



UNIVERSITE DE NANCY 2

MISSION DE
RECHERCHE



DROIT ET
JUSTICE

CREDES

CENTRE DE RECHERCHES ET DE DOCUMENTATION ECONOMIQUES

**L'ORGANISATION DES DISPOSITIFS SPECIALISES DE LUTTE CONTRE LA
CRIMINALITE ECONOMIQUE ET FINANCIERE EN EUROPE :
DROIT ECONOMIQUES, DROIT COMPARÉ ET DROIT INTERNATIONAL**

Responsables scientifiques : Professeur Bruno Deffains

Professeur Frédéric Stasiak

Recherche : Myriam Doriat-Duban, Marie-Pierre Philippe-Dussine, Philippe Fénoglio,
Montag, Nathalie Chappe, Ségolène Barbou des Places, Isabelle Riassetto

RAPPORT FINAL

RECHERCHE SUBVENTIONNEE PAR LE GIP MISSION DE RECHERCHE DROIT ET JUSTICE

janvier 2002

CREDES - Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion - Université de Nancy 2
13, place Carnot, 54000 Nancy ☎ 03 83 19 25 92 FAX 03 83 19 26 01



UNIVERSITE DE NANCY 2

MISSION DE
RECHERCHE



DROIT ET
JUSTICE

CREDES

CENTRE DE RECHERCHES ET DE DOCUMENTATION ECONOMIQUES

**L'ORGANISATION DES DISPOSITIFS SPECIALISES DE LUTTE CONTRE LA
CRIMINALITE ECONOMIQUE ET FINANCIERE EN EUROPE :
DROITS NATIONAUX, DROIT COMPARE ET DROIT INTERNATIONAL**

Responsables scientifiques : Professeur Bruno Deffains

Professeur Frédéric Stasiak

Equipe de Recherche : Myriam Doriat-Duban, Marie-Pierre Philippe-Dussine, Philippe Fénoglio,
Carine Sonntag, Nathalie Chappe, Ségolène Barbou des Places, Isabelle Riassetto

RAPPORT FINAL

RECHERCHE SUBVENTIONNEE PAR LE GIP MISSION DE RECHERCHE DROIT ET JUSTICE

janvier 2002

CREDES - Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion - Université de Nancy 2
13, place Carnot, 54000 Nancy ☎ 03 83 19 25 92 FAX 03 83 19 26 01

Sommaire

INTRODUCTION	3
I. Problématique générale	4
I.1. Cadrage	4
I.2. Approfondissements problématiques	6
II. La spécialisation :	
gage d'efficacité de la lutte contre la criminalité boursière	10
III. L'absence de coordination des compétences :	
gage d'inefficacité de la répression boursière	11
IV. Plan	15
CHAPITRE 1	
LA REPRESSION BOURSIERE	19
I. Les justifications de la répression boursière	21
I.1. Les arguments d'ordre juridique	21
I.2. Analyse économique des impacts des délits boursiers	25
II. Les modalités de la répression boursière	35
II.1. Ordres de bourse et infractions boursières	35
II.2. « Non bis in idem » et droit pénal boursier	44
CHAPITRE 2	
L'INDEMNISATION DES PREJUDICES RESULTANT DES INFRACTIONS BOURSIERES	61
I. Le « préjudice » au marché	64
I.1. L'atteinte à la fiabilité de l'information	64
I.2. L'atteinte à l'égalité d'information	64
II. Les préjudices individuels	69
II.1. La caractérisation des préjudices	69
II.2. L'évaluation des préjudices	77
CHAPITRE 3	
L'ANALYSE ECONOMIQUE DE LA REPRESSION PENALE	79
I. Existe-t-il un niveau optimal de criminalité ?	81
II. La sanction comme mécanisme de dissuasion du crime	84
III. La répression optimale	86
IV. Sanction optimale et problèmes spécifiques à la criminalité économique et financière	92
V. L'impact des sanctions sur la stabilité des préférences	94

CHAPITRE 4	
DETECTION DU DELIT D'INITIE :	
UN ESSAI D'EVALUATION ECONOMIQUE	97
I. Régulation du délit d'initié par les autorités de marché	101
I.1. Régulation optimale du délit d'initié en information parfaite	101
I.2. Régulation optimale du délit d'initié en présence d'asymétries d'information	103
II. La politique du régulateur en cas de délégation de la détection des initiés à un intermédiaire de marché	114
II.1. Les caractéristiques du problème de délégation	115
II.2. La probabilité de détection optimale des initiés	116
II.3. Quelques éléments de comparaison des deux politiques	117
CHAPITRE 5	
ANALYSE DU ROLE ECONOMIQUE D'UNE INSTANCE SPECIALISEE :	
LA COB	121
I. La dualité de juridictions dans le domaine des infractions boursières	122
II. L'organisation de la répression	123
II.1. La surveillance du marché financier	124
II.2 La phase d'instruction	125
II.3. La sanction des infractions boursières par la COB	126

INTRODUCTION

Débutée au mois de janvier 2000, la recherche sur l'organisation des dispositifs spécialisés de lutte contre la délinquance économique et financière a permis de réunir les compétences de chercheurs spécialisés en droit pénal, en droit commercial et en économie. Elle est menée en partenariat avec l'Université de Poitiers.

L'étude s'inscrit dans un contexte général de réflexion quant à l'efficacité des réponses judiciaires en matière de lutte contre la délinquance économique et financière. Elle trouve son fondement dans la demande d'approfondissement dans le cadre du programme Falcone dont l'objectif est de mieux cerner les contours institutionnels de la lutte contre la criminalité économique en Europe. Cette nécessité permet de situer le cadre dans lequel le travail mené par l'équipe nancéenne s'inscrit.

I. Problématique générale

Connaître la réalité des pratiques institutionnelles et organisationnelles de lutte contre la délinquance économique, cerner leur contenu et leur effet, évaluer leur portée au regard de la régulation des comportements criminels apparaît comme une nécessité pour les services en charge de cette lutte dans les différents pays européens. La présente étude doit cependant être située dans une optique plus ciblée compte tenu des difficultés inhérentes à l'imprécision de la notion de délinquance économique et financière. Pour cette raison, le choix s'est porté sur la délinquance boursière qui apparaît sur les marchés financiers. Par ailleurs, différents angles d'analyse ont été privilégiés pour aborder ce thème : infractions, procédures, préjudices et sanctions. Ces thèmes sont repris et développés dans les chapitres qui composent ce rapport. Enfin, il est à souligner la quasi-absence de données quantitatives permettant de mener des analyses économétriques approfondies. Pour cette raison, le choix méthodologique retenu privilégie une approche interdisciplinaire juridique et économique.

I.1. Cadrage

La délinquance économique et financière est une notion éminemment vaste et imprécise. Aussi paraît-il préférable d'aborder la question de l'efficacité de la réponse judiciaire à ce type de délinquance sous un angle spécifique, en l'occurrence le droit boursier. Plusieurs arguments peuvent être avancés pour justifier ce choix.

Le premier est d'ordre contextuel : la Bourse présente une dimension internationale (interconnexion des marchés de capitaux, bourses en ligne). De ce fait, il peut être intéressant d'analyser les moyens nationaux et internationaux de lutte contre la délinquance boursière.

Le deuxième est d'ordre institutionnel : la mise en place d'institutions financières spécialisées implique l'existence d'interventions multiples. Ainsi en droit boursier français, les juridictions répressives côtoient une autorité administrative indépendante (COB) et deux instances disciplinaires (Conseil des Marchés Financiers et Conseil de discipline de la gestion financière). Outre la question de son coût de fonctionnement, une telle organisation pose des problèmes de « compétition institutionnelle » entre les différentes autorités ainsi que d'acquisition et d'échange d'informations.

Le troisième argument est d'ordre procédural car il n'est pas exclu qu'un même comportement puisse faire l'objet d'une triple poursuite pénale, administrative et disciplinaire. De surcroît, il s'avère que les garanties offertes par les procédures de type administratif ou disciplinaire sont quantitativement et/ou qualitativement plus faibles que celles résultant de la procédure judiciaire. Une telle situation apparaît difficilement conciliable avec les exigences croissantes du droit constitutionnel français mais aussi du droit européen tel qu'interprété par la Cour Européenne des Droits de l'Homme et la Cour de Justice des Communautés Européennes relatives au droit à un procès équitable (délai raisonnable, droits de la défense, non bis in idem, ...).

Le problème posé consiste à se demander dans quelle mesure et sous quels aspects cette spécialisation nuit ou améliore l'efficacité de la répression des infractions boursières. Nous proposons pour cela un bilan critique du système répressif français. Cet objectif s'inscrit dans le débat actuel relatif aux nouvelles formes de régulation économique (projet de fusion COB-CMF, réorganisation des pouvoirs de sanction entre l'autorité boursière et les juridictions répressives).

I.2. Approfondissements problématiques

I.2.1. Argument institutionnel

Trop de spécialisation ne nuit-elle pas à la spécialisation ? En ce qui concerne les infractions boursières, aborder cette interrogation sur le terrain institutionnel revient à se demander si aujourd'hui en France, la pluralité d'autorités investies de pouvoirs de sanctions administratives ou disciplinaires côtoyant l'autorité judiciaire constitue la formule la plus efficace pour lutter contre la délinquance boursière ? A l'heure actuelle, la répression des infractions boursières est assurée par quatre autorités différentes intervenant parallèlement au juge pénal.

