.

C. — Mission confiée aux experts

Essentiellement :

- décrire les opérations litigieuses et les circonstances de leur réalisation,
- chiffrer les préjudices subis,
- signaler toutes irrégularités.

1. Première partie de l'exécution de la mission : l'analyse des opérations litigieuses

Le titre dont on présume que le marché a été manipulé est par hypothèse connu, ainsi que la durée, généralement brève, de la période d'effervescence.

a) Première effervescence (bouilloire)

Un premier problème est de détecter les sociétés de bourse chez lesquelles ont pu être passés des ordres perturbateurs ; l'indice déterminant en la matière est le volume de leurs transactions à l'achat, puisque la manipulation consiste par hypothèse à gonfler le volume des achats.

A l'intérieur de chaque société de bourse concernée, il convient de détecter les transactions intéressantes ; ici encore le volume des transactions est une donnée essentielle, mais un discernement est nécessaire car il faut distinguer les ordres émanant des manipulateurs de ceux émanant de suiveurs ; à cet égard la chronologie est importante, les manipulateurs précédant les suiveurs, mais les périodes d'intervention des uns et des autres risquent de s'interpénétrer ; d'autres indices peuvent donc être recherchés, par exemple la date à laquelle a été ouvert le compte du donneur d'ordre, le profil habituel du compte, la contrepartie de l'opération (un compareur pouvant jouer le rôle d'accompagnateur).

Les comptes des manipulateurs une fois identifiés, une présentation synoptique des opérations réalisées permettra de mettre en évidence la stratégie des manipulateurs, et donc au juge de caractériser le délit.

b) Deuxième effervescence (le journaliste)

Un dépouillement des ordres d'achat exécutés pendant la période d'effervescence est ici encore nécessaire. Un dépouillement exhaustif serait lourd eu égard à l'existence de petits ordres. La règle dite des 20 - 80 (en dépouillant 20 % des ordres — les plus importants — on observe 80 % des mouvements) est heureusement généralement applicable. L'examen des comptes des acheteurs ainsi identifiés permet de connaître le profil habituel de leurs interventions sur le marché et de voir ainsi si les opérations suspectes y prennent normalement place ou au contraire se singularisent.

Au cas particulier, le dépouillement permet de constater qu'une part importante des achats avait été réalisée par le même gestionnaire.

Le fait que ces achats avaient été suivis peu après par la parution d'une chronique louangeuse conduisit à examiner si d'autres opérations analogues ne s'étaient pas produites à l'occasion d'autres chroniques.

Un dépouillement des achats importants ayant précédé les autres chroniques permet de constater que des achats avaient alors été effectués par des clients du même gestionnaire.

Ce rapprochement permet donc de conclure à l'existence d'une connexité entre les achats du gestionnaire et la parution ultérieure des chroniques du journaliste.

c) Troisième effervescence (le conseil et l'imprimeur)

Ici encore l'opération préalable nécessaire a été le dépouillement des achats et l'examen des comptes des acheteurs.

La première vague d'achats est apparue comme émanant pour l'essentiel d'une personne physique ; l'audition des dirigeants sociaux a permis de savoir que cette personne était intervenue comme conseil pour préparer l'opération.

La vague d'achats suivante a été plus difficile à analyser car plusieurs acheteurs étaient intervenus et l'existence d'un lien entre eux n'était pas évidente.

Leur audition a été nécessaire en vue de découvrir quel avait été le fait générateur de leurs achats simultanés ; ce sont leurs déclarations qui ont permis de déceler que l'homme pivot était l'imprimeur.

2. Deuxième partie de l'exécution de la mission : l'appréciation des préjudices subis

a) *Préjudices causés aux sociétés de bourse par l'opération de bouillioire*

Ces préjudices ont été assez faciles à chiffrer car résultant pour l'essentiel du dégonflage, à un cours dégonflé, des opérations initiées par les manipulateurs et correspondant en définitive aux soldes débiteurs, irrécouvrables, des comptes ouverts à leur nom ou à des identités empruntées.

Mais on peut observer que dans une opération de bouillioire, non pas avortée comme ici mais réussie, menée par des manipulateurs solvables, les sociétés de bourse pourraient ne subir aucun préjudice car il ne se manifesterait aucune défaillance.

b) *Préjudices causés aux opérateurs sur le marché*

L'appréciation de ces préjudices est plus délicate.

• *Concernant l'opération de bouillioire*

Il s'agit ici du préjudice subi par les suiveurs abusés qui auront acheté les titres à des cours artificiellement gonflés et déboucleront en perte leurs opérations. Il est aisé de déterminer le cours d'achat supporté par les intéressés, il est moins d'apprécier le cours de sortie correspondant : les titres peuvent en effet être toujours en portefeuille, mais même s'il ont été cédés, à moins que ce ne soit immédiatement après la retombée de la vague de spéculation, il pourra être difficile de déterminer la part de perte résultant de la manipulation et celle liée à d'autres causes d'évolution des cours ; finalement, le plus juste serait sans doute de considérer comme cours de référence le dernier cours coté avant le début de la manipulation, le préjudice correspondant alors au surprix payé du fait des acquisitions opérées à des prix gonflés.

Mais nous n'avons pas eu connaissance que des manipulateurs aient été condamnés à réparer de tels préjudices.

• *Concernant les agissements du chroniqueur*

Ici il y a des gagnants et des perdants.

Les gagnants ont été les titulaires des comptes gérés à qui leur gestionnaire a fait faire de bonnes affaires. Mais est-il envisageable de leur demander de restituer cet enrichisse-

ment indu ? On observe que ces gagnants n'étaient nullement au courant du mécanisme permettant à leur gestionnaire de se révéler particulièrement performant. Par ailleurs, ils ont pu consommer ces bénéfices et la restitution pourrait se révéler douloureuse, plus encore si ces bénéfices ont fait l'objet d'une imposition.

En ce qui concerne les perdants l'appréciation du préjudice n'est pas évidente : certains d'entre eux étaient déterminés à vendre aux dates où ils ont vendu, l'arrivée à ce moment d'acheteurs initiés n'a pu que leur faciliter la vente et même leur permettre de vendre à un cours légèrement amélioré ; pour d'autres par contre, c'est l'apparition des premières hausses qui a pu les inciter à vendre et ceux-ci ont alors été privés des possibilités de vendre au nouveau niveau des cours qui a prévalu après la parution de la chronique.

Je n'ai pas connaissance d'une jurisprudence en la matière.

• *Concernant les agissements du conseil et de l'imprimeur ou de ses amis ayant acheté dans les jours précédant l'OPA*

Les mêmes observations que ci-dessus peuvent être formulées ; la situation est néanmoins un peu plus claire, car il est plus facile d'identifier les effets sur les cours d'une OPA que ceux d'une chronique boursière.

c) *Observation générale concernant les préjudices*

A côté des préjudices dont on vient de parler et que l'on pourrait qualifier de « privés » il existe un préjudice public, car les agissements en cause sont évidemment de nature à engendrer chez les opérateurs potentiels une perte de confiance dans l'efficacité du marché. Ce préjudice paraît impossible à chiffrer ; il trouve, si l'on peut dire, sa contrepartie dans l'amende pénale appelée à être mise à la charge des auteurs des délits.

3. Troisième partie de l'exécution de la mission : signaler toutes irrégularités

A l'occasion de l'examen des comptes de la SICAV gérée par l'ami « C » de l'imprimeur, l'attention des experts fut attirée par l'existence d'opérations de réméré paraissant suspectes car traitées à des cours très supérieurs à ceux du marché. Mission leur ayant été donnée de signaler toutes anomalies, les experts rendirent compte au juge. Parallèlement, ce juge fut saisi d'une plainte émanant d'un particulier qui avait donné à ce même C le mandat de gérer son important portefeuille obligataire, portefeuille dont les pertes avaient absorbé la plus grande partie.

Une mission complémentaire fut confiée aux experts.

D. — Mission complémentaire confiée aux experts

Cette mission fut essentiellement de :

- décrire les opérations de rachat réalisées par le fonds et la manière dont elles ont été comptabilisées chez les cédants et chez la SICAV acquéreur,
- décrire la stratégie suivie par le mandataire dans la gestion du portefeuille obligataire du plaignant et rechercher si des opérations analogues à celles développées pour le compte du plaignant n'ont pas engendré sur d'autres comptes des bénéfices qui pourraient être en corrélation avec les pertes subies par le plaignant.

1. Opérations de rachat

Comme on le sait, celui qui vend à rachat conserve la faculté de racheter, dans un délai prévu, le bien par lui vendu. En pratique, dans le domaine des ventes à rachat de titres à des OPCVM, le rachat est systématiquement opéré ; l'OPCVM perçoit une indemnité de rachat.

Ici une société financière vendait des titres à rachat à la SICAV dont la société de bourse était dépositaire ; elle faisait bénéficier la SICAV d'indemnités de rachat avantageuses ; ceci permettait à la SICAV d'obtenir de bonnes performances, de recevoir dès lors d'importantes souscriptions, souscriptions qui lui permettaient une heureuse croissance. Par ailleurs, conformément aux usages, la société financière procédait le moment venu aux rachats de titres par elle précédemment vendus.

Comment comptabiliser de telles opérations ?

Traditionnellement, les ventes sous condition résolutoire sont comptabilisées comme si la condition n'existait pas.

Or les ventes à rachat sont des ventes sous condition résolutoire.

Les ventes à rachat « classiques » — c'est-à-dire celles pour lesquelles, contrairement à l'usage qui prévaut en matière de rachat boursier, le rachat n'est pas opéré systématiquement — sont donc comptabilisées comme des ventes qui ne seraient pas assorties de conditions.

Cette solution paraît parfaitement prudente car celui qui vend à rachat va non seulement percevoir son prix — comme un vendeur ordinaire — mais conserver une faculté de rachat ; il est donc dans une situation au moins équivalente à celle d'un vendeur ordinaire qui ne bénéficie pas de cette faculté.

Dès lors, si la vente à rachat dégage chez le vendeur une plus-value celle-ci peut parfaitement être considérée comme un bénéfice réalisé ; en effet le vendeur ne procédera au rachat que si cette opération lui procure un bénéfice

supplémentaire, ce qui sera le cas si la valeur du bien a augmenté depuis la vente à rachat.

En matière de rachat boursier, il n'en est pas de même du fait que le rachat est systématiquement opéré, et ceci que le cours des titres vendus ait monté ou baissé.

Si la vente a dégagé chez le vendeur une plus-value, celle-ci est en effet destinée à être effacée et ne saurait dès lors être considérée comme un bénéfice réalisé.

Le seul profit qu'aura le vendeur, c'est le produit du placement qu'il aura fait du prix reçu, diminué de l'indemnité de rachat qu'il versera à l'acquéreur, donc un simple différentiel entre produits financiers et charges financières.

Le Conseil National de la Comptabilité a d'ailleurs émis un avis préconisant ce mode de comptabilisation.

Les experts avaient donc à rechercher quel avait été le mode de comptabilisation retenu et s'il correspondait bien à la nature des opérations de rachat engagées.

Ainsi, s'il s'agit de rachat boursier et si la société vendeuse a néanmoins inclus dans ses résultats les plus-values appelées à disparaître, les experts seront amenés à conclure que les comptes de la société ne donnent pas une image fidèle de son résultat.

Ainsi, le choix du mode de comptabilisation dépend du point de savoir si le vendeur fera ou non un usage systématique de la faculté de rachat ; n'est-on pas dès lors, tant que le vendeur n'a pas exprimé son choix, dans une situation d'incertitude ?

Ce pourrait être le cas s'il s'agissait d'une opération isolée, mais tel n'était pas le cas en l'espèce.

Il convient donc d'apprécier la nature des opérations de rachat engagées.

A cet égard, si les contrats de vente à rachat sont accompagnés d'un autre contrat par lequel le vendeur s'engage à racheter, la situation est claire, on est dans le cas du rachat dit plus haut « boursier » et il ne saurait alors, on l'a vu, être enregistré d'autre profit que le différentiel entre le rendement des fonds reçus et le coût de l'indemnité de rachat.

Mais en pratique ces contrats n'existent pas ou ne sont pas produits.

Il faudra dès lors que les experts déterminent à partir de l'examen des opérations réalisées, quelle était l'intention commune des parties.

S'il apparaît que toutes les ventes à rachat précédentes ont été suivies d'un rachat, même dans les cas où le rachat était défavorable pour l'acquéreur les titres vendus à rachat ayant baissé, il sera possible d'en déduire que la commune intention des parties était que l'acheteur opère systématiquement le rachat.

Mais ne subsisterait-il pas un doute dans l'hypothèse où tous les rachats se seraient révélés favorables au cédant ?

On ne saurait en effet alors prévoir à coup sûr quelle serait son attitude devant la perspective d'un rachat défavorable.

Il y aurait effectivement une incertitude s'il n'était pas notoire que ces opérations de réméré boursier sont d'un usage constant si bien qu'on comprendrait mal qu'un OPCVM accepte de courir le risque de voir certains rachats ne pas s'opérer et de rester ainsi propriétaire de titres ayant par hypothèse perdu de la valeur — puisque le vendeur rachèterait évidemment les titres en hausse — alors que la concurrence est susceptible de lui proposer des ventes à réméré ne comportant pas ce risque.

A défaut même de certitude absolue — l'avenir est rarement totalement sûr — il est clair que l'entreprise vendeuse ferait preuve de la plus grande imprudence en considérant comme réalisées des plus-values dont la disparition serait quasiment certaine.

Symétriquement, chez l'OPCVM, le seul élément à comptabiliser en produits est l'indemnité de réméré puisque, sous réserve de cette indemnité, les titres sont appelés à retourner chez le vendeur à un prix égal à leur prix d'entrée.

Encore faut-il que l'OPCVM soit sûr, d'une part, que le cédant est solvable et, d'autre part, que le cédant ne cherchera pas à fuir son engagement si un jour un rachat devait lui faire subir une perte sévère.

Si un doute venait à poindre, une provision serait normalement à constituer. Afin de réduire ce risque, les OPCVM exigent fréquemment que les titres leur soient vendus à un prix inférieur à leur valeur de marché car on est alors plus sûr que le cédant les reprendra.

Or, au cas particulier, comme on l'a vu plus haut, les titres étaient vendus non pas à un prix inférieur à leur valeur de marché mais à un prix supérieur.