- D'un côté, la Commission des opérations de bourse (COB), autorité administrative indépendante, est compétente pour prononcer deux types de sanctions :
 - d'une part des sanctions administratives de nature pécuniaire frappant les auteurs de pratiques contraires à ses règlements (C. mon. et fin., art. L. 621-15) ;
 - d'autre part, des sanctions disciplinaires à raison de manquements à des obligations professionnelles prévues par les lois et règlements en vigueur applicables aux intermédiaires en matière de gestion collective (C. mon. et fin., art. L. 621-25).
- D'un autre côté, le Conseil des marchés financiers, (CMF), autorité professionnelle investie d'un pouvoir de sanction disciplinaire, est habilité à sanctionner les acteurs des marchés réglementés (prestataires de services d'investissement, membres du marché, entreprises de marché, chambres de compensation, adhérents et les personnes placées sous leurs ordres) en cas de manquements à leurs obligations professionnelles prévues par les lois et règlements en vigueur (C. mon. et fin., art. L. 622-16, I).
- Par ailleurs, le Conseil de discipline de la gestion financière (CDGF), autorité professionnelle, est compétent pour prononcer des sanctions disciplinaires en cas d'infraction aux lois et règlements applicables aux OPCVM et à la gestion collective pour compte de tiers (C. mon. et fin., art. L. 623-2).

- Enfin, il faut ajouter que la Commission bancaire, juridiction administrative lorsqu'elle statue en matière disciplinaire, est également compétente pour sanctionner les manquements aux lois et règlements en matière de bonne conduite commis par les prestataires de services d'investissements autres que les sociétés de gestion de portefeuille, les membres des marchés réglementés et les adhérents (C. mon. et fin., art. L. 613-21) : elle vise notamment eux qui fournissent des opérations connexes à des services d'investissements.

A première vue, l'idée qu'à chaque secteur d'activité boursière correspond une autorité compétente pour connaître des infractions paraît constituer une réponse adaptée à la lutte contre la délinquance boursière. Mais encore faut-il que l'articulation des champs de compétence respectifs de ces autorités soit exclusive de tout recoupement. Or le système français actuel est loin d'être parfait à cet égard. En effet, il existe des chevauchements de compétences, et ce à tel point que M. le Ministre de l'économie et des finances a pu dénoncer la "balkanisation" de nos autorités de régulation.

En réalité, le problème provient de ce qu'un même manquement peut, dans certains cas faire théoriquement l'objet de deux, voire de trois types de sanctions différentes : des sanctions disciplinaires, administratives et pénales, prononcées par des autorités différentes.

L'on songe bien sûr immédiatement au conflit de compétences qui oppose à l'heure actuelle la COB à l'ordre judiciaire lorsque l'infraction constitue à la fois un délit pénal et un manquement à un règlement de la COB. Cette infraction pourra donner lieu à des sanctions administratives de nature pécuniaire prononcées par la COB et par ailleurs à des sanctions pénales prononcées par le juge. Tel est également le cas du chevauchement de compétence opposant le CMF et la COB en cas de violation par un prestataire de service d'investissement d'une règle professionnelle figurant à la fois dans un règlement COB et dans le règlement du CMF (sanctions administratives COB et sanctions disciplinaires CMF).

Mais il y a plus : en effet, certains textes attribuent concurremment compétence en matière disciplinaire à deux autorités. L'on est alors en présence d'un véritable conflit de compétences.

- Il en va ainsi de la COB et du CDGF en matière de gestion de portefeuille. (C. mon. et fin., art. L. 621-25 et art. L. 623-2).

En revanche, il est plus intéressant de s'interroger sur les conséquences de ces chevauchements :

- un cumul des sanctions souvent critiqué mais sans aucun doute licite,
- une issue des procédures devant ces autorités qui ne soit pas toujours identique (risque de contrariété de décisions),
- un risque de coexistence de plusieurs droits boursiers parallèles, source d'insécurité juridique pour le justiciable,
- enfin, l'on peut encore regretter la perte de temps causée par un éventuel déclinaoire de compétence de l'une de ces autorités. Dans les faits, la COB n'hésite pas à transmettre les dossiers lorsqu'à l'occasion d'une affaire ses enquêteurs mettent en évidence des faits susceptibles de relever de la compétence d'une autre autorité ou du juge pénal. Cela démontre d'ailleurs une certaine coordination de ces autorités. Mais à l'inverse, il faut également tenir compte de la propension naturelle de ces autorités à concevoir une vision très compréhensive de leurs champs de compétence respectifs face à la rédaction très générale des textes.

C'est pourquoi, à la suite des nombreuses critiques adressées au système actuel, les pouvoirs publics ont entamé des travaux de refonte des institutions boursières. Un projet de loi portant réforme des autorités financières, déposé le 7 février 2001, a pour objectif de trouver le degré de spécialisation optimal propre à assurer l'efficacité de la répression de la délinquance boursière. Efficacité rime ici avec simplification. Cette simplification s'articule autour de deux axes.

- D'une part, elle passe par une meilleure répartition des compétences entre le juge pénal et la COB. Le projet du gouvernement réserve exclusivement au juge pénal la sanction des manquements dès lors qu'il constitue une infraction pénale..

- Le deuxième axe de la réforme est relatif à la concentration des autorités de régulation. Le choix s'est porté sur la création d'une autorité de régulation unique baptisée Autorité de régulation des marchés financiers. Cette autorité administrative indépendante qui naîtra de la fusion de la COB, du CMF et du CDGF concentrera le pouvoir de sanction en matière disciplinaire, aujourd'hui dévolu respectivement à la COB, au CMF et au CDGF.

Cette fusion réglera trois problèmes à la fois : les problèmes de chevauchement de compétence, de cumul éventuel de sanctions et de coordination entre les différentes autorités. Pour finir, il demeure que de *lege ferenda* on peut s'interroger sur l'opportunité d'intégrer ou non la Commission bancaire à cette restructuration ou à tout le moins de supprimer le conflit de compétence qui l'oppose actuellement au CMF.

I.2.2. Argument procédural

A l'heure où l'on parle beaucoup d'harmonisation, voire d'uniformisation normative au sein de l'Union européenne, il convient d'attirer l'attention sur une « exception française ». La France se trouve dans une situation inédite en matière de répression boursière : un même comportement sur un marché financier, par exemple l'utilisation ou la communication d'une information privilégiée, peut être cumulativement qualifiée de délit d'initié poursuivi par les juridictions pénales de droit commun et de manquement d'initié faisant l'objet d'une procédure de sanction administrative devant une instance spécialisée, la Commission des opérations de bourses.

Ce cumul de procédures aboutit cependant à un cumul limité de sanctions administratives et pénales¹. En effet, les exigences constitutionnelles et européennes relatives au principe de proportionnalité ont conduit le législateur à introduire en 1996 un article 9-3 dans l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui permet au juge répressif d'imputer sur l'amende qu'il prononce le montant de la sanction pécuniaire infligée par la COB². Mais, ce faisant, le

¹ Nonobstant une possible sanction disciplinaire prononcée par le Conseil des marchés financiers, le Conseil de discipline de gestion financière ou la Commission bancaire.

² Sur tous ces points, voir F. Stasiak : « Les cumuls de sanctions en droit boursier », Bull. Joly Bourse et Produits financiers 1997, §20, p. 181 et suiv. Il faut signaler que dans une décision n° 96-378 DC du 23 juillet 1996, le Conseil constitutionnel a décidé que « une sanction administrative de nature pécuniaire ne peut se cumuler avec une sanction pénale », ce qui laisse entier le problème du cumul d'une sanction disciplinaire avec une sanction pénale ou administrative.

législateur ne s'est préoccupé que des conséquences et non pas de la cause du problème : la dualité de compétences répressives de la COB et du juge pénal.

A priori, il serait possible d'expliquer cette situation soit par une inadvertance législative, ce qui paraît peu probable, soit par un souci de garantir une efficacité maximale de la répression boursière en s'inspirant de la règle « deux précautions valent mieux qu'une ». Pourtant, il existe en droit interne français³ et en droit international⁴ une règle qui interdit qu'un même comportement puisse faire l'objet de deux poursuites distinctes : non bis in idem. Qui plus est, ce cumul de prérogatives répressives en droit pénal boursier ne semble pas avoir donné de résultats vraiment probants en terme d'efficacité. L'analyse succincte des données fournies respectivement par le casier judiciaire national et les rapports de la COB révèlent que si la spécialisation d'une institution accroît indéniablement son efficacité, c'est à la condition de bien coordonner son champ de compétence par rapport à celui des instances de droit commun.