Les travaux d'expertise permirent de constater que la société financière avait subi sur d'autres opérations d'importantes pertes ; pour combler celles-ci, au moins en écritures, elle vendait à la SICAV les titres qu'elle avait en portefeuille à un prix supérieur à leur cours, dégagant ainsi des plus-values qu'elle incorporait dans ses produits, contrairement aux règles précédemment rappelées ; lorsqu'elle procédait au rachat la plus-value se trouvait gommée mais immédiatement remplacée par une nouvelle, celle-ci résultant d'une opération de réméré réalisée à un prix encore augmenté, ceci pour faire face aux pertes courantes qui n'avaient pas manqué de croître dans l'intervalle.

Si l'on comprend dès lors que le vendeur ait voulu vendre en réméré à un cours supérieur au prix de marché, on comprend moins que la SICAV l'ait accepté ; l'expertise a constaté que le dirigeant de la SICAV avait des intérêts personnels dans la société financière vendeuse.

Cette SICAV était en fait dans une situation assimilable à celle d'un prêteur qui aurait accepté comme garantie des biens largement surestimés.

Une catastrophe n'aurait pu être évitée si une plus-value immobilière quasiment inespérée n'était venue in extremis rééquilibrer la situation.

On en retiendra en particulier que la comptabilisation des opérations de réméré peut nécessiter une analyse attentive et que ces opérations ne sont pas nécessairement sans risques.

2. Gestion du portefeuille obligataire

Il ressortit des déclarations reçues des intéressés que c'est par mandat verbal que le particulier avait confié à C la gestion de son portefeuille obligataire ; il avait précisé que la gestion devait être prudente. En fin d'année, peu après le début de la gestion, le particulier reçoit un décompte faisant ressortir une plus-value non négligeable ; puis le nombre des opérations augmente mais rien n'attire l'attention de l'intéressé jusqu'à la réception du décompte semestriel suivant qui fait, lui, ressortir une perte importante.

C ne s'était pas contenté d'opérer des opérations de couverture, mais avait engagé des opérations fortement spéculatives qui avaient mal tourné.

Par ailleurs, le particulier pense que des contrats qui se sont révélés perdants lui ont été attribués indûment en fin de journée.

Une première tâche des experts, malaisée eu égard à des défauts d'organisation, a été de réunir l'ensemble des documents relatifs aux opérations concernant le plaignant.

La comparaison entre cette documentation et celle qu'avait reçue le plaignant a ensuite été opérée.

Il est apparu en particulier que plusieurs comptes avaient été ouverts au nom du plaignant et que l'intéressé ne recevait que le relevé de son compte principal et de son compte Matif.

L'étude de la stratégie suivie par le mandataire a permis de constater qu'à l'origine les opérations réalisées sur le Matif étaient des opérations de couverture puis que, lorsque l'intéressé, rassuré par les résultats favorables dont il avait été informé en fin d'année, a cessé de suivre régulièrement son compte, les opérations sont devenues spéculatives, ne couvrant pas le risque couru sur le portefeuille d'obligations mais au contraire l'accentuant fortement.

Cet examen a également permis de remarquer des opérations isolées n'allant pas dans le sens de la stratégie généralement suivie.

Ont été ainsi identifiées des opérations de *trading* (achats pour revendre dans un cours délai, voire dans la journée) et de *spreading* (achats d'une échéance jugée bon marché et reventes simultanées d'échéances jugées chères, avec l'espoir que les cours se rééquilibreront).

Comme demandé par le magistrat instructeur, les investigations ont ensuite porté sur les comptes largement béné-

ficiaires afin de voir s'il n'existait pas quelque corrélation entre les pertes de l'un et les bénéfices d'autres.

Quelques comptes furent particulièrement examinés.

Tout d'abord un compte ouvert au nom d'une société X.

Les opérations portées au compte de cette société étaient essentiellement des opérations ouvertes et dénouées le jour même, et toujours avec bénéfice.

Une habileté aussi insigne ne pouvait qu'être suspecte, tout donnant à penser que les opérations n'étaient affectées à ce compte qu'en fin de journée, donc à coup sûr.

Un rapprochement journée par journée des opérations portées au compte de cette société et de celles portées au compte du plaignant permit de constater que le compte de la société se voyait attribuer les meilleurs achats et les meilleures ventes, le plaignant héritant de son côté d'autres opérations. Les opérations ainsi affectées au compte du plaignant correspondaient d'ailleurs pour l'essentiel aux opérations n'entrant pas dans la stratégie générale développée le concernant. Il apparut toutefois que les bénéfices réalisés sur les opérations au jour le jour par la société étaient d'un montant sensiblement double des pertes symétriquement subies par le plaignant en la matière ; ceci conduit à penser que d'autres clients avaient également été désavantagés.

Un examen exhaustif des écritures portées au compte de la société révéla l'inscription sur ce compte d'opérations concernant des salariés de la charge ; il existait donc une communauté d'intérêt entre cette société et les salariés en question, plus précisément on peut penser que le compte ouvert par la ladite société l'était en fait pour leur compte.

Il apparut que des comptes ouverts à d'autres employés avaient également bénéficié d'opérations au jour le jour systématiquement gagnantes.

E. — Conclusion

On voit que la réalisation de telles expertises peut demander des recherches laborieuses ; elle demande aussi aux experts une bonne connaissance des opérations traitées — ce Congrès y contribuera — et de la perspicacité. En contrepartie, ces expertises devraient permettre aux magistrats de recueillir des informations pertinentes dans un domaine où l'appréciation est souvent délicate, contribuant ainsi à une bonne administration de la justice.

M. Bézio : Nous allons faire une pause pour permettre aux auditeurs de poser des questions.

Un intervenant : La COB peut faire appel à tout technicien et à tout expert de son choix pour engager des enquêtes qu'elle décide d'ouvrir. Il y aurait aujourd'hui plus de 80 enquêtes en cours alors que le nombre d'enquêteurs de la COB serait de l'ordre d'une vingtaine. Pourquoi la COB

ne fait-elle pas appel aux experts-comptables judiciaires compétents, tant sur le plan juridique, comptable, économique et financier ?

Une deuxième question : un épargnant subit une perte de 50 % de son épargne qu'il avait confiée à un banquier avec mandat de gestion ? Peut-il engager, avec une chance de succès, une procédure pénale pour abus de confiance ?

Je me permets, M. le Président, de laisser à votre appréciation le soin de désigner l'autorité chargée de répondre.

M. Bézio : Quelle est l'autorité chargée de répondre faisant acte de volontariat ? Monsieur Bardy, acceptez-vous de nous donner quelques renseignements, je présume assez clairement quelle va être la réponse.

M. Bardy : Tout d'abord une correction : la COB ne dispose pas de 20 enquêteurs, elle en a un peu plus d'une quarantaine. C'est un volume significatif au regard des 80 et quelques enquêtes qui sont diligentées par elle. Pourquoi ne fait-elle pas appel plus fréquemment à des experts ?

La première raison est d'abord que ces enquêtes tendent plutôt à défricher des terrains qui sont moins des terrains de nature comptable que des terrains d'initiés ou de manipulation des cours. D'autre part, très souvent et même la plupart du temps quand il y a constatation de délit, la COB transmet ensuite ce dossier à la justice à qui il appartient ensuite de prendre la responsabilité de désigner les experts.

Il y a une autre raison qui est une raison de nature financière. Nous avons eu recours à de telles expertises, en particulier dans un cas très spécifique qui était celui d'une société qui était candidate en introduction sur le second marché. Il nous est apparu que cette société ne présentait peut-être pas toutes les garanties pour l'épargne publique et donc nous avons eu recours à cette expertise. Or, c'est une expertise qui a coûté assez cher à la COB, mais dont nous nous réjouissons en tout cas du résultat parce qu'elle a conduit les dirigeants de cette société à renoncer à solliciter leur inscription.

Notre rôle encore une fois, c'est un problème plus général, n'est pas de nous substituer à l'autorité judiciaire. L'autorité judiciaire a sa responsabilité, elle a recours aux experts judiciaires ; elle demande beaucoup de temps, temps qui en ce qui nous concerne nous est plutôt compté. Notre rôle est plutôt un rôle en amont des procédures.

Nous souhaitons travailler davantage sur des opérations qui sont des opérations d'initiés, de manipulation, qui n'exigent pas le recours systématique à ce type d'expertise.

M. Béziot : Je vous remercie. Pour ce qui concerne la deuxième question, pourriez-vous la rappeler d'un mot je vous prie ?

Même intervenant : Un épargnant subit 50 % de perte de son épargne confiée à un banquier sur mandat de gestion. Est-ce qu'il a des chances d'aboutir à un recouvrement de ses pertes à l'issue d'une instance pénale pour abus de confiance ?

M. Cailliau : Cela me paraît assez difficile, car le gestionnaire n'a pas une obligation de résultat. Si l'on veut une obligation de résultat, il conviendra d'avoir recours non pas à un mandat, mais à un autre instrument, par exemple des contrats sur indice ou autres produits financiers plus ou moins complexes.

S'il s'agit d'un mandat, il peut avoir des résultats favorables ou défavorables.

D'ailleurs, on l'a observé, des gestionnaires habiles certaines années dans certaines circonstances, se trouvent d'autres années en bas du « classement ». Cela montre que la qualité de performance d'un gestionnaire n'est pas une caractéristique qui lui est définitivement « collée à la peau » à travers toutes les fluctuations qui peuvent exister. Il y a des moments où l'on « voit le coup venir » et d'autres où l'on passe à côté, même les meilleurs gestionnaires.

Donc, d'une façon générale il paraît difficile de considérer qu'il peut y avoir une infraction pénale pour un manque de performance d'un gestionnaire. Ce qui peut arriver, c'est qu'il y ait des circonstances particulières qui donnent à penser que derrière l'opération « banale » d'une gestion de portefeuille, il ait pu y avoir d'autres opérations. Supposons par exemple que le banquier ait « casé » dans le compte à gérer des titres d'une société qu'il savait, parce qu'elle était son client, en difficulté (je prends un cas un peu « gros »). A ce moment-là, il y aurait un argument disant que le gestionnaire a manqué à la confiance que le client avait placée en lui ; il n'a pas géré dans l'intérêt de son client mais dans son propre intérêt.

On voit qu'il peut y avoir une question d'espèce, et on ne peut pas répondre systématiquement de façon positive à la question que vous posez.

M. Oriol : La responsabilité du gestionnaire ne doit pas être recherchée sur le seul terrain pénal. Ce que recherche en effet le client ce n'est pas tant la punition du gestionnaire fautif que son indemnisation par celui-ci.

Il faut donc d'abord penser à la responsabilité civile du gestionnaire. Il a exécuté un mandat. A-t-il rempli ses obligations de mandataire ? Celles-ci dépendent évidemment du contenu du mandat, des clauses du contrat.

Mais quel que soit le contenu du mandat, le mandataire doit apporter à l'exécution de sa mission tous les soins qu'elle exige. Dans notre cas, tous les soins que l'on est en droit d'attendre d'un gestionnaire avisé.

Si le résultat de la gestion du portefeuille d'un client est sensiblement inférieur à la moyenne de ce qu'ont obtenu les autres gestionnaires professionnels ou ce même gestionnaire pour d'autres clients, la preuve d'une faute contractuelle sera établie qui permettra l'indemnisation que recherche l'épargnant grugé ou malheureux.

M. Bézio : On peut donc retenir de ceci que tout est cas d'espèce et que tant au plan civil que pénal, tout est affaire de circonstances. On ne pourrait répondre à votre question que cas par cas.

M. Bézard : Dans le sens de ce que vient de dire M. le Premier Président, je rappelle qu'à ce propos on a évoqué ce matin qu'il y a des références très intéressantes à faire aux règles déontologiques qui ont été établies par les professionnels eux-mêmes et qui donnent un catalogue d'obligations auxquelles les gestionnaires sont tenus. Il en est ainsi de la gestion qui doit être effectuée dans l'intérêt des clients, et de l'énumération des moyens dont ils doivent disposer (il existe en effet des organismes qui reçoivent des fonds de clients et qui n'ont pas les moyens techniques d'opérer sur des marchés difficiles comme le Matif ou le Monep.

Donc le client qui aurait des difficultés avec son banquier ou sa société de bourse serait bien avisé, lui ou son conseil, de se reporter à ces règles déontologiques qui sont à l'heure actuelle une bible extrêmement précieuse qui pourrait servir pour les experts et les tribunaux à faire ce droit nouveau des relations entre le client et son gestionnaire. Cela peut être pénal comme civil mais disons que cette déontologie est quelque chose de fondamental.

M. Dana : J'ai sous les yeux un arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation rendu le 5 novembre 1991 sous la présidence de M. Bézard, qui est paru dans la *Gazette du Palais* de septembre 1992. Cet arrêt fait allusion à ce cas bien précis, en matière civile, comme le disait M. le Premier Président Oriol et non pas en matière pénale. L'arrêt indique que la banque, même en dehors de tout mandat, a une obligation de conseil et d'information quand il s'agit d'opérations initiées par son client et qui se trouvent être des opérations éminemment spéculatives. La banque a quand même, en l'absence de tout mandat, une obligation d'information notamment en ce qui concerne les opérations spéculatives sur le marché à terme.

M. Cailliau : Nous allons maintenant traiter le deuxième cas, « un émetteur ».

2^e Cas

Un émetteur

A. — *Les faits constatés de l'extérieur*

Une société cotée M ayant une activité importante dans le domaine des services et du bâtiment et des travaux publics a deux filiales F1 et F2, têtes de deux sous-groupes, l'un dans l'activité services et l'autre dans l'activité bâtiment.

La mère et les deux filiales sont toutes les trois des sociétés cotées. Le groupe est en voie de croissance, en particulier par voie d'acquisition d'entreprises concurrentes. Depuis deux ans, les courbes retraçant les cours des actions des trois sociétés sont clairement ascendantes ; pendant cette période ont lieu divers appels au public émanant des

trois sociétés ; ils se déroulent favorablement, les perspectives paraissant bonnes. Peu de mois après le dernier appel au public de la société-mère, celle-ci communique une mauvaise nouvelle : le résultat consolidé de l'exercice en cours sera largement déficitaire alors que quelques mois plus tôt la perspective de résultat consolidé annoncée était encore celle d'un important bénéfice ; puis les nouvelles deviennent de plus en plus alarmantes ; en définitive, la société-mère est contrainte de déposer son bilan.