II. La spécialisation : gage d'efficacité de la lutte contre la criminalité boursière

Selon le Casier judiciaire :

- entre 1984 et 1997, le total des condamnations en matière boursière, d'épargne et de marchés est passé de 37 à 36, avec d'ailleurs une importante chute dans l'intervalle et s'agissant plus précisément du délit d'initié, celui-ci a fait l'objet d'une seule condamnation en 1997 soit le même chiffre qu'en 1984, avec toutefois une nette progression en 1991 (4 condamnations) et en 1993 (9 condamnations), ce qui en tout état de cause apparaît dérisoire au regard des chiffres concernant les infractions d'abus de biens sociaux (575 condamnations en 1997) et de banqueroute (947 condamnations en 1997).
- Le délai de réponse pénale pour le délit d'initié est de 92,9 mois ce qui constitue le chiffre le plus élevé de toutes les infractions économiques et financières et ce qui est plus de 10 fois supérieur au délai de réponse pénale en matière correctionnelle tous contentieux confondus.

³ Article 6 alinéa 1 et article 368 Code de procédure pénale.

⁴ Article 14§7 Pacte international relatif aux droits civils et politiques du 19 décembre 1966 ; article 4 du Protocole n° 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales du 4 novembre 1950.

Selon les rapports annuels de la COB, il apparaît qu'entre 1991 et 1997, le nombre des procédures de sanction (tous manquements confondus) est passé de 2 à 12, avec 10 procédures de sanctions en 1993 et surtout, 25 procédures en 1996 (dont 23 dans le cadre de l'affaire Oury).

L'absence d'évolution notable de la répression pénale dans le domaine boursier pourrait s'expliquer par le fait que les différentes interventions législatives se sont révélées dissuasives en élargissant constamment les incriminations et en aggravant les peines. Mais l'augmentation du nombre des procédures administratives de sanction attesterait plutôt d'une certaine inadaptation de la répression pénale en la matière.

L'autorité de régulation spécialisée fait preuve d'une indéniable supériorité répressive sur l'autorité judiciaire. La COB détecte mieux les comportements qui rompent l'égalité entre épargnants ou qui altèrent le fonctionnement des marchés financiers. Elle sanctionne davantage et plus rapidement -donc mieux- que le juge pénal dont l'intervention en matière boursière ne semble toutefois pas pouvoir être supprimée. Or l'absence de mécanismes de coordination de ces compétences respectives conduit, en pratique, à une inefficacité globale du système français de répression boursière.

III. L'absence de coordination des compétences : gage d'inefficacité de la répression boursière

Les rapports annuels de la COB indiquent que, entre 1991 et 1997, le nombre des enquêtes ayant donné lieu à transmission à l'autorité judiciaire est passé de 9 à 3, alors que l'on a vu précédemment que le nombre de procédures de sanctions administratives avait sensiblement augmenté durant la même période. Il semblerait donc qu'une concurrence se soit instaurée entre le juge pénal et la COB, celle-ci essayant en quelque sorte de se positionner en « premier juge » des marchés financiers.

Cette situation tend d'une part à marginaliser l'intervention du juge répressif qui ne dispose pas des mêmes moyens, techniques et humains, que l'autorité de régulation spécialisée. D'autre part, elle risque de porter atteinte aux droits des personnes -doublement-

poursuivies, comme en atteste les récentes condamnations de la COB pour non respect du « droit à un procès équitable ».

Mais la chambre criminelle de la Cour de cassation vient récemment d'exclure l'application de la règle non bis in idem de la répression boursière⁵. Cette exclusion est discutable mais compréhensible. Elle est discutable car tout en admettant que le pouvoir de sanction de la COB relève de la « matière pénale » au sens de l'article 6 de la Convention européenne la jurisprudence judiciaire n'en tire pas toutes les conséquences puisqu'elle retient certaines garanties protégées par cette Convention (tribunal impartial, égalité des armes, présomption d'innocence) et en exclut d'autres (non bis in idem) : la notion de procès équitable devient à géométrie variable. Mais la position de la jurisprudence peut se comprendre car l'admission de la règle non bis in idem ne ferait sans doute qu'accentuer la marginalisation de la répression pénale à l'égard de la répression administrative spécialisée.

Ce rejet de la règle non bis in idem en droit pénal boursier conduit pourtant à de graves inconvénients⁶ indépendamment même de la question du coût social de cette dualité de répressions : le risque de contrariété de décisions entre la COB et le juge pénal⁷ ; la conformité à l'exigence fondamentale du droit à un « procès équitable », spécialement au regard de la jurisprudence Gradinger du 23 octobre 1995 de la Cour européenne des droits de l'homme⁸.

L'admission de la règle non bis in idem participerait assurément d'une rationalisation et donc d'une plus grande efficacité de la répression boursière puisque, en pratique, elle conduirait à privilégier l'intervention de la COB, organisme hautement spécialisé. Qui plus est, après plusieurs condamnations par les juridictions judiciaires, la procédure de sanction de la COB paraît offrir un niveau de garanties pratiquement équivalent à celui de la procédure

⁵ Récemment, crim, 1^{er} mars 2000, Bull. Joly Bourse et Produits financiers 2000, n° 5, § 92, p. 443, note N. Rontchevsky.

⁶ Voir communication F. Stasiak « Non bis in idem et droit pénal boursier » au Colloque international de Nancy des 28 et 29 juin 2000 : « L'économie du droit dans les pays de droit civil : quelle place pour l'économie dans la construction des règles juridiques ? » (à paraître).

⁷ Paris, 9^{ème} ch., sect. B, 26 octobre 1999, Pariente, Bull. Joly bourse et Produits financiers 2000, n° 2, § 34, p. 153, note N. Rontchevsky. Selon le Bulletin mensuel de la COB n° 350 d'octobre 2000, p. 34 : entre 1991 et 1999, 7 cas de cumuls se sont produits dont 4 ayant donné lieu à un cumul de sanctions et 3 dans lesquels il y a eu relaxe au pénal.

⁸ En signalant toutefois l'infléchissement de la jurisprudence de la Cour européenne dans l'affaire Oliveira contre Suisse du 30 juillet 1998, même si la situation était quelque peu différente puisqu'il s'agissait en l'espèce d'une double qualification d'un même fait pénal. Cf. J.-F. Flauss, « Actualité de la Convention européenne des droits de l'Homme », AJDA 1999, p. 847.

pénale⁹, conciliant ainsi efficacité et équité. Dans ces conditions pourquoi continuer à maintenir la dualité de répressions puisque les garanties offertes sont équivalentes. A la limite, pourquoi ne pas supprimer la répression pénale dans le domaine boursier ? Pour au moins deux raisons principales.

- D'abord les règlements COB ne permettent pas d'appréhender un comportement portant atteinte à un marché étranger, au contraire de la législation pénale qui admet la compétence des juridictions répressives françaises dès lors qu'un simple « fait constitutif de l'infraction »¹⁰ est réalisé sur le territoire de la République, par exemple la passation de l'ordre de bourse en France dans l'affaire Triangle-Péchiney¹¹. La situation s'avère ainsi paradoxale : le marché boursier s'internationalise et la procédure de sanction la plus efficace ne peut intervenir en dehors des marchés financiers nationaux.
- Ensuite, même si elles sont peu nombreuses, les victimes d'infractions boursières (diffusion d'informations fausses ou trompeuses) ne peuvent obtenir la réparation de leurs préjudices que devant les juridictions judiciaires, la COB n'étant pas compétente pour leur octroyer une quelconque indemnisation.

Aussi plus qu'une suppression de l'une des deux voies répressives, il conviendrait sans doute de procéder à une redistribution des compétences en matière boursière. Mais toute la difficulté réside dans le critère de répartition à retenir (gravité de l'infraction ; caractère économique ou moral de celle-ci ; caractère international de l'affaire, existence de victimes...).

Pour synthétiser, il est possible de considérer que :

1. la spécialisation est une garantie d'efficacité ;
2. le cumul de compétences, loin d'être un gage d'efficacité, nuit au contraire à celle-ci par la concurrence qui peut s'instaurer entre les différentes instances compétentes qu'elles soient spécialisées ou non ;
3. la règle non bis in idem contribue à optimiser l'efficacité de la répression en évitant le chevauchement de compétences concurrentes et le morcellement des procédures.

⁹ Notamment avec les décrets n° 2000-720 et 2000-721 du 1^{er} août 2000.

¹⁰ Cf. article 113-2 al. 2 CP.

¹¹ Paris, Ch. acc., 12 juillet 1989, RDBB 1990, 84, obs. Viandier et Jeantin ; crim 3 novembre 1992, D 1993, note C. Ducouloux-Favard.

En guise de problématique, il semble permis de se demander si ce qui est vrai au plan interne entre la COB et le juge pénal ne pourrait pas valoir, a fortiori, au niveau communautaire entre les différentes autorités administratives ou judiciaires des Etats membres, voire entre les instances nationales de droit commun et une instance supranationale en matière de délinquance économique et financière transnationale spécialisée (Réseau Judiciaire Européen, Europol, Eurojust, Parquet européen) ? Il faut également rappeler que la règle non bis in idem intervient pour rationaliser des situations dans lesquelles un même comportement fait l'objet de plusieurs qualifications distinctes, que celles-ci soient nationales ou internationales.