B. — *Ce qui s'est produit*

Une partie substantielle du capital de la société-mère était détenue par une société non cotée dont la quasi-totalité du capital appartenait à deux personnes physiques ayant joué un rôle important dans le développement du groupe et en assurant encore la direction générale.

La société-mère s'était fait autoriser par son assemblée à opérer en bourse sur ses propres actions en vue d'en régulariser le marché.

La société de tête non cotée (hors du périmètre de consolidation) et la société-mère cotée avaient acquis de façon très suivie des titres de la société-mère et de ses filiales, ceci avait bien entendu contribué à la tendance haussière des cours des trois sociétés cotées ; par ailleurs avaient été opérées d'importantes ventes de titres à des sociétés hors groupe (société de tête non cotée ou sociétés tierces) et ces transactions avaient engendré au cours du dernier exercice clos d'importantes plus-values, lesquelles avaient très largement contribué à la formation tant du bénéfice consolidé que du bénéfice ressortant des comptes individuels de la société-mère. Les résultats prévisionnels annoncés à l'occasion du dernier appel au public se situaient dans le prolongement de ceux des exercices précédents et incluaient donc des perspectives de résultats exceptionnels.

Par ailleurs, les résultats courants s'étaient détériorés ; enfin, des résultats déficitaires de sous-filiales à l'étranger n'avaient été qu'insuffisamment pris en compte.

Enfin, certains dirigeants avaient opéré des achats et des ventes de titres des sociétés cotées et avaient dégagé à cette occasion des plus-values non négligeables.

C. — *Mission confiée aux experts*

Essentiellement :

- apprécier si les derniers comptes publiés donnaient une image fidèle du résultat de l'exercice,
- apprécier si des résultats exceptionnels n'ont pas été présentés comme courants, faussant ainsi l'opinion que

pouvaient avoir les lecteurs des comptes quant à l'appréciation du rendement de l'activité,

- apprécier les informations financières publiées,
- décrire les interventions opérées sur le marché des titres M, F1 et F2, recueillir les éléments permettant d'apprécier si ces interventions avaient pour objet de régulariser les cours ou avaient au contraire d'autres objets, déterminer selon les méthodes habituelles les valeurs des actions M, F1 et F2, déterminer si les plus-values réalisées sur les ventes d'actions F1 et F2, plus-values qui ont contribué à la formation des résultats du dernier exercice clos avant la cessation des paiements, étaient réelles ou si elle résultaient de manipulations de cours, et relever si toutes les déclarations de franchissements de seuils ont bien été déposées et, en cas d'absence de déclaration, relever les éléments permettant d'apprécier si ces omissions ont pu être délibérées,
- concernant les opérations sur titres réalisées par les dirigeants : les décrire, les situer par rapport aux interventions de M sur le marché de ces titres, indiquer les informations dont les intéressés disposaient et dont ne disposait pas le public sur les résultats, les perspectives de leur évolution et sur les perspectives d'évolution du titre ; relever les éléments permettant d'apprécier les raisons invoquées par les intéressés pour expliquer leurs reventes de titres.

1. **Appréciation des comptes publiés**

L'appréciation des comptes d'un exercice clos est une mission traditionnelle mais qui n'en est pas moins dans certains cas fort délicate.

Au cas particulier, trois difficultés spécifiques se présentaient :

- l'appréciation des provisions à effectuer sur des travaux de longue durée,
- l'appréciation du caractère exceptionnel ou courant de plus-values de cessions de titres présentées dans les comptes comme constitutives d'un résultat courant,
- l'appréciation du caractère réel ou fictif de plus-values sur cessions de titres.

Concernant les provisions à effectuer sur les travaux de longue durée, un premier problème se pose, qui concerne l'évaluation des travaux en cours : convient-il de ne tenir compte que des coûts directs ou au contraire de retenir un coût complet, coût incorporant en particulier une quote-part de frais généraux ? Cette seconde conception est légitime car normalement les produits doivent au moins couvrir l'ensemble des coûts, que ceux-ci soient directs ou indirects ; il est à noter que la différence entre les résultats ressortant de ces deux méthodes s'atténue lorsque le niveau des produits attendus n'atteint pas celui du coût, des provisions doivent en effet alors être constituées pour

ramener la valeur nette des encours au niveau des produits attendus donc à un montant indépendant de la méthode d'évaluation des coûts ; lorsque les produits attendus sont inférieurs aux coûts directs les deux méthodes aboutissent à la même valeur nette comptable.

En tout cas, il est clair qu'il convient que la méthode d'évaluation reste constante d'un exercice à l'autre, sauf à donner les informations complémentaires requises en cas de changement de méthode.

Au cas particulier il est apparu que la méthode d'évaluation était passée, sans que le public en soit informé, des coûts directs au coût complet ; par ailleurs le calcul des provisions n'était pas sans poser de problèmes. On sait que dans le domaine du bâtiment une partie des produits provient souvent de « réclamations » liées en particulier à des travaux complémentaires : convient-il dans l'estimation des produits attendus de tenir compte des réclamations non encore acceptées ? Une réponse absolue est sans doute difficile à donner ; il convient en tout cas d'être prudent. L'expertise aura donc à réunir l'ensemble des éléments permettant d'apprécier la probabilité plus ou moins grande d'aboutissement des réclamations, ceci soit à l'aide de documents propres au chantier concerné, soit en se référant au pourcentage de réclamations acceptées dans des chantiers analogues. Au cas particulier la sous-filiale concernée s'était abstenue pour un chantier important de pratiquer toute provision eu égard à l'existence de « réclamations » dont l'avenir a d'ailleurs montré qu'elle n'avaient pas été satisfaites.

Un autre aspect était celui de savoir s'il convenait de prendre les résultats en compte à l'achèvement ou à l'avancement ; la méthode de l'avancement est maintenant largement préconisée, mais ici encore la sous-filiale concernée était passée d'une méthode à l'autre sans en informer les tiers. En toute occurrence ici encore l'écart de méthode n'a d'influence sur les résultats que pour les chantiers bénéficiaires, car pour les chantiers déficitaires, la prudence veut qu'on prenne entièrement en charge les pertes à terminaison estimées, le chantier ne serait-il pas même commencé.

Notons au passage que l'on ne peut que gravement déplorer la disposition fiscale récente qui ne permet plus une prise en compte complète des pertes à terminaison ; il s'agit-là en fait d'une incitation à l'imprudence, donc extrêmement dangereuse.

Eu égard aux éléments ainsi réunis l'expertise n'a pu qu'en conclure que les comptes de cette sous-filiale ne donnaient pas une image fidèle de ses résultats.

2. Appréciation du caractère exceptionnel ou courant de certains éléments du résultat

Cette distinction est importante pour le lecteur des comptes, car un résultat courant a normalement plus de chances de se reproduire à l'avenir qu'un résultat exceptionnel, ceci aura donc une influence sur les cours puisqu'ils dépendent des perspectives d'avenir. Concernant la dis-

inction entre ces deux sortes de résultats, il existe des courants de pensée divergents, certains ont une conception restrictive de la notion de résultat courant, il s'agit pour eux du résultat véritablement appelé normalement à se produire, d'autres considèrent au contraire que toutes les opérations conformes à l'objet social doivent normalement rentrer dans le résultat courant. Les opérations à classer comme génératrices d'un résultat non courant ne sont alors que des opérations véritablement extraordinaires, par exemple le résultat dû à la cession d'une branche d'activité, car à l'évidence on ne la cédera pas deux fois. En la matière les normes comptables de tous les pays ne sont pas concordantes et parfois évoluent. Il faut observer que la conception restrictive d'un résultat courant est délicate à mettre en œuvre ; un exemple : chacun s'accorde à penser que les résultats sur ventes des produits fabriqués ou des services rendus par l'entreprise font partie des résultats courants, or si l'entreprise perd un client important, le résultat sur ventes, opérations typiquement répétitives, pourra se trouver très largement compromis. Eu égard à cette difficulté de mise en œuvre, les normes comptables actuelles s'orientent plutôt vers la conception extensive, celle selon laquelle toutes les opérations sont à classer comme génératrices d'un résultat courant, sauf les opérations véritablement extraordinaires.

Si cette distinction a un évident intérêt on peut se demander toutefois si elle ne comporte pas un certain mélange des genres : n'y a-t-il pas quelque inconséquence à demander des vertus de prédiction à des comptes ayant pour objet de donner le résultat d'un exercice clos, alors que c'est là le rôle des prévisions ?

Au cas particulier on peut sans doute discuter longuement du point de savoir si, pour une société n'ayant une activité qu'accessoirement financière, la cession d'une quote-part des actions d'une filiale (15 % du capital) est ou non une opération extraordinaire : il conviendra de s'interroger sur ses possibilités de renouvellement.

L'expert pourra à titre d'information relever le volume des achats et ventes de titres afin de faire ressortir l'importance relative des cessions d'actions en cause.

A cet égard, et pour la raison sus-indiquée — difficulté pour des comptes relatant le passé de faire pressentir l'avenir — l'essentiel des travaux de l'expertise paraît devoir plutôt porter sur les résultats prévisionnels annoncés, ceci pour voir s'ils incorporent ou non des plus-values sur ventes de titres et, le cas échéant, si la réalisation de telles plus-values était effectivement programmée.

Au cas particulier, les dirigeants interrogés n'ont pas fait état de perspectives de nouvelles cessions importantes de titres susceptibles d'engendrer des plus-values significatives.

Quant au point de la mission concernant le caractère réel ou fictif des plus-values réalisées, j'y reviendrai ci-après.

3. Appréciation des informations publiées

L'examen des informations financières a porté essentiellement sur les comptes consolidés et sur la qualité des

informations prévisionnelles ; il s'agit là d'un contrôle comptable n'appelant pas d'observations particulières pour ce qui concerne les informations données à l'occasion de la présentation annuelle des comptes (annexe, rapport de gestion du conseil d'administration). Il convient toutefois de souligner combien il est souvent aléatoire et difficile d'émettre une opinion concernant des éléments prévisionnels. Il est évidemment aisé de constater après coup qu'une prévision était inexacte ; il est beaucoup plus délicat d'apprécier si, à l'époque où elles ont été émises, les prévisions n'étaient pas sincères.

Mais il convient également, en la matière, de tenir compte du règlement COB 90.02 au résultat duquel « tout émetteur doit le plus tôt possible porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur le cours du titre concerné » ; il s'agit en quelque sorte d'un devoir d'information en temps réel.

Deux lectures peuvent être faites de ce texte ; l'une est de considérer que l'émetteur ne doit divulguer les faits importants en question qu'à partir du moment où il les connaît, on voit mal d'ailleurs comment un émetteur pourrait divulguer un fait important dont il n'aurait pas connaissance et ceci même si par hypothèse il était important ; mais on doit observer que la lettre du texte demande la divulgation immédiate de « tout fait important » sans se préoccuper du point de savoir si l'émetteur en a eu ou non connaissance ; les émetteurs n'auraient-ils pas dès lors à redouter une seconde lecture plus sévère du texte, lecture selon laquelle ils auraient non seulement l'obligation de ne pas tarder à publier les faits importants par eux connus, mais encore celle de s'organiser pour connaître sans retard tous les faits importants ; on voit que de l'obligation de non-négligence on passerait alors à l'obligation de diligence ; ceci impliquerait donc la mise en œuvre de procédures *ad hoc* de contrôle interne.

Heureusement, il n'appartient pas à l'expert de trancher ce problème d'interprétation, aussi l'expertise devra-t-elle rechercher concernant les faits importants qui se sont produits (par exemple ici, dérapage sensible par rapport aux prévisions annoncées) :

- à quelle date ces faits se sont produits,
- à quelle date la direction en a été informée,
- et enfin à quelle date le public a été informé.

Ceci impliquera donc, d'une part, une étude des procédures de saisie des faits et, d'autre part, une étude de la remontée des informations comptables.

Au cas particulier l'émetteur avait souligné dans la note d'informations publiée à l'occasion de son dernier appel au public la qualité de son contrôle interne.

4. Interventions sur le marché des titres et valeur des actions

Les achats de titres effectués par la société non cotée tête de groupe ou par la société-mère ont été importants ; sur les deux dernières années les achats ont représenté :

- pour les actions M, en moyenne, autour d'un quart du marché,
- pour les actions F1, en moyenne, autour de la moitié du marché,
- pour les actions F2, en moyenne, autour des trois quarts.

Il est à noter que les pourcentages indiqués ne sont que des moyennes et que, selon les périodes, les interventions étaient plus ou moins importantes.

Il est clair que de telles interventions ne restaient pas sans influence sur les cours et que les cours étaient donc plus ou moins pilotés !

Mais, c'est là la question, le pilotage avait-il pour objet de régulariser les cours ? ou au contraire de les manipuler ?

Jusqu'où va la régularisation et où commence la manipulation ? La frontière n'est peut-être pas évidente. Il paraît clair que les achats ou ventes opérés pour lisser les cours, pour éliminer les dents de scie, ont un effet de régularisation ; la volonté reste sans doute encore celle de régulariser les cours lorsque l'objet des achats est d'éviter une baisse des cours jugée injustifiée, ou celui des ventes une hausse excessive ; la volonté de régulariser peut même peut-être aller jusqu'à inverser une tendance, par exemple si celle-ci est baissière et alors que l'émetteur juge que le titre est déjà sous-évalué ; la volonté de régulariser ne peut-elle pas même être, par exemple, de porter le cours actuel à un niveau sensiblement supérieur lorsque l'on sait qu'à ce dernier niveau, on aura un acquéreur tiers pour un volume important de titres ?

Ce niveau ne se situe-t-il pas nécessairement dans le marché, puisqu'à ce niveau se produira effectivement une transaction importante et raisonnée ? Il semble que la manipulation commence lorsque l'on pousse à la hausse un cours jugé déjà excessif (ou à la baisse un cours déjà insuffisant). Mais l'appréciation consistant à considérer qu'un titre est sur-coté ou sous-coté comporte, à l'évidence, une large marge de subjectivité. Ici encore l'expert n'aura pas à trancher mais à réunir les éléments qui permettront au juge de décider en connaissance de cause.

Un élément essentiel à cet égard c'est, bien entendu, d'avoir une idée de la valeur du titre concerné, tel était d'ailleurs l'un des points de la mission confiée aux experts ; la mission précisait que l'évaluation serait à faire « par les méthodes habituelles ».

Qu'entendre par là ? Puisque l'on est sur le marché boursier, les méthodes d'évaluation à retenir seront donc celles utilisées par les boursiers ; mais celles-ci restent, elles-mêmes, nombreuses ; à la limite chacun a « sa » méthode ; comment d'ailleurs un marché réussirait-il à s'établir si, au cours coté, il n'y avait pas autant de candidats conduits par leur méthode à vendre que d'autres à acheter ?

Plusieurs méthodes pourront donc être utilisées ; en particulier sans doute celle dite du PER ou coefficient de capitalisation qui est la plus largement répandue.

La où les méthodes supposées choisies, conviendra-t-il pour apprécier la valeur du titre de les appliquer aux données connues du public (derniers comptes ou dernières prévisions publiées) ou à celles plus récentes, plus complètes ou plus fines connues de l'émetteur ?

Incontestablement, semble-t-il, celles connues du public, sans quoi ce serait admettre, par hypothèse, que des faits importants susceptibles d'influer sur les cours n'auraient pas donné lieu à information du public. Encore conviendra-t-il, bien entendu — et cela nous ramène aux investigations précédentes — que les données publiées aient pu être considérées comme fidèles ; à défaut, il conviendra pour l'évaluation de retenir ce qu'auraient été les données fidèles.

Les méthodes appliquées conduiront à des résultats différents ; conviendra-t-il d'en faire la moyenne ? Nous sommes en matière pénale, le doute bénéficie donc à l'inculpé ; dès lors dans la mesure où l'on recherche comme ici si le cours n'a pas été porté à un niveau excessif, c'est plutôt le haut de fourchette qu'il conviendra de prendre en considération comme base de comparaison.

Au cas particulier, comme il a été indiqué, la société M, à un certain moment, a cédé d'importants paquets de titres des filiales F1 et F2 ; on peut dès lors penser qu'il existait à ce niveau un cours de marché, ceci dans la mesure, bien entendu, où les informations dont ont bénéficié les tiers acquéreurs pouvaient être considérées comme sincères ; sans doute même peut-on considérer que si les cours n'ont pas été portés ensuite trop au-delà, on était encore dans une limite plausible de marché eu égard à la marge d'incertitude existant nécessairement, on l'a vu, en la matière. Au-delà, sauf diffusion d'information nouvelle positive et « sincère », une hausse des cours était sans doute moins justifiée. Il sera toutefois intéressant pour l'expertise de s'informer des évolutions d'ensemble du marché qui ont pu se manifester à l'époque, soit sur l'ensemble des valeurs, soit plus particulièrement sur celles du secteur d'activité concerné, car si les cours varient en fonction des données afférentes à la société cotée, ils varient également par suite de facteurs extérieurs à celle-ci : évolution des taux d'intérêt, événements internationaux, ..., générateurs de périodes d'euphorie ou au contraire de morosité, voire de krach.

Un élément d'appréciation pourra encore jouer : les interventions ont-elles eu lieu tant à l'achat qu'à la vente, ou au contraire pratiquement toujours dans le même sens ?

Dans ce dernier cas, il faudrait considérer que les tiers agissant sur le marché avaient toujours tort, situation qui n'est peut-être pas très plausible eu égard, on l'a vu, aux opérations de sens opposé qui se manifestent pratiquement à tout moment sur le marché.

Le volume d'intervention est également un facteur à considérer ; si les interventions sont trop importantes, le marché n'arrivera pratiquement jamais à s'exprimer ; il convient toutefois d'observer qu'en la matière les limites sont difficiles à fixer.

On a vu plus haut que, selon les sociétés concernées, les interventions avaient constitué en moyenne 1/4, 1/2 ou

3/4 du volume global des transactions : à compter de quel seuil l'intervention confine-t-elle à l'étouffement du marché ? On pourra peut-être par exemple penser que ce seuil est dépassé si les cours ont déjà atteint un haut de fourchette et s'il se manifeste des distorsions sensibles entre, d'une part, l'évolution du cours concerné et, d'autre part, l'évolution des cours de valeurs comparables du marché.

D'autres éléments d'appréciation pourront encore être fournis au juge ; ainsi, par exemple, si des déclarations de franchissements de seuils ont été omises, ceci pourra donner à penser que le groupe souhaitait dissimuler sa stratégie d'importantes interventions.

Les variations dans le temps de l'intensité des interventions pourront également être révélatrices de la stratégie d'intervention ; les interventions peuvent peut-être par exemple s'accroître au moment où vont être lancés des appels au public.

Cette énumération d'éléments pouvant contribuer à une appréciation juste des intentions des intervenants sur les marchés n'est certainement pas exhaustive, la mission des experts apparaît donc comme délicate ; ils s'efforceront en particulier, dans chaque cas d'espèce, de recueillir les éléments permettant d'apprécier si les explications données par les dirigeants quant à leur stratégie sont plus ou moins crédibles.

Rappelons qu'à l'article 9 de son règlement 90-04, la COB précise que les interventions d'une société sur ses propres titres sont présumées légitimes lorsqu'en particulier :

- elles sont réalisées en contre-tendance par rapport au dernier cours coté,
- elles ne représentent pas plus de 25 % du total des transactions quotidiennes constatées sur une période de référence précédant l'intervention.

Jusqu'à présent, dans cet exposé, les interventions concernant les actions M et celles concernant les actions F1 et F2 ont été placées sur le même plan. Un aspect complémentaire est toutefois à considérer. L'assemblée de M avait autorisé ses dirigeants à intervenir sur le marché pour régulariser les cours ; semblable autorisation n'avait pas été sollicitée dans les filiales F1 et F2. Or, on sait qu'à défaut d'une telle autorisation, s'applique le principe général énoncé en l'article 217 1^{er} alinéa de la loi sur les sociétés, texte pénalement sanctionné, selon lequel « Sont interdits... l'achat par la société de ses propres actions, soit directement, soit par une personne agissant en son propre nom, mais pour le compte de la société ».

Dans un groupe, les décisions d'intervention sur les titres sont généralement centralisées au niveau de la direction générale du siège ; on peut dès lors se demander si de telles interventions ne risquent pas d'entrer dans le cadre de l'interdiction.

A cet égard, on doit noter que nous sommes dans le domaine pénal et que les textes sont donc à interpréter strictement : peut-on considérer que de telles interventions

sont faites « pour le compte » de la société filiale ? Si les profits ou pertes résultant des interventions sont répercutés sur les filiales concernées il est clair, semble-t-il, que les interventions sont faites pour leur compte. Doit-on considérer qu'il en est encore ainsi si l'intervention a pour objet par exemple de faciliter un appel au public de la filiale ?

Il n'existe pas, à notre connaissance, de jurisprudence à cet égard. Les experts auront en tout cas, ici encore, la délicate mission de rassembler les éléments permettant d'apprécier si les interventions de la société M ont été opérées pour son compte ou pour celui de la filiale.

5. Opérations sur titres réalisées par les dirigeants

La mission confiée aux experts comportait également la description et l'analyse des opérations sur titres opérées par les dirigeants, ceci afin de permettre au juge d'apprécier si les éléments constitutifs du délit d'initié étaient réunis.

Si la description de ces opérations n'appelle pas d'observation particulière il n'en est pas de même de leur analyse. Les éléments précédemment réunis prendront ici, de nouveau, toute leur importance, d'une part, ceux relatifs au système d'information de l'entreprise, d'autre part, ceux concernant ses interventions sur le marché des titres.

Pour ce qui concerne l'information, en effet, tout retard dans la divulgation d'un fait important connu des dirigeants fait que, pendant une période, ceux-ci disposent d'information privilégiées ; il en est de même *a fortiori* quand les informations publiées n'ont pas été sincères ; toute opération sur titres réalisée au cours de ces périodes par des dirigeants sera évidemment suspecte.

De même si la société intervient pesamment sur le titre au point qu'on peut considérer le cours comme piloté, toute opération sur le titre opérée par les dirigeants informés de la stratégie de pilotage risque d'être suspecte, les dirigeants en question opérant pratiquement à coup sûr.

En général, les positions prises par les dirigeants seront parallèles à celles de la société, haussières par exemple si la société achète en vue de faire progresser le cours.

Mais il peut arriver que le dirigeant opère en sens contraire de la société, s'il liquide par exemple un paquet de titres à un moment où la société intervient fortement à l'achat ; dans un tel cas la société se trouvera, au moins pour une quote-part significative, contrepartie du dirigeant ; si la coïncidence est clairement caractérisée, ceci pourra conduire à se demander s'il n'y a pas eu abus des biens de la société.

Les experts auront donc à situer les opérations réalisées par les dirigeants par rapport à tous les éléments de contexte précités, ils auront enfin, *a contrario* en quelque sorte, à recueillir des éléments d'information concernant les explications que donneront les dirigeants pour justifier leurs opérations, par exemple, en cas de cession, la surveillance pour eux d'une opportunité patrimoniale (acquisi-

tion d'une résidence, installation d'un enfant, ...) ou d'une échéance importante (emprunt, impôts, ...).

D. — Conclusion

Ce cas apporte des renseignements quant au contenu et quant à l'exercice de la mission d'experts judiciaires concernant des délits pouvant être commis dans le cadre d'une société cotée.

Beaucoup d'entre nous exercent à côté de leur activité d'expert judiciaire des fonctions d'expert-comptable et de commissaire aux comptes de sociétés cotées.

A cet égard et même si cela nous entraîne un peu au-delà des préoccupations directes de notre Congrès, il paraît important de souligner que les développements précédents montrent que lorsqu'une société fait appel au public, l'expert-comptable et le commissaire aux comptes ont à s'intéresser à la qualité et à l'efficacité du système d'information de la société : les faits importants sont-ils saisis en temps voulu ? Les procédures de remontée de l'information sont-elles efficaces et rapides ? Les procédures d'établissement des prévisions sont-elles suffisamment fiables ? Les évolutions importantes sont-elles signalées au public en temps voulu, ... ? De même, on l'a vu, les interventions sur titres ne sont pas sans présenter des risques particuliers.

On peut dès lors se demander si l'émergence, sous l'impulsion de la COB, d'un droit boursier contraignant n'est pas de nature à rendre significativement différentes des autres les missions exercées auprès des sociétés cotées.

La faculté de faire appel au public n'est pas, on le voit, sans contrepartie.

(Applaudissements)

M. Bézio : Je remercie l'orateur pour son exposé dont la clarté a été appréciée par tous. L'attention avec laquelle il a été suivi le montrerait s'il en était besoin. Je laisse la parole à la salle.

M. Buthurieux (Lyon) : Merci, Président Cailliau, de votre communication. Merci surtout d'avoir conclu en interpellant le commissaire aux comptes avec le rôle éminent qu'il a quant au contrôle de la qualité de l'information.

En tant que membre du Conseil National des Commissaires aux Comptes, cela m'amène à poser la problématique du commissaire aux comptes « ange gardien de l'entreprise », et à ce titre devant intégrer le secret de l'information ou du moins d'une certaine information : COB ou DST, « *That is the question* » dans certains cas ?

L'information est stratégique. Elle est importante certes pour le marché financier, mais elle est non moins importante sur le terrain de la concurrence internationale où l'on

voit des groupes qui s'effondrent, des pans entiers de l'économie qui disparaissent.

Si elle est stratégique, elle implique un secret. Il n'y a pas de bonne stratégie sans secret. Cela interpelle le commissaire aux comptes parce qu'il a le devoir de veiller à la transparence de l'information financière.

Mais en tant que « gardien » de la société, de ses emplois, de sa place dans l'économie nationale, le commissaire aux comptes a un rôle de défense de cette société. Or, tout est stratégique dans une entreprise. Michelin qui va mettre au point un pneu révolutionnaire, c'est stratégique ; cela aura des incidences sur les cours ; divulguer cette information trop tôt peut être très grave. La concurrence est aux aguets.

Une société de services qui a un budget publicitaire de 100 MF que l'on peut qualifier de défensif, devient offensive pour prendre des parts de marché s'il passe à 600 MF, l'année suivante. On voit instantanément l'incidence sur le PER qui sera un multiple de la différence.

Il y a un devoir de transparence absolu, mais aussi un devoir de secret stratégique des affaires non moins absolu. Le commissaire aux comptes a donc une double contrainte et un double devoir, c'est là sa problématique.

Son troisième devoir, que l'on peut qualifier de permanent, est un devoir de discernement. Ce dernier devoir doit lui permettre de régler l'antagonisme apparaissant entre le devoir absolu de secret et le devoir non moins absolu de transparence financière et d'égalité des tiers devant l'information.

C'est là un art beaucoup plus difficile à exercer que le devoir absolu d'information ou que le devoir absolu de

secret des affaires. Nous sommes tous interpellés par ces problèmes.

Les magistrats et les experts auront à apprécier avec rigueur les manquements à la transparence financière et à l'information, pouvant aller, pour les experts-comptables judiciaires que nous sommes, jusqu'à l'information mensongère ou à la non-sincérité des comptes annuels dans certains cas.

A leur rigueur juridique et technique, nécessaire à leur bon jugement et à leur bonne appréciation, les magistrats et les experts ne manqueront pas d'ajouter une rigueur historique et allocentrique, en se replaçant comme dans une pièce de théâtre dans les circonstances de lieu, de temps et d'action.

Ce sont ces quatre rigueurs intellectuelles qui permettront de porter un jugement de valeur sur la qualité de la communication financière, sur une rétention justifiée ou non d'informations stratégiques, ou sur une information sciemment biaisée à des fins moins nobles et donc à caractère pervers. Le délit d'initié, à titre principal ou accessoire, pourra être l'un des éléments de l'information truquée, manipulée ou exploitée à des fins purement « personnelles ».

M. Bézio : S'il n'y a pas d'autres questions nous allons poursuivre nos travaux par le rapport de synthèse de M. Pierre Darrousez auquel je donne la parole.

RAPPORT DE SYNTHÈSE

Présenté par

M. Pierre Darrousez

Expert agréé par la Cour de cassation

Monsieur le Procureur général,

Messieurs les Présidents,

Messieurs les Hauts Magistrats,

Mesdames et Messieurs,

Mes chères consœurs, mes chers confrères.