En France, l'origine de la dualité de procédures en droit boursier français réside dans l'existence d'une dualité de qualifications, pénale et administrative, d'un même comportement : il y a une qualification de trop. Dans le cadre de l'Union européenne, le problème se pose en termes différents puisque c'est davantage la différence voire l'absence d'incrimination d'un pays à l'autre qui constitue un obstacle à la répression. Pour les délits correctionnels, une réciprocité d'incrimination est souvent exigée dès lors que l'infraction ne s'est pas intégralement réalisée sur le territoire d'un seul Etat : il manque donc parfois une qualification. L'efficacité de la réponse judiciaire à la délinquance économique et financière transnationale ne suppose-t-elle pas la suppression de cette réciprocité d'incriminations¹² ?

Certes le *Corpus Juris* et la création d'un parquet européen « spécialisé » est de nature à accroître l'efficacité de la protection des intérêts financiers de l'Union européenne mais, outre la question du délai de mise en place, toutes les difficultés ne seront pas résolues pour autant : disparités entre les systèmes nationaux (modes de preuves ; responsabilité pénale des personnes morales). Par ailleurs, les éventuelles lacunes de ce *Corpus Juris* seront comblées par les droits nationaux en vertu du principe de subsidiarité. Aussi la reconnaissance de la règle non bis in idem et la suppression de la réciprocité d'incrimination en matière correctionnelle au sein de l'Union européenne, notamment en matière économique et financière, permettraient tout autant d'attendre que de compléter utilement la mise en place de ce *Corpus Juris*, pour parachever la création d'un espace judiciaire européen.

¹² Comp., article 227-27-1 CP, en matière de « tourisme sexuel ».

IV Plan

Très classiquement notre problématique peut se décliner en trois temps : constat, analyse et propositions.

Dans un premier temps, on s'attachera à une analyse approfondie de la répression boursière (Chapitre I) qui comprendra deux thèmes principaux. Le premier thème aborde la question des justifications de la pénalisation des délits boursiers : la manipulation de cours, la diffusion de fausses informations et le délit d'initié. En effet, ces pratiques sont généralement caractérisées par le fait que les victimes (si elles existent) ne sont pas identifiées. L'argument à la base de la pénalisation réside alors dans la rupture d'égalité entre les investisseurs. La manipulation de cours et la diffusion de fausses informations induisent les investisseurs non informés en erreur, elles sont donc moralement et économiquement répréhensibles. Par contre, l'action de l'initié peut avoir des conséquences bénéfiques (en améliorant l'efficacité informationnelle du marché) et néfastes (modification du comportement des autres agents), créant une controverse sur le fondement économique du délit. Le second thème concernera plus particulièrement les aspects procéduraux de la répression boursière. En France, le droit pénal boursier admet le principe d'un cumul de poursuites -pénale et administrative- à l'encontre d'un même comportement. Cette exclusion de la règle Non bis in idem se fonde sur au moins deux raisons principales : le domaine d'application strictement pénal de la règle et la recherche d'une efficacité, intrinsèque et extrinsèque, maximale de la répression des infractions boursières. Mais les conséquences de cette situation se révèlent être essentiellement négatives : contrariété de décisions et neutralisation de la répression pénale. Il convient donc de se demander si le respect de la règle Non bis in idem ne permettrait pas d'optimiser l'efficacité de la répression boursière. Pour ce faire, deux modalités peuvent être envisagées : la suppression pure et simple de l'une des deux voies répressives ou la redistribution des compétences entre la COB et le juge pénal. Si la seconde solution paraît préférable dans son principe, la pluralité de critères possibles de répartition en contrarie la mise en œuvre effective : existence de victimes ; aspect international de l'affaire ; gravité du comportement ; caractère économique ou moral du comportement concerné.

Dans un deuxième temps, nous proposons une réflexion sur l'indemnisation des préjudices résultant des infractions boursières (Chapitre II). Tout d'abord, les investisseurs

non informés sont victimes d'un phénomène d'anti-sélection créé par les délinquants boursiers, dans le sens où ils sont victimes d'asymétrie d'information. La perte de confiance qui en résulte diminue les activités boursière et réelle créant un préjudice au marché. On peut ainsi regretter qu'une référence à un tel préjudice ne se retrouve pas dans les décisions judiciaires ou administratives. Les investisseurs non informés subissent en outre un préjudice global résultant de l'action des délinquants boursiers. Dans le domaine particulier du délit d'initié, les non initiés sont toujours désavantagés dans l'échange par rapport aux initiés. Ces derniers connaissent en effet le moment opportun pour investir ou désinvestir. Leurs achats (ventes) de titres leur permet de détenir (se dessaisir) des actions avant que le titre ne monte (baisse), au détriment des investisseurs non initiés. En cas d'achat des initiés de titres à des non initiés, les plus values potentielles sont automatiquement récupérées par les initiés. Dans le cas d'une vente de titres, les moins-values sont transférées des initiés aux non initiés, alors que ces derniers, suivant le principe de confidentialité auraient dû s'abstenir d'intervenir sur le marché. Finalement deux préjudices individuels peuvent être décelés. Le premier préjudice est lié au risque de non exécution d'un ordre suite à l'intervention d'un initié. Le second préjudice, est lié à la perte de chance que subissent les investisseurs lorsque l'information est volontairement cachée au public par les dirigeants. La non divulgation d'information couplée d'un délit d'initié, aggrave les conséquences économiques de ce dernier, en créant notamment un préjudice individuel pour les investisseurs non initiés qui n'ont pu exploiter l'information.

Dans un troisième temps, le thème plus général de l'efficacité de la répression pénale telle qu'elle est actuellement envisagée en France sera étudié. Il s'agit d'une réflexion fondée sur les principes développés en théorie du crime. Considérant la sanction pénale (ou administrative) comme une sanction dissuasive, on se demande dans quelle mesure le système répressif incite les délinquants à renoncer à leurs actions. Le comportement du criminel est effectivement basé sur une constatation simple : lorsque ses gains espérés sont inférieurs à la sanction encourue (niveau de sanction multipliée par la probabilité de détection), il renoncera à commettre son délit. Une présentation théorique est ainsi présentée dans le chapitre III.

Prolongeant la précédente réflexion, nous proposons ensuite un essai d'évaluation de la politique répressive en matière de délit d'initié (Chapitre IV). La spécialisation des juridictions permet, en autres choses la détection des délits. En matière boursière, la COB peut observer plusieurs variables sur le marché comme le volume agrégé des ordres ou les variations de prix, lui permettant de détecter les actions suspectes. Nous évaluons l'efficacité

d'une telle politique, en définissant la probabilité optimale d'appréhension dans un tel contexte. Toutefois, cette politique de détection des délits d'initiés admet plusieurs limites. L'observation des données du marché par l'autorité centralisée se fait à un niveau agrégé : la COB ne peut pas connaître directement les mouvements individuels des ordres. Ainsi, la tâche de détection des infractions est particulièrement délicate, peu d'initiés seront démasqués. Cette constatation prend toute sa force lorsque l'on sait que les initiés développent des comportements stratégiques, de sorte à utiliser les ordres licites passés sur le marché pour éviter d'être détectés. C'est pourquoi, nous proposons et évaluons l'efficacité d'une nouvelle politique (qui pourrait être considérée comme complémentaire à la première), consistant à déléguer la détection des transactions suspectes aux intermédiaires de marché (sociétés de bourse, banques...). En exploitant leur position particulière, les intermédiaires peuvent observer les ordres individuels qui ne sont alors plus cachés dans l'ensemble des ordres agrégés.

Le dernier chapitre (V) revient sur le rôle économique de la COB dans la répression boursière. Cette autorité spécialisée surveille le marché, détecte, enquête et sanctionne les infractions boursières. Les premières fonctions de l'instance spécialisée lui sont spécifiques. La technicité et les caractéristiques des infractions, ainsi que le particularisme du monde boursier imposent la spécialisation d'une instance pour effectuer de telles tâches. Par contre la sanction des infractions par l'autorité est largement plus controversée. Le risque de cumul de sanctions et l'imprécision juridique qui découle d'une dualité d'autorités compétentes fragilise la position de la COB en la matière. A partir de la jurisprudence de la COB pour manquement d'initié, on évalue l'efficacité répressive de l'autorité. Il apparaît que les problèmes de cumuls de sanctions et d'imprécision juridique ne sont pas fondés sur la dualité de juridictions et ne constituent pas le point focal de l'inefficacité du système. Le véritable problème résulte plus du fait qu'aucune règle de détermination du niveau de sanction n'est déterminée, sauf lorsqu'un profit a effectivement été réalisé. Ainsi, l'imprécision juridique existe, pas seulement entre les juridictions, mais aussi au sein d'une même autorité.

Chapitre I

La répression boursière

La bourse a pu être qualifiée de « temple du capitalisme » (Jeandidier, « Droit pénal des affaires », 3^{ème} édit. 1998, n° 113) et la spéculation, qui en constitue tout à la fois la justification et la condition, y est non seulement admise mais encouragée car elle empêcherait ou retarderait « les brusques variations des cours ; la bourse utilise l'esprit de jeu pour des fins utiles » (Ripert et Roblot, cités par Delmas-Marty, « Droit pénal des affaires », 1973, T. 2, p. 188).