Ce matin, je vous disais que le thème retenu cette année par notre Conseil National était particulièrement novateur mais aussi semé d'embûches. Je suis persuadé que vous en avez pris conscience au cours de cette journée, qui nous a permis d'apprécier l'importance et la qualité des travaux développés par chacun des quatre rapporteurs. Il faut en effet vous dire que depuis près de quinze mois une activité considérable de recherche et de réflexion a été poursuivie au sein de notre groupe de travail, qui s'est réuni chez notre Président Pierre Feuillet à sept reprises successives. J'en profite d'ailleurs pour le remercier, non seulement de nous avoir accueillis avec toute la gentillesse qu'on lui connaît, mais aussi d'avoir participé très activement à la plupart de nos réunions de réflexion.

Je dois également remercier les Présidents Jean Clara et André Dana, qui ont participé à certaines de nos réunions et nous ont apporté le fruit de leur expérience en une matière encore peu développée à ce jour. Ils ont en effet eu le privilège, l'un et l'autre, d'être désignés dans les trop rares missions d'expertise ouvertes en matière de délits boursiers.

Ma reconnaissance va également à M. Jean-Pierre Michaux, Magistrat, chef de service de l'inspection à la COB, qui a accepté de nous recevoir à deux reprises pour nous donner son sentiment, d'une part, sur l'évolution des principaux délits boursiers au niveau jurisprudentiel, d'autre part, sur le rôle possible de l'expert judiciaire en cette matière. Nous aurons l'occasion d'y revenir ultérieurement.

Enfin, je ne manquerai pas de remercier chaleureusement M. le Procureur général Bézio et M. le Président Bézard, qui nous ont fait le grand honneur, non seulement de consacrer leur journée à nos travaux, en présidant à tour de rôle nos séances de travail, mais aussi en participant très activement à nos discussions, en nous apportant le fruit de leur pro-

fonde expérience, dans une matière toute à la fois récente et complexe.

Il est délicat pour le Rapporteur général d'un Congrès tel que celui-ci d'élaborer une synthèse des exposés et des discussions, en respectant un équilibre harmonieux entre l'impérative nécessité d'être concis et l'obligation de tenir compte de la diversité des opinions exprimées par les uns et les autres.

Le non-« initié » que je suis à cet exercice de style combien périlleux s'autorise à solliciter dès à présent le bénéfice des circonstances atténuantes et votre plus grande indulgence.

J'ai cru pouvoir discerner dans nos exposés et nos débats passionnés, trois axes de réflexion que je développerai successivement :

I — Les délits boursiers sont à la fois récents, complexes et spécifiques.

II — On assiste à l'émergence et la montée en puissance des organes de régulation et de contrôle du marché, plus particulièrement de la Commission des opérations de bourse.

III — On constate que l'appoint de l'expertise comptable judiciaire est indispensable.

I. — Les délits boursiers sont à la fois récents, complexes et spécifiques

Il était impossible d'aborder le thème de ce Congrès sans au préalable tenter de rappeler, de façon nécessairement concise, l'évolution des techniques boursières au cours de ces dernières décennies. Il est en effet indispensable que l'expert, à qui des missions extrêmement complexes peuvent être confiées, connaisse de façon approfondie les mécanismes de fonctionnement des marchés, les techniques utilisées par les intervenants, leur rôle respectif et les règles auxquelles ils sont astreints.

C'est à cette tâche délicate que se sont livrés nos rapporteurs de ce matin, Hélène Bon et Pierre Loeper, dont les talents pédagogiques ne sont plus à démontrer.

Notre confrère, Yves Turquin, s'est ensuite consacré à un examen approfondi des principaux délits boursiers que l'on trouve le plus couramment dans les missions d'expertise qui nous sont confiées. Il a également abordé l'évolution des règles internationales en matière de réglementation et de contrôle des marchés. Cette tâche particulièrement délicate a été brillamment remplie.

Cette diversité dans les propos entendus ne saurait cependant nous faire oublier quelques points communs, outre bien sûr celui de la qualité des travaux de nos éminents confrères, que je tiens une nouvelle fois à remercier.

A ce stade, il m'apparaît que deux idées générales peuvent être retenues :

- en premier lieu : les techniques boursières se sont sophistiquées à l'extrême,
- en second lieu : les règles de droit ont suivi cette évolution.

1. Les techniques boursières se sont sophistiquées à l'extrême

Soyez sans crainte, je ne reprendrai pas en détail les explications qui vous ont été données ce matin en matière de négociation de *CALL* et de *PUT* non plus qu'en matière de *SWAP*.

Il existe en cette matière un certain nombre d'ouvrages spécialisés plus ou moins complexes auxquels je vous renvoie (1).

Ce qui me paraît important de rappeler, ce sont d'abord les tendances principales du marché, telles que nous les ont exposées Hélène Bon et Pierre Loeper.

a) Les innovations

En premier lieu, un flux remarquable d'innovations financières avec des *Matif*, *Monep*, mais aussi des certificats d'investissements, certificats de droits de vote, titres participatifs ou subordonnés, produits hybrides tels que *OBSA* et *ABSA*, bons et options sur le *Monep*, etc. Il convient dès à présent d'en déduire que les contentieux classiques que l'on connaissait sur les marchés traditionnels de la Bourse et que l'Expert était appelé à connaître, se développent et se développeront au niveau de ces nouveaux marchés et de ces nouveaux produits.

b) La diminution des investisseurs individuels

En second lieu, ce que les rapporteurs ont appelé : « le crépuscule de l'investisseur individuel », au profit d'un

(1) *Les Nouveaux instruments financiers*, chez Francis LEFEBVRE, publié en octobre 1990. — *Le Matif mode d'emploi*, J. BABY et autres, Les Editions d'organisation. — *Le Matif*, AFTALION et PONCET, Gestion, PUF. — *Les Nouveaux Marchés Financiers et les Instruments*, N. GAUTHIER, chez Publi union. — *La Comptabilisation des Nouveaux Instruments Financiers*, P. RICHARD : La Revue Banque.

développement considérable des investisseurs institutionnels : les fonds communs (*SICAV*, *OPCVM*) et ce qu'on appelle les « *zinzins* ».

Là encore, nous y reviendrons, cette évolution a dès à présent une incidence sur la protection des intervenants sur le marché, notamment au niveau de la réparation du préjudice. Ceci peut expliquer la création d'associations de défense d'actionnaires, désireux d'obtenir l'assistance d'experts dans les procédures qui ont tendance à se développer.

c) Interactivité des marchés

Enfin, nos rapporteurs ont insisté sur l'interactivité croissante entre les marchés tant au niveau national qu'international.

Cette évolution, ont-ils relevé à juste titre, n'est pas sans conséquences sur la rapidité de l'information et de prises de décisions, entraînant une volatilité croissante des marchés, et, nécessairement, l'apparition de nouveaux risques pour les intervenants.

L'évolution des techniques de diffusion de l'information et de l'intervention sur le marché est également un facteur que le juge doit prendre en considération, et dont l'expert judiciaire ne saurait se désintéresser.

Ces premières observations nous permettent d'aborder le second type de réflexions que je vous avais annoncées.

2. Les règles de droit ont suivi cette évolution

Comme bien souvent en pareille matière, les règles de droit ont suivi l'évolution des techniques, mais elles ont tenté également dans certains cas de les devancer.

Il a été rappelé par les intervenants les différentes étapes de cette évolution législative et réglementaire. Elles sont au nombre de quatre :

a) Délits de droit commun

Tout d'abord bien sûr, la référence aux délits de droit commun, plus particulièrement les trois délits classiques : escroquerie, faux et abus de confiance dont les rapporteurs, Hélène Bon et Pierre Loeper, nous ont rappelé les applications en matière boursière. Il s'agit de délits classiques que les experts judiciaires connaissent bien et pour lesquels il n'est point besoin d'insister.

Nos rapporteurs, Hélène Bon et Pierre Loeper, vous ont également rappelé certaines dispositions particulières de la loi du 24 juillet 1966, notamment en matière d'auto-contrôle (art. 217 et s.).

b) Délits boursiers

Certes, connaissait-on auparavant un certain nombre de délits boursiers plus ou moins définis, mais ce n'est cepen-

dant qu'en 1967 que le législateur français, s'inspirant des législations étrangères bien antérieures (2) va réglementer le fonctionnement et le contrôle des marchés boursiers par l'ordonnance du 28 septembre 1967, un siècle presque jour pour jour après la création des sociétés anonymes.

Notre rapporteur, Yves Turquin, dont il faut au passage féliciter l'esprit de synthèse, nous a rappelé les principales dispositions de cette ordonnance qui va demeurer la charte quasi intangible de notre droit boursier pendant un peu plus de 20 ans.

On retrouve, a-t-il été rappelé, dans l'ensemble des dispositions de 1967, les mêmes motivations. Il s'agit de veiller :

- à la protection de l'épargne,
- à l'information précise et rapide des investisseurs,
- au bon fonctionnement des marchés dont on a rappelé précédemment l'importante et rapide évolution.

c) La loi du 2 août 1989

Une nouvelle étape devait être franchie avec la loi du 2 août 1989 qui constitue la base actuelle de notre réglementation.

Il convient cependant d'y ajouter, notamment :

- la loi du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeur,
- les arrêtés des 5 et 17 juillet 1990 portant homologation des règlements 90.02 et 90.08 de la Commission des opérations de bourse. Il s'agit plus particulièrement de l'obligation d'information du public et de l'usage des informations privilégiées.

Cet arsenal législatif et réglementaire, de création récente, s'avérait d'autant plus indispensable que, cela a été rappelé à plusieurs reprises aujourd'hui, l'on assiste à une *internationalisation croissante* des marchés boursiers.

Il convient donc d'aboutir dans les meilleurs délais à une coordination des réglementations, plus particulièrement en matière d'opérations d'initiés. Un premier pas a été franchi avec la directive du Conseil des Communautés Européennes du 13 novembre 1989. D'autres suivront sans aucun doute.

d) Mesures préventives

Mais ces règles de droit aussi élaborées soient-elles ne peuvent régir les relations qui se créent entre les différents intervenants sur le marché : émetteurs, intermédiaires, investisseurs, que pour autant qu'un véritable code de bonne conduite puisse s'instaurer entre ces différents agents économiques. Il s'agit en quelque sorte d'adjoindre aux sanctions curatives des mesures préventives destinées

à limiter les risques particuliers au marché financier, risques innombrables que nous n'avons pas l'ambition d'examiner aujourd'hui de manière exhaustive (3).

Ces risques spécifiques, très différents du droit commun des obligations, doivent être également pris en compte par l'expert judiciaire, qui doit toujours se replacer dans le contexte où se trouvaient les acteurs à l'époque où les faits incriminés se sont produits.

C'est afin de compléter les règles de droit et d'élaborer un traitement préventif, que peu à peu s'est créé un embryon de code, sinon de déontologie, à tout le moins de bonne conduite, dont l'expert doit avoir connaissance lors de l'appréciation des faits. L'élaboration de ces règles déontologiques trouve en partie sa justification dans l'apparition des phénomènes d'internationalisation et de déréglementation des marchés (4).

Le temps nous manque, dans le cadre de cette synthèse, pour aborder l'ensemble de ces règles.

Je rappellerai cependant celles qui ont un lien direct avec les principaux délits que nous avons abordés au cours de ce Congrès.

Il s'agit notamment :

e) *Transparence et sécurité*

En matière de transparence et de sécurité des marchés financiers des recommandations de la Commission Pfeiffer, publiées en janvier 1990, reprises dans les règlements de la COB précédemment mentionnés.

Elles portent essentiellement sur :

- l'obligation d'information du marché,
- l'utilisation d'informations privilégiées,
- la possibilité de manipulation des cours,
- l'abus de position.

f) *Intérêt des clients*

• En matière de primauté des intérêts des clients, un certain nombre de dispositions ont été édictées concernant plus particulièrement :

- les règles déontologiques applicables aux intermédiaires financiers (5) qui doivent se doter de codes de procédures internes, que l'expert judiciaire désigné aura grand intérêt à consulter,

(3) Pour une étude plus approfondie, cf. : notamment *Les Nouveaux instruments financiers*, op. cit., p. 15 à 56.

(4) *Les Nouveaux instruments financiers*, op. cit., p. 562 à 586.

(5) COB : Bull. n° 213, avril 1988, p. 5.

(2) *Insider Trading Act*, de 1934 aux Etats-Unis. *Companies Act*, de 1948 au Royaume-Uni.

— les règles spécifiques aux gestions sous mandat que l'on résumera comme suit (6) :

- Les gestionnaires sont tenus d'une obligation de moyen et non de résultat. Ils doivent disposer de moyens techniques et humains nécessaires à leur activité.
- L'existence d'une convention écrite entre le client et le mandataire.
- L'autonomie de gestion du mandataire.
- En matière de définition des fonctions et de séparation des tâches : à ce stade, les mesures de contrôle interne, a-t-il été rappelé au cours de nos travaux, doivent être particulièrement respectées.

g) La nature du délit

Au cours de nos exposés et des discussions qui ont suivi, il a été question à plusieurs reprises de la notion de délit formel, plus particulièrement en matière de délit d'initié.

Arrêtons-nous quelques instants sur ce délit qui, en dépit des informations, des réflexions de mes confrères rapporteurs, nous laisse cependant sur une impression de flou juridique.

C'est qu'en réalité la définition du délit d'initié n'est peut-être ni satisfaisante, ni suffisante.

Quatre observations principales me paraissent devoir être développées.

- *A plusieurs reprises il a été indiqué que le délit était formel*

Il est exact que le délit est constitué quel que soit le résultat. En d'autres termes, ni le résultat, ni le préjudice, ne sont les éléments constitutifs de l'infraction.

Ceci s'explique car, à sa création, l'infraction se voulait essentiellement préventive et dissuasive ; il ne faut pas oublier que, comme les autres infractions boursières, le délit d'initié a pour but essentiel l'assainissement des opérations boursières par l'établissement d'une parfaite égalité entre les différents intervenants.

L'infraction n'a donc pas *a priori* de but répressif et sûrement pas curatif, son but est préventif.

Dès lors la condamnation est essentiellement « morale ». C'est ce que nous ont rappelé M. le Président Bézard et M. Bardy.

- *Quel est alors le corps du délit ?*

Ce n'est pas le fait, cela a été rappelé, d'être titulaire d'une information privilégiée.

En réalité, l'infraction est essentiellement constituée par le fait de ne pas rester discret.

En quelque sorte le délit d'initié est presque un délit de fonction, puisque la qualité du délinquant prime toute autre considération.

- *La différenciation des catégories d'initiés*

Nos confrères nous l'ont rappelé : l'infraction n'est pas la même selon la personnalité de son auteur. La qualification juridique du délit sera différente pour les uns et les autres.