Dans une perspective libérale, le jeu d'un marché est conçu comme libre parce qu'égalitaire : tous les investisseurs se trouvent également soumis à la loi de l'offre et de la demande et peuvent donc librement spéculer. L'aléa auquel sont soumis les investisseurs sur le marché boursier garantit que leur chance de gain soit égal à leur risque de perte. En effet, le fonctionnement normal du marché requiert qu'en moyenne, tous les agents économiques qui réalisent des transactions sur le marché boursier aient une espérance de gain nul. Les infractions boursières (la manipulation de cours¹³, le délit d'initié¹⁴ et la diffusion de fausses informations¹⁵) perturbent le fonctionnement normal du marché puisque les délinquants boursiers profitent d'un avantage informationnel qui leur permet d'obtenir une espérance de gain positive. Les fondements de la répression pénale des infractions boursières sont alors de deux ordres : économique, dans le sens où elles transgressent la loi de l'offre et de la demande, morale, dans la mesure où elles faussent l'égalité entre les investisseurs.

Cependant, il semble que l'argent facile -d'autrui- suscite la réprobation, mais peut-être aussi l'envie, en raison sans doute d'une certaine conception de la morale ancrée dans l'inconscient collectif : « toute peine mérite salaire ». Les bénéfiques boursiers peuvent être

¹³ Art. L. 465-2 C. mon. et fin. « Est puni des peines prévues au 1^{er} alinéa de l'article L. 465-1 le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur. »

¹⁴ Art L. 465-1 C. mon. et fin. « Est puni de deux ans d'emprisonnement et d'une amende de dix millions de francs dont le montant peut-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, le fait, pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du Code de Commerce, et pour 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 dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations. »

¹⁵ Art. L. 465 al 3 C. mon. et fin. « Est puni des peines prévues au premier alinéa, le fait pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de nature à agir sur les cours. »

perçus comme résultant, non pas d'une analyse prévisionnelle approfondie, mais d'une situation privilégiée ou de manœuvres de certains opérateurs qui faussent les règles du jeu.

Or cette suspicion risque de diminuer la confiance des investisseurs, ce qui nécessite l'intervention du législateur pour rendre le marché plus attractif et performant en sanctionnant certains comportements : le glissement se fait alors de l'immoralité à l'illégalité. Mais cela suffit-il pour expliquer qu'en l'espace d'un quart de siècle, on soit passé d'une impression de « vide » législatif à une impression de « trop plein » (De Vauplane et Bornet, « Droit de la bourse », 1994, n° 380) ? Aussi convient-il de s'interroger d'abord sur les justifications de la répression boursière (I.) avant d'en examiner les modalités actuelles (II.).

I. Les justifications de la répression boursière

Les arguments développés dans la littérature juridique sont utilisés par les régulateurs pour justifier la répression boursière (I.). La manipulation de cours et la diffusion de fausses informations constituent des actions qui perturbent le fonctionnement du marché boursier en l'éloignant de l'efficience. Cependant, l'impact du délit d'initié n'est pas aussi direct puisqu'il améliore l'efficience du marché boursier aussi bien qu'il modifie le comportement des autres intervenants du marché. Son impact global doit donc être précisé plus en détail par l'analyse économique (II.).

I.1 Les arguments d'ordre juridique

D'une manière générale, la répression pénale apparaît comme la réaction du corps social à des comportements qui portent atteinte à son existence et son fonctionnement (cf. Durkheim). La question peut alors se poser de savoir si les infractions boursières créent véritablement un trouble collectif en violant certains préceptes moraux. Or il semble bien que ce soit le souci de « moralisation » des marchés financiers qui justifie communément le recours à la sanction pénale en ce domaine. Mais, d'une part, les justifications de la répression ont évolué au fil du temps (Ducouloux-Favard : « les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », Mélanges AEDBF France, 1997, p.186) : il s'agissait d'abord de protéger la libre concurrence (loi du 3 décembre 1926, articles 419 et suiv., ancien CP) ; puis d'empêcher le jeu des privilèges (loi du 23 décembre 1970 ; loi du 3 janvier 1983) et, enfin, de rétablir par

une bonne information l'égalité des partenaires d'un marché libéral (loi du 22 janvier 1988 ; loi du 2 août 1989 ; loi du 2 juillet 1996). D'autre part, il s'agit plutôt d'une « morale artificielle » (Viandier, « Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée », Bull. Joly Bourse 1992, p. 253) : moraliser semble plutôt signifier rendre attractif, compétitif ou efficient. Il s'agissait donc pour le législateur de (tenter de) rétablir une certaine égalité d'information entre les différentes catégories d'investisseurs (I.1.1.) et de garantir une certaine transparence dans le fonctionnement du marché (I.1.2.).

I.1.1. L'égalité d'information entre investisseurs

Celui qui détient l'information détient en quelque sorte le pouvoir, ce qui apparaît encore plus vrai avec la globalisation des marchés : l'information devient « un élément primordial dans les composantes de détermination d'un actif financier. Dans ces conditions, disposer d'une information de meilleure qualité offre un avantage concurrentiel décisif » (De Vauplane et Bornet, n° 386).

La nature immatérielle de l'information fait que sa transmission n'empêche pas son utilisation. Autrement dit sa consommation simultanée par son auteur et ses récepteurs ne se fait pas au détriment du premier ou des seconds, les possibilités d'analyse d'une information brute étant largement tributaire de la compétence de son utilisateur. Au contraire, l'initié utilise une information pour son propre compte, ou pour celui de ses proches, car par définition l'information qu'il utilise ou communique est confidentielle, ce qui lui confère un avantage indu, voire illicite. Il en est de même pour le manipulateur ou le diffuseur de fausses informations. Cependant, à la différence de d'initié, ces derniers fabriquent eux-mêmes artificiellement l'environnement boursier. Les intervenants « sous-informés » se fondent alors sur une information tronquée et anticipent en conséquence en fonction de critères subjectifs, psychologiques et non en fonction de critères objectifs inobservables sur le marché.

Mais, concernant le délit d'initié, les intervenants préfèrent-ils disposer d'une information fiable ou d'une information égalitaire ? Le caractère attractif d'un marché dépend du degré de confiance que lui accordent les investisseurs, degré de confiance qui dépend lui-même de la croyance de ces investisseurs en l'accès égalitaire à l'information, c'est-à-dire du fait que personne n'est en mesure d'utiliser une information privilégiée pour opérer sur le marché.

Si l'accès aux marchés financiers était réservé aux seuls professionnels, de simples règles déontologiques ou codes de bonne conduite pourraient suffire. Mais dès lors que les pouvoirs publics veulent « démocratiser » la bourse, ils doivent nécessairement encadrer son fonctionnement, y compris par le recours à la sanction pénale. Il s'agit de lutter contre la rupture d'égalité dans l'accès à l'information entre « petits épargnants » et investisseurs professionnels. Entre l'épargnant et l'initié, l'asymétrie d'information est telle que ce qui relève de la spéculation pour le premier, revient à une suppression pure et simple de l'aléa s'agissant du second : l'opération d'initié exclut tout aléa. Une telle distorsion peut être considérée comme intolérable et, par conséquent, pour « satisfaire la conscience commune » (Durkheim) peut nécessiter le recours à la sanction pénale.

La loi du 23 décembre 1970 introduisit le délit d'initié soumettant les seuls responsables professionnels à une stricte obligation d'abstention d'opérer sur le marché tant que l'information reste privilégiée. Ceux qui détiennent une information privilégiée à raison de leur situation au sein de l'émetteur sont les initiés primaires présumés informés et ceux qui détiennent une information privilégiée lors de leur profession ou de leur fonction, c'est-à-dire les initiés secondaires.

En revanche le « teepee », ou « tuyauté », ne fut pénalement appréhendé qu'avec la loi du 3 janvier 1983 qui introduisit une sanction correctionnelle lorsque des tiers ont, en dehors de toute profession ou fonction, utilisé une information privilégiée en opérant en bourse. Mais, même dans cette situation, ce sont les initiés professionnels, ceux qui ont communiqué le secret, qui sont punis lorsqu'ils ont sciemment fait bénéficier un tiers d'une information privilégiée.

Ainsi, le législateur des années 1970/1983 entendait punir la trahison de ceux que leur mission professionnelle mettait dans le secret des affaires, car l'usage abusif de leur privilège faussait le jeu du marché. Dans ces conditions, on comprend que le profit ou l'intention spéculative, ne soit pas un élément constitutif de l'infraction car ce n'est pas l'enrichissement soudain et rapide qui est sanctionné : c'est l'enrichissement sans risque de celui qui sait par avance parce qu'il est informé par privilège. La protection du marché passe donc par l'obligation d'abstention et de réserve des initiés (privilégiés) pour rétablir l'égalité entre intervenants sur le marché.

Au-delà de toute considération morale ou éthique (sanction de la tricherie), encore convient-il de savoir si ces comportements d'initiés peuvent réellement affecter le cours des titres sur lesquels porte l'opération, comme cela est le cas pour la manipulation de cours ou la diffusion d'informations fausses ou trompeuses¹⁶.

I.1.2. La transparence, garantie de bon fonctionnement du marché

En réaction au scandale de l'affaire Péchiney (scandale quantitatif d'abord : plus-value de 460% résultant de l'exploitation d'informations privilégiées ; scandale qualitatif ensuite puisque bénéficiaires et initiés étaient des proches du ministère des finances et de la présidence de la République), intervint la loi du 2 août 1989 qui octroya à la COB un pouvoir de sanction autonome aboutissant ainsi à un cumul répressif inédit en matière boursière. La COB a essentiellement pour mission de surveiller la politique de transparence du marché, cette transparence garantit une bonne information qui, parallèlement à l'interdiction du jeu des privilèges, constitue aussi un facteur d'égalité.

Dans une perspective économique, le bon fonctionnement du marché suppose que le rendement d'un actif soit une fonction croissante de son risque. Le marché est donc faussé si des intervenants obtiennent des rendements élevés en l'absence de risques grâce à l'utilisation d'informations privilégiées (confidentielles) ou de manœuvres sur les cours. L'efficacité opérationnelle de ce marché est alors gravement affectée puisque certaines transactions ne se font plus au moindre coût.

Par exemple, les non-initiés doivent fournir beaucoup d'efforts, de recherches pour accéder aux informations pertinentes dont les initiés disposent aisément en raison de leur fonction ou profession. Ces opérations d'initiés aboutissent aussi à une altération de l'efficacité dans la distribution des richesses car les initiés ont un accès monopolistique à une information exacte (à discuter car juridiquement elle doit surtout être précise et confidentielle...) grâce au contrôle de la diffusion de l'information, ce qui leur procure un profit anormal puisqu'à leur égard elle n'est plus aléatoire. Enfin, les initiés perturbent les conditions d'efficacité de l'information. Le prix d'une valeur à un moment donné correspond à la meilleure estimation de l'évolution de son prix dans le futur.

¹⁶ Voir infra Chapitre I, paragraphe II.

En résumé, les initiés s'approprient des informations qui ont été créées ni par eux, ni pour eux, la distribution du profit est faussée au profit de certains groupes ayant accès à l'information sans effort. Il en résulte une distorsion dans la distribution des richesses, notamment à l'égard des personnes ayant réalisé des recherches et des analyses qui ne sont plus « récompensées » de leurs efforts. En contrôlant la divulgation de l'information, les initiés réalisent un profit anormal puisque sans contrepartie.

Un raisonnement similaire a été retenu concernant l'infraction de manipulation de cours ; selon De Vauplane et Simart, (« La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », RDBB 1996, n° 56, p. 158 et suiv.) « la manipulation de cours est une atteinte fondamentale à la transparence et donc à l'égalité d'accès à l'information. L'asymétrie d'information et la création artificielle d'une offre ou d'une demande, caractéristiques principales [du délit], constituent donc une atteinte au principe d'égalité ». Pourtant ces auteurs considèrent que, contrairement au délit d'initié qui est une infraction essentiellement morale et à l'égard de laquelle la sanction pénale se justifie, la manipulation de cours est une pure infraction économique à l'égard de laquelle une seule sanction administrative serait suffisante.

I.2. Analyse économique des impacts des délits boursiers

Au delà des considérations morales ou éthiques, il convient de connaître l'impact économique des comportements d'initiés. La manipulation de cours et la diffusion d'informations fausses ou trompeuses diminuent l'efficacité informationnelle du marché boursier, puisque les variations de cours qui résultent de ces comportements éloignent le prix d'équilibre de son véritable prix. Au contraire, le délit d'initié, s'il modifie le prix d'équilibre, le rapproche du juste prix. Les investisseurs ne sont pas induits en erreur dans leurs placements boursiers, comme c'est le cas pour les deux premières infractions, mais perçoivent les informations « justes » que véhiculent les placements des initiés. C'est pourquoi, il convient de mener une analyse économique de l'impact de ces comportements boursiers pour déterminer leur impact réel sur l'économie.

I.2.1. L'atteinte au fonctionnement normal du marché : les délits de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations

Dans son article "Efficient capital market : II" de 1991, Fama définit un marché efficient comme celui où les prix boursiers reflètent parfaitement toute l'information disponible. Par information disponible, on entend « l'information basée d'une part, sur des évènements qui se sont déjà produits et, d'autre part sur des événements que le marché s'attend à voir se produire dans le futur » [Fama, 1965]. L'hypothèse d'efficience informationnelle s'inscrit dans un cadre concurrentiel où par définition, aucun agent ne peut influencer le niveau des prix qui s'établit sur le marché. De plus, personne ne peut réaliser de profits anormaux de manière systématique : « A market is efficient with respect to information set ω_t if it is impossible to make economic profits by trading on the basis of information set ω_t » [Jensen, 1978]. S'interroger sur l'efficience informationnelle d'un marché ne consiste pas à se demander si celui-ci est parfaitement efficient¹⁷, mais plutôt de déterminer son degré d'efficience. On considère qu'un marché est informationnellement plus efficient qu'un autre s'il intègre plus rapidement l'ensemble des informations disponibles sur ce marché.

La possibilité pour des initiés de réaliser des actions frauduleuses est directement liée aux règles de divulgation des informations susceptibles d'influencer la valeur d'un titre. C'est pourquoi le règlement 90-02 de la COB spécifie que « 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 sauf si cette information est de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes et s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité. » Ainsi, si la révélation de l'information interfère avec les transactions légitimes de la firme, la divulgation de l'information n'est pas requise, créant une asymétrie d'information entre les initiés¹⁸ et les autres membres du marché boursier. En effet, pour que l'information concernée acquiert sa valeur et soit exploitable, il faut parfois laisser s'écouler un certain temps, durant lequel seules quelques personnes ont accès à l'information privée. Il est alors impossible d'obliger les acteurs à divulguer l'ensemble de leurs informations au public sitôt ladite

¹⁷ Seules les analyses théoriques permettent de valider l'hypothèse d'efficience parfaite d'un marché. En réalité, les hypothèses implicites du modèle d'efficience informationnelle (concurrence pure et parfaite des marchés, anticipations rationnelles des agents) ne sont pas complètement réalisées.

¹⁸ L. 225-109, Code de Commerce, « (...) 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 dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé (...) ».

information découverte. Cependant, tant que l'information n'est pas diffusée au public, sa confidentialité est requise.

Lorsqu'une asymétrie d'information existe (une information déterminante dans la valeur du titre coté est cachée), le cours ne reflète plus sa valeur fondamentale, diminuant l'efficacité du marché. Pour les délits de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations, la valeur cotée du titre s'éloigne de sa valeur fondamentale, et varie dans un sens opposé de celui qui serait déterminé par ses fondements. En effet, l'objectif des manipulateurs est d'induire le marché en erreur. Les investisseurs non informés sont alors induits en erreur dans leurs choix de portefeuille, puisqu'ils déterminent leurs choix d'investissement en fonction de l'ensemble des informations disponibles et des évolutions du cours. Non seulement, les délinquants boursiers profitent de la fausse information diffusée pour obtenir des profits anormaux, mais en plus ils induisent les autres investisseurs en erreur.

Les investissements boursiers constituent une part importante du capital investi dans l'économie réelle. C'est pourquoi, l'efficacité informationnelle (le fait que les investissements se fassent à un juste prix) revêt une importance primordiale, pas seulement pour le bon fonctionnement du marché boursier, mais aussi en ce qui concerne l'investissement réel. En faussant le fonctionnement normal du marché, les délinquants boursiers détournent des fonds qui auraient dû être alloués à certaines entreprises saines, au profit d'entreprises ayant plus de difficultés (par exemple lorsque la fausse information ou la manipulation de cours ont pour but de faire croire qu'une entreprise est en bonne santé financière alors que le contraire est vrai). De ce fait, l'allocation optimale des ressources dans l'économie réelle est diminuée, conduisant indéniablement à créer un préjudice au marché.

L'action des initiés ne perturbe pas le marché boursier de la même manière que les délits de manipulation de cours ou de diffusion de fausses informations. En effet, dans le cas du délit d'initié, l'information exploitée est fondée sur de vraies informations, non encore révélées au marché. De ce fait, si le délit d'initié transmet tout ou partie de l'information privée au cours, ce dernier se rapprochera de sa valeur fondamentale, améliorant l'efficacité informationnelle du marché boursier et par conséquent l'allocation des ressources dans l'économie.

I.2.2. L'interdiction d'exploiter une information privilégiée sur les marchés boursiers : un fondement économique controversé

L'introduction, dans le Code monétaire et financier, du délit d'initié, interdit « pour les dirigeants d'une société mentionnée à l'article L. 225-109 du Code de Commerce, et pour 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 dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un marché réglementé, de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations [de] réaliser, ou [de permettre] de réaliser, sur le marché, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations, avant que le public ait connaissance de ces informations. »

La définition même de l'information privilégiée indique qu'il s'agit de données précises permettant d'anticiper l'évolution d'une valeur mobilière. En d'autres termes, contrairement aux informations introduites sur le marché par les deux précédents délits (manipulation de cours et diffusion de fausses informations), l'information de l'initié est juste et permet au cours du titre considéré de se rapprocher de sa valeur fondamentale. En conséquence, le fondement de l'interdiction d'exploiter une information privilégiée sur le marché boursier n'est pas aussi direct qu'en ce qui concerne la manipulation de cours et la diffusion de fausses informations.