— en ce qui concerne les initiés primaires ceux qui font partie de la liste des personnes visées à l'article 162-1 de la loi du 24 juillet 1966.

Ces personnes sont tenues d'un devoir de loyauté envers leurs mandants actionnaires. Elles n'ont pas le droit d'utiliser une information qui leur est confiée, mais qui ne leur appartient pas.

S'il est établi que l'une de ces personnes, directement ou indirectement, a agi sur le marché boursier, avant que l'information n'ait été dans le public, alors l'infraction sera constituée, quelque avantage qu'en ait retiré cet initié.

Pour ces initiés primaires, il existe bien une présomption d'opération frauduleuse, qui a été consacrée par les textes.

Cependant, il a été précisé ce matin qu'en matière pénale, l'élément intentionnel était toujours obligatoire.

Il s'agit d'une présomption de mauvaise foi, ce qui peut nous intriguer, dans la mesure où le droit pénal repose essentiellement sur une présomption d'innocence.

Certes, s'agit-il d'une présomption simple de mauvaise foi, pouvant toujours être combattue par la preuve contraire, et ce par tout moyen.

L'initié de première main pourra tenter de prouver qu'il ne détenait aucune information, ce qui n'est pas nécessairement aisé et en tout cas très éloigné du principe que l'on ne peut prouver un fait négatif.

La difficulté n'est donc pas mince à résoudre. C'est d'ailleurs pour tenter de tourner la difficulté que certains groupes de sociétés font aujourd'hui connaître aux organes de contrôle du marché la liste des membres de leur société nécessairement informés de l'ensemble des faits pouvant influencer l'évolution de leurs titres sur le marché. Le but poursuivi est alors de disculper ceux qui ne figurent pas sur la liste communiquée. On peut cependant demeurer sceptique à l'égard d'une telle pratique.

La meilleure solution, a-t-il été rappelé, est vraisemblablement de faire en sorte que l'information soit publiée le plus rapidement possible, ce qui permet de respecter l'obligation de transparence du marché dont nous avons souvent parlé aujourd'hui (7).

— l'initié secondaire paraît soumis à un sort moins rude, car pour lui n'existe pas la présomption de mauvaise foi.

(7) Cf. en ce sens, *Les infractions boursières*, C. DUCOULOUX-FAVARD : J.-CL., Fasc. 1640.

(6) COB : Règlement 90.06.

— L'initié secondaire, les confrères nous l'ont rappelé, est celui qui accède à l'information à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions, qu'il soit dans ou hors de l'entreprise.

On a cité les commissaires aux comptes, mais aussi les collaborateurs des sociétés de bourse, les fonctionnaires d'administration, les journalistes financiers ; on pourrait également citer, à la limite, la femme de ménage travaillant au service d'une entreprise.

Cette dualité entre les deux catégories d'initiés pose problème. L'initié de première main est présumé de mauvaise foi, alors que l'initié secondaire n'est poursuivi que pour autant qu'il sera prouvé qu'il a consciemment fait usage d'une information privilégiée, cette conscience n'allant cependant pas jusqu'au dol spécial.

Mais qu'advient-il des intermédiaires au sein d'une chaîne d'intervenants ?

Force est de constater qu'il n'existe aujourd'hui aucun texte spécial pour nous répondre, les seuls éléments de solutions pouvant être à mon avis recherchés dans le droit commun de la complicité ou du recel.

N'est-il pas étrange cependant de faire appel au droit pénal commun pour compléter une matière qui a voulu à ce point s'en dégager ?

Ce sont vos débats qui m'ont amené à me poser cette question, que je livre à votre réflexion.

• *Enfin, la dernière observation sur ce point portera sur la notion même d'informations privilégiées*

Il s'agit du dernier élément constitutif du délit d'initié, cet élément est capital.

Nos rapporteurs nous ont expliqué ce qu'était une information privilégiée, je m'en voudrais de répéter ce qu'ils nous ont excellemment rappelé.

Je relèverai simplement que la qualification du caractère privilégié d'une information relève du pouvoir souverain d'appréciation du juge du fond, mais également, cela doit être rappelé, de la Commission des opérations de bourse et des autres autorités du marché.

L'exemple très récent que nous avons connu à l'occasion du référendum sur le Traité de Maastricht, où certains intervenants sur les marchés boursiers auraient eu connaissance, avant leur diffusion dans le grand public, des sondages sur les intentions de vote, nous amène à penser que la notion d'information privilégiée peut atteindre une ampleur que nous n'avons pas fini de découvrir. M. Bardy, représentant la COB, nous a cependant apporté quelques apaisements.

Pour conclure sur ce point, je retiendrai l'idée développée tout à l'heure dans nos discussions, sous forme de boutade :

Peut-on intervenir à la Bourse sans être initié, sauf à jouer à la roulette russe ?

Plus sérieusement, peut-on être aujourd'hui dirigeant de sociétés importantes et céder les « stocks options » que l'on possède sans risquer d'être poursuivi pour délit d'initié, à moins de les céder au plus bas ? La question a été posée, ce matin, mais la réponse n'est pas évidente.

Face à une technicité croissante, à une sophistication des marchés, à leur internationalisation, nous avons relevé l'apparition puis le développement accéléré de dispositions d'ordre législatif, réglementaire, mais aussi d'un embryon de déontologie, le tout constituant un véritable droit des infractions boursières.

Cette nécessité de protéger le marché financier et ses intervenants ne doit pas cependant aboutir à une inflation non maîtrisée d'un magma de dispositions de source nationale ou internationale.

La difficulté consiste en effet, non seulement à les connaître, mais aussi et surtout à les appliquer avec objectivité et circonspection.

Nous avons noté à cet égard le particularisme de la réglementation française qui en a confié le contrôle et le pouvoir de sanction, à tout le moins en premier ressort, non pas au pouvoir judiciaire, mais à un organisme doté d'un certain nombre de prérogatives : la Commission des opérations de bourse.

C'est du statut et du rôle essentiel de cette Commission dont il sera question dans la seconde partie de nos observations.

II. — L'émergence et la montée en puissance des organes de régulation et de contrôle du marché. Statut et rôle de la Commission des opérations de bourse

Au cours de ces travaux, nous avons fort longuement abordé les questions que suscitent le statut et le rôle grandissant de la COB, plus particulièrement lors de l'exposé d'Yves Turquin, mais aussi lors des discussions passionnées qui se sont succédé ce matin et au cours de l'après-midi.

C'est pourquoi je ne reviendrai pas en détail sur le statut de la COB, sauf à rappeler les deux textes fondamentaux que constituent l'ordonnance du 28 septembre 1967 et la loi du 2 août 1989.

De très éminents spécialistes se sont penchés sur le statut et les pouvoirs de la COB. Je ne saurais tous les citer. Je rappellerai l'article remarquable de M. le Président Bézard : « Le pouvoir de sanction financière directe de la Commis-

sion des opérations de bourse », publié en janvier 1990, peu de temps après la publication de la loi du 2 août 1989 (8).

C'est en m'inspirant des travaux de ce jour et de cette remarquable contribution du Président Bézard, que je voudrais insister sur la spécificité des pouvoirs de la COB, dont l'intérêt ne peut nous échapper, en notre qualité d'experts judiciaires mais aussi, pour la majorité d'entre nous, en notre qualité de commissaires aux comptes.

Je retiendrai deux orientations principales :

- les pouvoirs de la COB sont importants et exorbitants de droit commun,
- ces pouvoirs doivent cependant trouver une limite.

1. Les pouvoirs de la COB sont importants et exorbitants de droit commun

A plusieurs reprises nos confrères ont fait allusion à ce que l'on pourrait appeler le triple pouvoir de la COB :

- pouvoir de réglementation,
- pouvoir d'enquête,
- pouvoir de sanctions.

Il est rare que dans nos institutions un même organe arrête des normes, en surveille l'application et en sanctionne les manquements. Sans être juriste émérite, on peut se demander si un tel phénomène n'est pas en opposition avec le principe de la séparation des pouvoirs.

A cet égard, trois points essentiels se sont dégagés au cours de nos débats :

a) Sans doute serait-il osé de dire que la COB légifère

Elle n'est d'ailleurs pas dotée de la personnalité morale. Il s'agit en réalité, selon le Conseil constitutionnel, d'une autorité ou d'un organe administratif. Ses décisions sont d'ordre administratif (9).

Lors de la création de la COB en 1967, la législation en matière boursière était insuffisante ou plus exactement inadaptée. Il a donc bien fallu que de manière pragmatique, au travers des dossiers dont elle était saisie, la COB regroupe des solutions, dont elle a ensuite dégagé des principes, qu'elle a érigés en recommandations, avis, instructions, ainsi que le texte qui l'a créé lui en donnait la possibilité.

(8) PA n° 8 - 17 janv. 1990. — Cf. également *Le juge et l'autorité de marché*, Guy CANIVET, Président de Chambre à la cour d'appel de Paris : *Droit et Commerce*. — *La répression des infractions boursières après la loi du 2 août 1989*, Alexis MOURRE : *Gaz. Pal.* 1990, Docr. 1^{er} semestre. — *Les droits de la défense devant la COB*, Alain COURET : *Bull. Joly*, déc. 1991, p. 1081.

(9) Cf. *Le juge et l'autorité de marché*, Guy CANIVET, *op. cit.*, p. 3.

Le fait que ces mesures soient tantôt à caractère général, tantôt à caractère individuel, n'enlève rien à leur force. Songeons au poids d'une décision d'admission d'une valeur à la cote, ou d'une décision de refus de visa d'une opération financière.

b) Mais la COB ne se contente pas de réglementer

Elle a aussi ce que l'on pourrait appeler le pouvoir de police sur ces règlements. C'est ainsi que dès l'ordonnance de 1967, un pouvoir d'enquête était attribué à la Commission. Elle dispose, vous l'avez rappelé, de moyens de plus en plus importants. Elle a bien sûr ses propres experts, mais elle peut de surcroît, dans le cadre d'une enquête, s'adjoindre tout technicien, tout expert de son choix.

Relevons par exemple que pour l'année 1991 (10), la Commission a ouvert 87 enquêtes. Il faut encore y ajouter 13 enquêtes rapportées concernant les OPCVM.

Au cours de la même période, 19 dossiers ont été transmis aux autorités judiciaires et 16 aux autorités de marché.

Pour la période 1983 à 1991, 66 dossiers ont été transmis aux autorités judiciaires et ont donné lieu à 21 jugements ou non-lieu.

On constate selon le rapport de la COB un accroissement très important des enquêtes et instructions judiciaires depuis 1989.

Le pouvoir de police de la COB peut revêtir deux formes essentielles :

- la recommandation générale de bonne conduite, qui prendra la forme des classiques communiqués de la Commission,
- la mise en demeure directe, l'injonction personnelle, ayant pour objet d'enjoindre à celui qu'on dit auteur d'un manquement, d'y mettre fin, l'injonction étant le préalable à la sanction.

c) Enfin la commission est aussi un organisme répressif

Il paraît incontestable que la sanction est avant tout administrative, ne serait-ce que par la nature de la personne qui sanctionne (11).

Observons cependant que, contrairement au droit processuel, les règles habituelles ne sont pas suivies. Je vous renvoie sur ce point aux exposés de mes confrères, et aux multiples interventions au cours des débats.

Enfin, nous avons noté que les sanctions prononcées par la COB pouvaient fort bien se cumuler avec celles prononcées par le Tribunal correctionnel, les deux procédures

(10) COB 1991, Rapport au Président de la République, p. 24 à 29.

(11) Cf. *Trib. Conflits*, 22 juin 1992, *Comptoir des Diamantaires c. M^e Mizon ès qual.* : *D.*, 1992, n° 32, 24 sept. 1992.

étant parallèles et pouvant aboutir à des conséquences qui ne laissent pas indifférents.

2. Cependant, les pouvoirs de la commission ne sont pas sans limites

Nous n'avons pas pour ambition de rappeler ici, dans le cadre de cette étude, l'ensemble des dispositions régissant les mécanismes de recours à l'égard des décisions de la COB.

Il me paraît cependant utile que les experts que nous sommes en connaissent les grandes lignes.

Voici les quelques observations succinctes que je souhaite vous rappeler.

a) Le contrôle des décisions de la commission intervient essentiellement a posteriori

Il n'existe en effet, semble-t-il, aucun contrôle *a priori*, ni des règlements, ni des avis, ni des recommandations, ni des injonctions ou sanctions arrêtés par la commission.

Deux types de recours ne posent pas de difficulté particulière :

- les appels des jugements rendus par le Tribunal correctionnel sont déférés de la manière la plus classique qu'il soit devant la Cour d'appel,
- de la même façon, sont soumis au droit commun du contentieux administratif les recours portés à l'égard des actes pris par la commission ou les autres autorités du marché, qui relèvent du pouvoir réglementaire ou disciplinaire délégué à ces autorités.

Dans le cadre de cette journée d'étude et de réflexion, c'est en réalité le recours judiciaire qui nous intéresse.

b) Le recours judiciaire à l'égard des décisions de la COB

Vous l'avez rappelé, ce recours judiciaire, à l'égard d'un acte administratif, intervient devant la Cour d'appel de Paris, posant à nouveau la question de la séparation des pouvoirs.

Il est important d'observer que la Cour d'appel de Paris ne va pas statuer comme elle le fait classiquement en tant que juge du deuxième degré de juridiction. En fait, il ne s'agit pas réellement d'un appel. La Cour d'appel va statuer en premier, mais aussi en réalité en dernier ressort, dans le cadre du processus judiciaire, sa décision ne pouvant qu'être soumise au seul contrôle de la Cour de cassation.

L'Etat sera en fait représenté deux fois :

— La première en qualité de représentant de l'autorité dont la décision est contestée. Il sera alors représenté par le

Commissaire du Gouvernement ou par l'agent judiciaire du Trésor,

— La seconde fois par le Ministère Public, dont les textes prévoient l'intervention.

Observons également que « l'appel » n'est pas suspensif, mais que peut cependant être déposée une demande de sursis à exécution.

Il conviendrait également, pour être complet, de se poser la question de savoir si la Cour d'appel peut être à la fois le juge de l'annulation et le juge de la réformation. Le temps nous manque pour aborder une telle question cependant primordiale.

Il semblerait, pour résumer, que la Cour statue à la fois comme juge de l'annulation et de la réformation.

Cependant, la Cour a toujours estimé que sa compétence était une compétence dérogatoire du droit commun. C'est ainsi que, chaque fois que le recours dont elle est saisie fait apparaître une difficulté relevant d'un contentieux classique, la Cour ne peut que renvoyer à ce contentieux classique, décidant quant à elle de surseoir à statuer. Elle a d'ailleurs affirmé que « sa juridiction ne peut s'exercer que dans la seule limite des compétences de l'autorité qui a pris la décision critiquée » (12).

En résumé, nous avons constaté au cours de nos travaux :

- que les autorités du marché ont incontestablement des pouvoirs exorbitants de droit commun, mais ces pouvoirs, nous l'avons dit, sont exercés par des spécialistes en la matière,
- que ces pouvoirs ne sont pas absolus, puisqu'ils sont soumis à des recours, soit de droit commun, soit dérogatoires, lesquels constituent une protection efficace des droits des intervenants.

C'est précisément sur la place des experts et leur intervention dans toutes ces instances, que je souhaiterais maintenant m'arrêter quelques instants.

III. — L'intervention de l'expert-comptable judiciaire

M. le Président Bézard rappelait dans l'étude à laquelle je faisais référence tout à l'heure : « qu'aux yeux des magistrats, qu'ils soient civils, commerciaux ou pénaux, du siège ou du Parquet, la COB est un expert de grande qualité » (13).

(12) Paris, 13 juill. 1988, *Holophane c Sté Emess*, Bull. Joly, 1988, p. 415. — D. 1989, p. 160, note LE CANNU. — Rev. Dr. Bancaire, 1988, p. 172, Note JEANTIN et VIANDIER.

(13) *Op. cit.* : PA n° 8, 17 janv. 1990.

Par ailleurs, ajoutait-il : « ...il s'agit d'un organisme public, ce qui représente pour les juges une garantie certaine ».

Je pense que personne ne saurait contester de telles appréciations.

Cela étant, M. le Président Bézard concluait sa brillante analyse en observant que : « cet organisme (la COB) a dorénavant le redoutable privilège, sans précédent en France et dans les autres démocraties, d'élaborer le droit, de veiller à son application et d'en sanctionner le non-respect ».

Ce triple pouvoir nécessite bien évidemment, vous l'avez mentionné au cours de nos débats, un certain nombre de garanties, notamment au profit des justiciables. J'y reviendrai dans quelques instants.

Nous avons également vu que le pouvoir judiciaire n'était nullement absent des débats :

- c'est ainsi qu'en premier lieu la COB est amenée à transmettre au Parquet certains dossiers nécessitant une instruction particulière,
- le Parquet peut être également saisi directement par les plaignants avec constitution de partie civile,
- il est également possible que le Tribunal de grande instance soit saisi,
- de plus les pouvoirs de sanction de la COB ne sont pas sans limites, puisque la loi a prévu la possibilité d'un recours devant la Cour d'appel de Paris.

Il existe donc un certain nombre de juridictions qui peuvent s'adjoindre le concours de l'expert-comptable judiciaire.

Enfin, rappelons que la COB peut également, en vertu des dispositions de l'ordonnance du 28 septembre 1967 (14), faire appel à des experts indépendants. Observons, cependant, tout en le regrettant, que ce recours à l'expert est rarement utilisé par la COB, ceci a été relevé ce matin par le Président Bézard.

Je voudrais, en quelques mots, compte tenu du peu de temps dont je dispose encore, insister sur deux points essentiels que nous avons développés au cours de ce Congrès :

- l'intérêt que présente la désignation de l'expert,
- les types des missions qui peuvent lui être confiées et les difficultés qu'il risque de rencontrer.

1. L'intérêt de la désignation de l'expert

En vertu des dispositions de l'article 232 du NCPC : « le juge peut commettre toute personne de son choix pour

(14) Ord. n° 67-833, 28 sept. 1967, art. 5A.

l'éclairer par des constatations, par une consultation ou par une expertise sur une question de fait qui requiert les lumières d'un technicien ».

Nous savons que l'expertise judiciaire éventuellement ordonnée par la juridiction pénale sur les intérêts civils obéit aux règles de l'expertise en matière civile (15).

a) Faire appel à un expert

Dans une matière telle que celle des délits boursiers, où le droit et le chiffre se mêlent constamment, le juge sera bien souvent amené à faire appel au concours de l'expert-comptable judiciaire, dont la formation juridique, financière et économique est bien souvent le gage de sa compétence.

Le juge, qu'il soit membre d'une juridiction civile ou pénale, ne peut en effet posséder un savoir universel, notamment dans une matière dont nous avons relevé la complexité et la technicité.

Je ne peux résister au plaisir de citer M. le Premier Président Draï, qui écrivait récemment dans un article intitulé : « Le juge et le financier » (16) : « ... les temps ont changé et, pour de bons esprits, il faudra désormais se refuser à toute séparation des professions du droit et des professions du chiffre, ... dès lors les " hauts techniciens du droit " devraient toujours travailler de concert avec les " hauts techniciens de la comptabilité, de la finance, de l'organisation et de l'informatique ", au sein d'équipes pluridisciplinaires ».

Et il ajoutait :

« Et le juge dans tout cela ?

« ... Les juges entendent trouver dans la motivation des décisions du conseil des bourses de valeur, tous les éléments de fait et tous les visés de textes qui leur permettront de comprendre le sens ou la portée de la décision attaquée, afin d'en contrôler, tout à la fois, la légalité et l'opportunité...

« Est, en effet, expiré le temps où la matière protégée des regards des juristes était le champ clos d'une poignée de spécialistes pratiquant " la religion de l'opportunité et du cas d'espèce ".

Veillez me pardonner une si longue citation qui a le mérite d'évoquer en quelques phrases le fond du problème dont nous nous entretenons depuis ce matin.

M. le Procureur général Bézio rappelait tout à l'heure dans son intervention « ... l'irremplaçable collaboration de l'expert-comptable judiciaire associé à l'œuvre de justice ».

« L'expert, disait-il, doit rendre clair ce qui était obscur ».

La présence de l'expert, dans ce type de contentieux que constituent les délits boursiers, se justifie alors par ses qua-

(15) *Guide pratique de l'expertise judiciaire*, Pierre FEUILLET et Félix THORIN, Litec-Introd. Gaz. Pal..

(16) *Actualité et prospections financières* : Gaz. Pal., n° 349, 16 déc. 1991.

lités de technicien de la comptabilité et bien souvent du droit des sociétés ; je pense notamment aux experts, commissaires aux comptes.

D'autres raisons militent en faveur de cet appel à l'expert judiciaire.

Vous les avez examinées notamment au cours de l'exposé de notre confrère, J.-C. Cailliau, dont nous avons relevé la brillante technicité.

Je me permettrai de les rappeler brièvement.

b) L'expert judiciaire est indépendant des parties

Il me paraît inutile d'insister sur ce point, sauf à observer que l'importance, bien souvent considérable, des intérêts en jeu exige nécessairement cette qualité primordiale.

c) L'expert judiciaire doit respecter les droits de la défense

C'est un sacro-saint principe du droit français, qui prend ici une importance particulière en raison du caractère médiatique, bien souvent exacerbé, de ce qu'il est convenu d'appeler couramment les « scandales financiers ».

Je songe plus particulièrement à ce que nous avons dit aujourd'hui en matière de respect du contradictoire et de la confidentialité de la procédure.

Il faut éviter qu'une décision hâtivement publiée, bien que non définitive, crée un préjudice considérable, irréversible à l'égard d'un dirigeant de société, d'un investisseur, d'un homme politique, d'un commissaire aux comptes, etc.

De plus, l'expert judiciaire peut toujours en référer au juge en cas de difficulté, ce qui, là encore, permet de respecter le contradictoire et les droits de la défense.

2. Les missions confiées à l'expert judiciaire et leurs difficultés

Je voudrais terminer mon propos en rappelant les différents types de mission d'expertise que notre confrère, J.-C. Cailliau, a exposés cet après-midi à travers deux cas pratiques tirés de sa grande expérience en cette matière.

Il a été, à juste titre, rappelé qu'il était extrêmement rare que la COB, en raison des services spécialisés qu'elle possède, fasse appel à des experts judiciaires, encore que, nous l'avons noté avec satisfaction, elle ne se refusait pas dans l'avenir à reconsidérer dans certains cas sa position.

Nous avons constaté qu'en règle générale, les experts étaient désignés par les tribunaux, lesquels sont saisis :

— soit par la COB, à la suite d'une enquête préalable déjà effectuée,

— soit sur plainte d'une partie civile, notamment d'une association d'actionnaires apte à se porter partie civile.

Les exemples cités par notre confrère nous permettent de retenir un certain nombre d'enseignements :

a) Tout d'abord au niveau des types de mission

Pour ce qui concerne les trois principaux délits boursiers que nous avons retenus, les missions peuvent être classées en trois catégories principales.

- Celles qui consistent à analyser le contenu des documents et des informations diffusées par les émetteurs.

Ces missions se rapprochent de celles habituellement effectuées par les experts-comptables et les commissaires aux comptes dans l'exercice de leurs mandats.

- Les missions qui consistent à décrire les mécanismes litigieux, voire frauduleux, notamment les interventions sur le marché financier.

- Enfin, les missions qui ont pour objet l'évaluation d'un préjudice financier, découlant soit de publication d'informations fausses ou incomplètes, soit de manipulation de cours ou d'utilisation d'informations privilégiées.

Le préjudice peut être subi par une société de bourse, un émetteur, ou par les différents intervenants sur le marché. Ce préjudice peut être public ou privé.

Il est bien entendu possible que ces différents types de missions se trouvent regroupés dans une seule et même procédure, comme tel était le cas dans le second exemple qui vous était proposé.

b) Ces missions présentent des difficultés spécifiques que nous avons analysées et qu'il convient de rappeler brièvement

Tous les rapporteurs ont insisté sur trois difficultés essentielles :

- *En premier lieu*, l'expert doit bien entendu posséder des connaissances approfondies et actualisées sur l'ensemble des mécanismes boursiers déjà rappelés, ainsi que sur les dispositions législatives et réglementaires dont on a constaté la complexité.

Une mise à jour permanente des connaissances est indispensable, y compris en matière d'évolution des règles de déontologie, qui s'imposent à l'ensemble des intervenants sur le marché.

Tout ceci constitue le savoir de base que doit posséder l'expert judiciaire. Les exposés et les réflexions qui ont été développés au cours de ce Congrès peuvent sans nul doute y contribuer.

- *En second lieu*, les investigations auxquelles l'expert doit se livrer en matière de délits boursiers, porteront bien

souvent sur des volumes de transactions extrêmement importants, nécessitant l'analyse de multiples documents de travail, supports des opérations réalisées sur le marché boursier entre les différents types d'intervenants. Il convient là également de connaître les règles de fonctionnement qu'appliquent les opérateurs, plus spécialement les intermédiaires : sociétés de bourse et sociétés de gestion de portefeuille. Une première démarche, qui rappelle celle des commissaires aux comptes, consiste à apprécier l'existence et la fiabilité du contrôle interne dont ces organismes doivent être nécessairement dotés. La démarche est d'autant plus complexe que les trois fonctions : négociation, compensation et conservation sont encore bien souvent assurées par le même établissement.

Il convient, par ailleurs, d'aller à l'essentiel, d'éviter de se perdre dans un volume considérable de documents, pour limiter la quête documentaire à l'analyse des tendances du marché sur un ou plusieurs titres considérés. Il a été rappelé, notamment par J.-C. Cailliau, que la méthode des sondages, pour autant qu'elle soit appliquée scientifiquement, est bien souvent la plus appropriée.

- *La troisième difficulté* concerne plus particulièrement l'évaluation du préjudice qui constitue dans bien des cas l'essentiel de notre mission, tout au moins en matière civile.

Or cette appréciation est bien souvent délicate selon le type d'infraction et la qualité des intervenants.

Le cas de la « bouilloire » analysé tout à l'heure, nous a permis par exemple de distinguer le préjudice subi par les sociétés de bourse, de celui causé aux opérateurs sur le marché. Le premier était aisément évaluable, le second était quasiment impossible à apprécier. Il faut alors distinguer, a-t-il été rappelé, le préjudice « privé », celui subi par tel ou tel opérateur ou intermédiaire, du préjudice « public », constitué notamment chez les opérateurs potentiels, par une perte de confiance dans l'efficacité du marché.

Ce préjudice, en quelque sorte potentiel, difficilement évaluable, pourrait trouver sa contrepartie, a-t-il été dit, dans l'amende pénale à laquelle les auteurs du délit seront condamnés.

Je voudrais enfin ajouter une dernière observation qui concerne, non seulement les experts que nous sommes, mais aussi les magistrats et les organismes de contrôle et de régulation du marché. Il convient, en effet, ceci me paraît essentiel dans ce type de débat, de toujours se replacer au moment où les faits incriminés se sont produits.

Il est indispensable, pour respecter le principe d'objectivité qui doit présider aux travaux de ceux qui participent à l'œuvre de justice, de se poser la question de savoir si, au moment où les documents d'information ont été établis et publiés, le responsable connaissait, ou pouvait connaître, les faits qui se sont révélés ultérieurement.

Cette règle de base n'est malheureusement pas toujours respectée...

IV. — Conclusion

En préparant les travaux de ce XXXI^e Congrès, mes confrères et moi-même avons la crainte d'aborder un thème de réflexion très éloigné de nos préoccupations professionnelles quotidiennes.

Je crois, alors que nos travaux s'achèvent, que notre pronostic s'est avéré inexact pour au moins deux raisons.

En premier lieu, je le rappelais ce matin en introduisant notre débat, les plaisirs de la découverte sont toujours exaltants et je constate que nous les avons largement partagés.

En second lieu, grâce à votre présence, grâce à vos nombreuses interventions, j'y inclus celles de nos invités, et plus particulièrement celles des Hauts Magistrats qui nous ont consacré cette journée, nos débats ont été enrichissants. Ils ont eu notamment le mérite de nous ouvrir des horizons insoupçonnés dans une matière à la fois spécifique et évolutive que constituent le droit boursier et les techniques financières.

Les experts-comptables judiciaires, hommes du chiffre et du droit, y ont toute leur place et un rôle important à jouer.