La littérature juridique et économique, majoritairement anglo-saxonne, alimente encore aujourd'hui la controverse qui oppose les auteurs sur le bien fondé du délit d'initié. D'un côté, certains auteurs mettent en avant l'action frauduleuse et inégalitaire des initiés. La détention d'une information privilégiée, non divulguée au public, décale le prix du titre de son "juste prix". L'exploitation de cette variation de prix par l'initié est considérée comme frauduleuse puisque les profits anormaux qu'il perçoit ne correspondent plus à une juste rémunération du risque. C'est pourquoi, des pays comme la France ou les Etats-Unis ont introduit le délit d'initié dans leur droit pénal. Toutefois, d'autres auteurs, comme Manne [1966], pensent qu'il ne faut pas interdire aux initiés d'exploiter leurs informations privilégiées. En négociant ces titres sur le marché, l'information dont ils disposent est transmise et introduite dans les nouvelles cotations. Ainsi, par son action, l'initié permet

d'augmenter la rapidité de transmission des informations au marché et par là-même, d'en améliorer l'efficacité informationnelle.

I.2.2.1 L'impact du délit d'initié sur le marché boursier

La controverse entre les défenseurs du délit d'initié et leurs opposants existe depuis maintenant presque quarante ans. S'il est avéré que la possibilité de commettre des délits d'initiés améliore l'efficacité informationnelle du marché boursier, cela justifie-t-il pour autant que ces agents s'enrichissent sans supporter aucun risque ? Le problème de l'interdiction ou non du délit d'initié doit-il pour autant se focaliser sur l'efficacité informationnelle du marché boursier ? La prise en compte des autres impacts du délit d'initié doit en effet être considérée. Ces questions constituent la base de la discussion que nous nous proposons de mener.

I.2.2.1.1. L'amélioration de l'efficacité informationnelle du marché boursier par l'action des initiés

De nombreux travaux portent sur la vérification empirique de l'hypothèse d'efficacité. L'article de Fama [1991] est une version réactualisée de son article de 1970 "Efficient capital markets : A review of theory and empirical work" et tient compte de la littérature développée pendant vingt ans sur le sujet. Les tests d'efficacité sont classifiés en trois catégories selon le type d'information considérée. Il apparaît alors que les marchés boursiers sont efficaces lorsque l'information qui les caractérise reflète l'historique des prix (tests de forme faible) ou l'information publique (test de forme semi forte). Par contre, l'hypothèse d'efficacité est rejetée lorsque des avantages informationnels sont exploités sur le marché : l'information des initiés n'est ni totalement, ni instantanément, reflétée dans les prix, créant des "poches d'inefficacité".

En 1966, dans son ouvrage "Insider trading and the stock Market", Manne argumente en faveur du délit d'initié. Son principal argument¹⁹ est fondé sur l'hypothèse d'efficacité

¹⁹ Le second argument développé par Manne est que le délit d'initié constitue un moyen efficace de rémunération des managers pour la production de cette information. Toutefois, de nombreuses critiques affaiblissent la portée de cet argument. Par exemple, le manager peut aussi spéculer sur une mauvaise nouvelle (qui serait le corollaire de mauvaises performances de sa part). Ainsi, il pourrait percevoir une rémunération supplémentaire alors que ses performances sont discutables !!! Voir Bainbridge, Encyclopedia of Law and Economics.

informationnelle du marché. En effet, lorsque l'initié investit sur le marché, le cours du titre se rapproche progressivement du cours "correct". Les informations privées, détenues par les initiés, sont alors plus rapidement introduites dans les cours boursiers, ce qui améliore l'efficacité informationnelle du marché. Prolongeant son analyse, Manne affirme que l'amélioration de l'efficacité informationnelle se répercutera sur les décisions d'investissement des firmes et conduira à une augmentation globale des niveaux de production. La présence d'initiés permet toujours d'augmenter la rapidité de transmission des informations au marché. Ainsi, en absence de délit d'initié, la valeur du cours est toujours plus éloignée de sa valeur fondamentale que lorsque ces agents informés peuvent agir librement. En outre, l'adaptation progressive du cours, suite à l'intervention des initiés, limite les effets de surprise des annonces qui conduisent à une variation brutale du niveau des cotations à la hausse ou à la baisse. Puisque toutes les informations ne peuvent pas être directement révélées au public, Manne considère que permettre aux initiés d'investir sur la base de leurs informations privées constitue un compromis efficace entre la préservation des incitations à découvrir cette information et le besoin de maintenir des prix "justes".

Les études théoriques expliquant la microstructure des marchés testent la pertinence de la thèse de Manne. La remise en cause de certaines hypothèses limite la portée de ses arguments, comme nous l'expliquons dans le prochain paragraphe. De plus, le fondement de son analyse repose sur le fait que le marché puisse détecter la présence d'initiés. Si cette hypothèse n'est pas vérifiée, l'argument d'une variation progressive du cours vers son niveau fondamental ne pourra être exploité. Nous verrons dans le second paragraphe que les résultats empiriques montrent qu'une part de l'information est intégrée dans les cours.

a) Les limites théoriques à l'intégration de l'information dans les cours

Le prix d'un titre financier peut résoudre les asymétries d'informations entre initiés et non-initiés, sous les hypothèses d'anticipations rationnelles des agents et de marché parfaitement concurrentiel [Grossman, 1976]²⁰. En effet, la présence des initiés sur le marché accélère l'intégration de l'information dans les prix. "Le prix d'équilibre est le même que celui qui prévaudrait dans une économie où tous les investisseurs détiendraient la totalité de l'information disponible. Plus les initiés sont nombreux et plus leur information est de bonne

²⁰ « In an economy with complete markets, the price system does act in such a way that individuals, observing only prices, are acting in self interest, generate allocations which are efficient. »

qualité, meilleur est le contenu informatif des prix, l'efficacité informationnelle étant parfaite dans ce cadre d'hypothèses [concurrence pure et parfaite et anticipations rationnelles]²¹. Toutefois, dès que ces hypothèses sont relevées, les problèmes d'asymétries d'informations persistent. Le niveau de révélation de l'information dans les cours est largement dépendant du cadre d'hypothèse du modèle considéré.

Le courant de recherche étudiant la microstructure des marchés financiers a été initié par Grossman en 1976. Il décrit le paradoxe suivant : si l'équilibre des marchés est totalement efficace, toute incitation à la collecte d'information est supprimée. De ce fait, si les informations sont coûteuses, aucun individu ne recherchera d'information, résultant en un équilibre avec information imparfaite. Grossman et Stiglitz [1970] montrent de surcroît que la présence d'agents informés implique que les prix d'équilibre ne soient pas parfaitement révélateurs. « En présence de coûts d'information, la notion d'efficacité forte est incompatible avec l'équilibre d'un marché » [Biais, Foucault, Hillion, 1997, p. 124].

Lorsque l'hypothèse de comportement concurrentiel est relevée, les agents informés sont conscients de leur impact sur les prix. L'efficacité informationnelle est réduite par rapport au cas concurrentiel puisque les agents informés vont développer des comportements stratégiques [Kyle, 1985, 1989] : l'initié réduit le volume de ses transactions pour limiter leur impact sur les prix. Kyle met aussi en exergue l'importance de l'observabilité de l'offre de l'actif risqué. Si l'offre d'actif risqué est aléatoire et non observable, c'est un bruit : les agents non informés ne peuvent plus inférer le signal des agents informés en observant les prix. Les variations aléatoires qui brulent le prix d'équilibre peuvent être le fait d'agents extérieurs ("noise traders" ou "liquidity traders") qui échangent leurs actifs de manière aléatoire, ou le fait d'agents informés ayant des dotations en actifs risqués²². Dans ce contexte, la quantité de titres échangée par l'initié dépend de la variance des quantités échangées par les "liquidity traders". Plus la variance est faible, plus l'initié sera facilement repéré (et d'autant plus qu'il augmente la taille de ses transactions). Son niveau optimal de transactions est déterminé stratégiquement et décroît en fonction de la variance de l'offre de liquidités aléatoires. D'autres modèles montrent que sous l'hypothèse d'un comportement non concurrentiel des agents, plusieurs équilibres peuvent émerger, ne garantissant pas la révélation de l'information

²¹ Extrait de la thèse d'Annaïck Guyvarc'h « Asymétries d'information et délit d'initié », qui porte justement sur le problème d'intégration de l'information véhiculée par les initiés dans les prix boursiers.

²² Biais, Foucault, Hillion ; 1997 ; p. 116 « Asymétries d'information : synthèse de la théorie de la microstructure des marchés pour formaliser les situations d'échange en présence d'information asymétrique ».