Nous avons aujourd'hui abordé les problèmes que posent les infractions boursières sous leur aspect essentiellement curatif. N'oublions cependant pas que notre profession, mais aussi celle des commissaires aux comptes dont nous faisons partie pour la plupart, ont également un rôle essentiel à remplir en matière de prévention auprès des agents économiques qui nous accordent leur confiance.

Dans un monde où l'information, sous toutes ses formes, a pris une place prépondérante, soyons vigilants en veillant au contenu de l'information que nous vérifions, en veillant à la qualité de sa diffusion. Ce sont les gages de l'intégrité du marché à laquelle nous pouvons et devons apporter notre contribution.

Je vous remercie de votre patiente attention.

(Applaudissements)

CLÔTURE DES TRAVAUX

par

Monsieur Pierre Bézio

Procureur général près la Cour de cassation

M. Bézio : Je vous remercie très sincèrement et je tiens à vous complimenter aussi pour votre esprit de synthèse, puisque vous avez dans un temps très bref résumé tous les travaux qui se déroulent ici depuis ce matin et dont la richesse a pu être appréciée par tous. Merci encore d'avoir ainsi extrait de ces débats la substantielle moelle et si vous le voulez bien, je vais laisser la parole maintenant au Président Bézard.

M. Bézard : Merci, Monsieur le Procureur général. Effectivement, le programme prévoit que je suis maintenant appelé à présenter quelques observations à la fin de cette journée.

En réalité, qu'ai-je à dire après ce remarquable, très précis et très clair exposé de synthèse qui rassemble les idées les plus fortes des exposés des intervenants de ce matin et de cet après-midi, lesquels étaient si complets et si riches ?

Peu de chose en vérité, sinon que j'ai vraiment le sentiment que l'on se trouve encore devant une pratique boursière, une réglementation boursière « en fusion », selon un terme employé par un professeur de droit, le Doyen Ripert, je crois, c'est-à-dire encore en pleine évolution et que nous avons des difficultés à saisir et à enfermer dans des analyses définitives. Nous sommes au cœur du débat. Il faut s'en rendre compte. Dans ce domaine comme ailleurs, notre fin de XX^e siècle témoigne d'éclatement de structures, d'apparition de nouvelles données qui constituent des révolutions profondes, lesquelles engagent le XXI^e siècle d'une manière extrêmement importante.

Il nous faut réfléchir à ces problèmes. C'est ce que nous avons fait ici et tout ce qui a été apporté à notre réflexion au cours de cette journée a été pour nous tous d'une grande richesse.

Je voudrais pour ma part, et pour terminer, insister sur un point. Nous sommes tous des juristes, vous êtes tous des experts-comptables judiciaires, nous sommes des magistrats, nous participons à l'œuvre de justice, j'ai insisté là-dessus dans mon court exposé de ce matin.

Or, j'ai l'impression que, dans ce droit boursier que l'on a établi ces dernières années, dans ces pratiques boursières,

l'on n'a pas vraiment cherché à donner une place importante aux juristes, aux juges.

Il me semble que le monde financier considère que le monde du droit relève un peu du XIX^e siècle, qu'il réagit lentement, dans des procédures très longues, dans des expertises qui demandent du temps.

Il me semble que l'on s'est dit : « Il faut que ce monde moderne, ce monde boursier, financier aille très vite. On n'a pas besoin de compliquer les mécanismes et encore moins de chicane ».

Je pense que c'est là une motivation profonde de cette évolution même si elle était plutôt inconsciente de la part des autorités qui ont établi ces textes et qui les ont appliqués. Je vais essayer d'éclairer ces propos en le plaçant à deux points de vue successifs.

- Le premier se situe au niveau de l'élaboration de la réglementation.

Le législateur a donné à la Commission des opérations de bourse la possibilité de faire des règlements, vous l'avez indiqué Monsieur le rapporteur général. Si l'on analyse le texte d'habilitation, on constate qu'il est suffisamment large pour lui permettre, en se référant à sa mission de protection de l'épargne, de construire pour les sociétés faisant publiquement appel à l'épargne, un nouveau droit parallèle au droit des sociétés établi par la loi de 1966.

Comment d'ailleurs est élaboré ce droit ? Eh bien, les règlements de la COB sont consacrés, homologués plus exactement, par un arrêté du ministre des finances. Le ministre de la justice chargé du droit des sociétés n'est pas contre-signataire de ces textes et le Parlement est absent du débat. Voilà comment peut se développer la législation du droit des sociétés les plus importantes, du droit des sociétés qui font publiquement appel à l'épargne, celui où est investi l'argent de la plupart des Français qui veulent placer en bourse leur épargne.

En réalité, il est rassurant de constater que la COB a fait un usage prudent des possibilités qui lui sont ainsi ouvertes.

• Le deuxième point se situe au niveau de l'application de la réglementation, de la sanction. Il faut relever là encore une innovation très importante consacrée récemment par le législateur : la COB a reçu la possibilité de sanctionner par des amendes le non-respect de ses propres règlements. Mais comme ses propres règlements ont établi des solutions semblables aux solutions des dispositions pénales du droit des initiés, du droit de l'information trompeuse et du droit de la manipulation des cours, il existe dorénavant pour ces domaines deux législations parallèles : celle établie par les règlements de la COB, qui sont souples sur le plan des éléments constitutifs de l'infraction et celle qui résulte du droit pénal, d'application plus stricte en raison de la rédaction des textes.

Cette sanction qui peut avoir une très grande portée en raison de l'importance de l'amende traduit indiscutablement le sentiment qu'une meilleure efficacité dans la lutte contre les comportements critiquables justifie que ce soit les autorités boursières elles-mêmes qui fassent à la fois la police, la réglementation et appliquent la sanction.

Ce point de vue est défendable, il a d'ailleurs été considéré comme non critiquable sur le plan des principes par le Conseil constitutionnel. Et il faut bien dire que là encore la COB fait une application raisonnable de ce pouvoir.

Est-ce à dire qu'il résulte de cette évolution que le juge et le juriste n'interviennent plus au cours de ces procédures ? On se tromperait sérieusement en répondant par l'affirmative.

Le juge reste le défenseur des droits des individus dans ce domaine comme dans d'autres. Ce n'est pas parce qu'on a établi des procédures très simples et très souples en matière d'application des textes boursiers que l'on sera autorisé à ne pas respecter un certain nombre de règles. Le contradictoire s'impose de même que le principe de la motivation de la décision et celui d'une sanction adaptée. Le législateur ayant prévu que les recours, vous l'avez dit, Monsieur le rapporteur général, sont portés devant les autorités judiciaires — la cour d'appel de Paris et éventuellement sur pourvoi la Cour de cassation — il appartient à ces autorités judiciaires de veiller à ce qu'il en soit bien ainsi. Elles le font sans hostilité à l'égard du travail efficace et nécessaire effectué par les autorités boursières.

J'insiste, et vous êtes bien sûr tous d'accord avec moi, que sans la COB il n'y aurait pas de véritable moralisation des marchés boursiers et qu'il convient de lui être reconnaissant de l'énorme travail qu'elle a effectué depuis sa création pour faire évoluer les mentalités et consacrer des règles efficaces au service d'un marché toujours plus performant et protecteur de l'épargne.

J'ajoute qu'elle possède à sa tête et en son sein de fortes personnalités, en particulier des magistrats dans son collègue et à la tête de deux services essentiels — le service juridique et d'inspection — qui savent concilier le dynamisme de l'action et le respect des principes fondamentaux.

Le paysage dans le domaine de la sanction aux manquements à la réglementation boursière et des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne a donc été profondément

bouleversé. Dorénavant, l'autorité judiciaire n'est plus aussi nettement en première ligne qu'autrefois. Certes, les sanctions pénales subsistent et le Parquet peut prendre et effectivement prend des initiatives saisi en particulier par la COB, mais cet organisme, il ne faut pas se leurrer, va multiplier l'utilisation de sa propre sanction pour non-respect de ses règlements. Il y aura un déplacement certain du pénal vers le civil. On voit apparaître, à un second niveau, l'autorité judiciaire jugeant sur recours du bien-fondé et de la régularité de la sanction prise par l'autorité boursière.

On ne peut pas dire encore quelle sera l'importance de ce contentieux dans le domaine boursier. On signalera qu'en ce qui concerne le Conseil de la concurrence, autre organisme décidant aussi de sanction, ce contentieux est très important tant devant la cour d'appel de Paris que devant la chambre commerciale de la Cour de cassation.

Il appartient aux juges et aux juristes de répondre à cette mission qui est susceptible de prendre une importance grandissante. Il faut qu'ils se montrent à la hauteur de celle-ci. Que les magistrats soient toujours plus dynamiques, attentifs aux réalités économiques et financières, compétents et informés.

Cette information, ils pourraient l'obtenir en particulier grâce à vous, Messieurs les experts judiciaires. Il faut donc que vous vous prépariez à cette tâche. Il faut que vous ayez conscience du rôle toujours plus grand que jouera le phénomène boursier dans les années qui viennent.

Vous devez occuper une place significative dans cette évolution et la mériter par des efforts d'adaptation.

Ce Congrès est important parce qu'il a su, grâce à ses initiateurs, mettre l'accent sur ce problème et grâce aux intervenants, établir un catalogue complet et précis des questions qui se posent, des solutions qui y sont apportées et des perspectives d'avenir.

Je suis convaincu que dans votre profession, comme ailleurs, on fera référence aux actes de ce colloque qui, je l'espère, recevront la publicité que méritent son sérieux et sa richesse.

(Applaudissements)

M. Bézio : Avant de déclarer close cette partie du congrès, je vais laisser la parole au Président Feuillet qui a quelques mots à vous dire.

M. Feuillet : Ces quelques mots, M. le Procureur général près la Cour de cassation, M. le Président de la chambre commerciale de la Cour de cassation, seront de très chaleureux remerciements, d'abord à votre endroit à tous les deux pour avoir présidé d'une façon aussi brillante les travaux de notre congrès.

J'adresserai également de vifs remerciements au rapporteur général Pierre Darrousez, qui a conduit son équipe et conclu ses travaux de façon exemplaire.

Mes remerciements iront également aux quatre rapporteurs qui sont intervenus de façon remarquable, chacun dans sa spécialité, Mme Hélène Bon, M. Pierre Loeper, M. Yves Turquin, M. Jean-Claude Cailliau.

Je pense que, pour la Compagnie nationale des experts-comptables judiciaires, ce congrès est un grand succès.

Il m'apparaît souhaitable que ses travaux soient largement diffusés et que la publication pourra en être faite dès que possible, attestant ainsi de l'importance et de la qualité des études réalisées par les experts-comptables judiciaires sur des sujets particulièrement difficiles à cerner et à traiter.

C'est le vœu que je formule, ne doutant pas que les congrès suivants seront du même niveau que celui qui s'achève dans cette salle par ailleurs prestigieuse par l'histoire qui l'imprègne.

Je vous remercie tous d'avoir participé à cette journée remarquable.

M. Bézio : Deux mots pour m'associer aux remerciements qui ont été formulés par M. le Président Feuillet à l'égard des quatre rapporteurs qui ont été particulièrement brillants. Je tiens à lui dire aussi que certes, M. Bézard et moi-même sommes sensibles aux remerciements qui nous sont adressés, mais en ce qui me concerne ces remerciements sont totalement inutiles dans la mesure où c'est un plaisir pour moi de venir assister à vos congrès, vous le savez bien, puisque aussi bien cela me donne l'occasion de retrouver des amis et de me trouver au milieu de gens de bonne volonté qui, comme moi, ont un idéal, celui de la justice.

Je déclare clos ce XXXI^e Congrès.

(Applaudissements)

(La séance est levée à 17 h 30)

6433 - Imprimerie LUSSAUD
85200 Fontenay-le-Comte
Dépôt légal mars 1993
n° 2442

XX^e Congrès National : Nancy, 16 octobre 1981.
Sous la présidence de M. Vienne, Président de la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Feuillet, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'intervention de l'expert judiciaire en comptabilité en cas de mise en œuvre de l'article 99 de la loi du 13 juillet 1967.

XXI^e Congrès National : Angers, 5 novembre 1982.
Sous la présidence de M. Olivier, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Clara, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert judiciaire face aux problèmes posés par l'informatique.

XXII^e Congrès National : Palais des Papes — Avignon, 28 octobre 1983.
Sous la présidence de M. Escande, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Bréval, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert judiciaire face aux problèmes posés par la notion de cessation des paiements.

XXIII^e Congrès National : Colmar, 5 octobre 1984.
Sous la présidence de Mme Rozès, Premier Président de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Feuillet, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert judiciaire dans les pays de la Communauté Européenne.

XXIV^e Congrès National : Douai, 4 octobre 1985.
Sous la présidence de M. Defontaine, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Henrot, expert près la Cour d'Appel de Metz.

L'image fidèle et l'application des nouveaux textes répressifs visant la présentation des comptes sociaux.

XXV^e Congrès National : Lyon, 7 novembre 1986.
Sous la présidence de M. Defontaine, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Belou, expert près la Cour d'Appel de Toulouse.

L'expertise en diagnostic d'entreprise.

XXVI^e Congrès National : Bordeaux, 16 octobre 1987.
Sous la présidence de M. Guth, conseiller à la Cour de Cassation.
Rapport général, M. Windsor, expert près la Cour d'Appel de Caen.

L'expert judiciaire face à la responsabilité civile des professionnels.

XXVII^e Congrès National : Rouen, 7 octobre 1988.
Sous la présidence de M. Leonnet, Directeur des Affaires civiles et du Sceau.
Rapporteur général, M. Feuillet, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert-comptable judiciaire et la quête documentaire.

XXVIII^e Congrès National : Pau, 6 octobre 1989.
Sous la présidence de M. Defontaine, Président de la Chambre Commerciale de la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Dana, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert-comptable judiciaire et l'application des clauses de garantie de passif.

XXIX^e Congrès National : Aix-en-Provence, 5 octobre 1990.
Sous la présidence de M. Pierre Bézio, Procureur Général près la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Bréval, expert agréé par la Cour de Cassation.

La comptabilité dans la nouvelle législation sur la banqueroute.

XXX^e Congrès National : Paris, octobre 1991.
Sous les présidences de M. Pierre Drai, Premier Président de la Cour de cassation et de M. Pierre Bézio, Procureur Général près la Cour de Cassation.
Rapporteur général, M. Jean Clara, expert agréé par la Cour de Cassation.

L'expert-comptable judiciaire et les droits des justiciables, vingt ans après.