[Kyle et Hellwig, 1989 ; Laffont et Maskin, 1990]. En somme, outre le problème de la possibilité d'une intégration de l'information privée dans les prix, la question de la rapidité de cette intégration revêt de l'importance.

b) Les justifications empiriques

Les études empiriques menées dans les années 60-70 concluent à la non intégration de l'information au marché, au cours des opérations réalisées par les initiés [Schotland, 1967]. Les études postérieures, quant à elles, révèlent un effet prix suite à l'intervention des initiés, mais restent modérées dans leurs conclusions. Finnerty [1976] montre, quant à lui, que l'achat de titres par les initiés conduit à une réaction rapide du marché, alors que la vente de titres a un faible effet prix. Givoly et Palmon [1985] trouvent que les transactions des initiés, suivies par un effet prix important, ne sont pas fondées sur l'exploitation d'une information non publique. Ces études ont été menées sur les transactions déclarées par les initiés potentiels²³. Les résultats sont intéressants dans le sens où ils montrent que les transactions licites des initiés ont une influence sur les cours. La seule question qui reste en suspens, est de savoir si la caractéristique de l'information transmise (apparemment non fondée sur une information non publique) joue un rôle dans la transmission de l'information au marché. L'effet prix est important, ce qui tend à prouver que les investisseurs décodent l'information et l'intègrent dans leurs décisions. Toutefois, rien ne prouve qu'il en sera de même pour les informations privées détenues par les initiés. Les investisseurs ne seront peut-être pas capables de détecter et d'intégrer cette information dans leurs décisions, puisque l'information privée n'a pas les mêmes caractéristiques.

La construction de la base de données de la précédente étude présente un avantage et un inconvénient majeur. D'un côté, les résultats restent largement critiquables puisque par définition les activités criminelles ne sont pas avouées. Ainsi, aucun épisode de délit d'initié n'est réellement intégré dans la base de données. Mais d'un autre côté, les épisodes ne sont pas uniquement constitués par des cas détectés par les autorités de marché. En effet, les études empiriques plus récentes [Meulbroek, 1992 ; Guyvarc'h, 1999] utilisent les données des autorités de régulation sur les épisodes d'initiés détectés et condamnés. Toutefois, les

²³ Les législations qui interdisent le délit d'initié imposent aux initiés potentiels (dirigeants, managers, certains actionnaires) une obligation de déclaration lorsque ceux-ci se dessaisissent d'une partie des actions de leur société. Cette obligation de déclaration est stipulée au paragraphe 16(a) de la règle américaine et selon les articles 6 à 11 du règlement 90-04 de la Commission des opérations de bourse relatif à l'établissement des cours.

techniques de détection des autorités sont largement fondées sur des preuves statistiques (volumes de transaction importants précédant des variations de cours inattendues), ce qui risque de créer un biais dans les résultats : puisque les épisodes d'initiés ont été statistiquement repérables, il est fort probable qu'ils aient eu une influence sur les variations de cours.

L'étude de Meulbroek de 1992, largement citée dans la littérature et portant sur des affaires d'initiés détectées par la SEC, appuie la thèse de Manne. En effet, elle montre que les délits d'initiés sont suivis par des variations de prix rapides : le marché boursier détecte la possibilité de transactions d'initiés et transmet cette information aux cours. Les rentabilités anormales les jours de délit d'initié avoisinent 3% en moyenne et la variation des prix observée les jours de délit d'initié représentent 40 à 50% de la variation des prix enregistrée le jour de l'annonce. L'étude des épisodes de délit d'initié précédant les prises de participation (*takeover*) montre que 43% de l'augmentation des prix a lieu les jours de délit d'initié. En outre, les variations observées les jours de délit d'initié sont plus importantes que celles détectées les jours d'annonce publique, ou les jours sans annonce publique ni délit d'initié. Finalement, la corrélation entre le délit d'initié et les variations de prix, précédant les prises de participation, tend à prouver que le nombre de délits d'initié est étendu [Meulbroek, 1992].

Comme l'échantillon est formé d'épisodes de délits d'initiés détectés, le choix de la base de donnée peut entraîner un biais dans les résultats. Les variations de prix inhabituelles conditionnent la décision d'enquêter. C'est pourquoi, Meulbroek a conduit deux types de tests destinés à révéler un éventuel biais. Le premier échantillon testé est constitué de cas qui ont été révélés à la SEC autrement que suite à la détection d'un mouvement anormal des prix. Dans le second, elle distingue les cas où les initiés ont effectué des transactions sur le cours d'un titre ou de plusieurs titres. En somme, les résultats montrent qu'il n'apparaît aucun biais de sélection.

Les résultats montrent qu'une part de l'information véhiculée par l'action des initiés est transmise dans le niveau des cours. Ainsi, les initiés conduisent la cotation du titre considéré à se rapprocher de sa valeur fondamentale, c'est-à-dire que l'efficience informationnelle du marché est améliorée. La modification du comportement des autres agents économiques consécutivement à la présence d'initiés peut cependant avoir des conséquences néfastes sur l'efficience informationnelle du marché boursier.

I.2.2.1.2. Les limites des gains d'efficience face à la réaction des autres intervenants du marché

La spéculation des initiés permet d'intégrer une part de l'information privée dans les cours. L'efficience informationnelle du marché est améliorée, dans le sens où une plus importante quantité d'information est transmise au marché. Cependant, l'efficience globale du marché dépend aussi de la rapidité avec laquelle l'information publique, divulguée par les sociétés cotées, est intégrée dans les cours. Le comportement des dirigeants de sociétés, des analystes financiers et des investisseurs revêt alors un rôle central. Leur réaction en présence d'initiés conditionne directement le niveau d'efficience informationnelle du marché boursier. La divulgation de l'information des sociétés cotées et la rapidité avec laquelle les dirigeants transmettent les informations conditionne largement l'efficience du marché boursier. L'efficacité de ce processus permet d'établir une transparence de marché et définit la confiance des investisseurs.

La possibilité de commettre des délits d'initiés et l'appât des profits risque cependant de limiter ce phénomène. En effet, tout retard de divulgation profite aux initiés potentiels, améliorant ainsi leur avantage informationnel. Le cas le plus flagrant consiste à considérer que l'initié est un administrateur ou un manager détenant le pouvoir de retarder l'annonce d'un évènement. Ces agents sont incités à retarder au maximum l'annonce pour pouvoir tirer un profit maximal de leur information privilégiée. Dans une analyse plus complexe, on peut considérer que toute possibilité de délit d'initié peut conduire à un retard dans la divulgation d'informations. En effet, même si l'initié n'est pas directement responsable de la politique de communication de la firme, la structure hiérarchisée de la firme permet aux informations de transiter parmi les différents échelons. Chaque agent considéré peut retarder la transmission de l'information à son supérieur hiérarchique et exploiter l'information (ne serait-ce que pour de courtes périodes, puisque aujourd'hui les transactions boursières peuvent se réaliser en quelques minutes). Plus la société est organisée hiérarchiquement, plus les risques de retard seront importants.

Cet effet de retard, inhérent à la possibilité de commettre des délits d'initiés, est sérieusement pris en considération par la Commission des opérations de bourses. En effet, le préjudice lié à la perte d'efficience informationnelle du marché boursier est croissant avec la

durée du retard et l'importance de l'information qui doit être divulguée. La perte d'efficacité informationnelle due à la non divulgation ou à un retard de divulgation peut-être très importante puisque tant que l'information n'est pas révélée au public, le niveau du cours est détaché de sa valeur fondamentale. C'est pourquoi, il n'est pas évident que le gain d'efficacité informationnelle lié à l'intervention de l'initié compense la perte d'efficacité due au retard de divulgation de l'information.

II. Les modalités de la répression boursière

Elles s'articulent autour de l'idée d'assurer l'égalité (ou de réduire l'inégalité) entre investisseurs en interdisant aux initiés de profiter (ou de faire profiter) de leur situation privilégiée dans l'accès à l'information et en interdisant à tout un chacun de compromettre la transparence du marché. Deux aspects originaux méritent une attention particulière : les **relations entre ordres de bourse et infractions boursières (II.1.)** et l'**applicabilité de la règle « Non bis in idem » en droit pénal boursier (II.2.)**.

II.1. Ordres de bourse et infractions boursières

Pour conclure une opération sur un marché, tout opérateur doit transmettre un ordre de bourse²⁴ à un intermédiaire habilité pour recevoir des ordres -prestataire de service d'investissement-, lequel les transmet ensuite à un autre intermédiaire ou bien, s'il est également agréé pour ce faire (agréé pour les activités de réception, transmission et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers), il les produit directement sur le marché en vue de leur exécution. Chaque ordre produit sur le marché s'analyse juridiquement en une offre de contacter. Tout ordre doit indiquer le sens de l'opération (achat ou vente), le nombre de titres, sa durée de validité ainsi que son prix. La rencontre sur le marché de deux ordres de sens contraire, un ordre d'achat et un ordre de vente, matérialise la conclusion de l'opération. C'est donc par "l'exécution" de deux ordres de sens contraires que se forme le contrat de vente.

Du point de vue du client -donneur d'ordres- l'ordre s'analyse juridiquement en un mandat donné de conclure une opération qui consiste à acheter ou vendre un actif ou un contrat à terme ferme ou une option. L'ordre de bourse peut être transmis par tous les moyens

²⁴ Bibliographie indicative : H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd. 2001, n° 537 s.; L. Ruet, Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse ; www.bourse-de-paris.fr. V° Ordres de bourse.

prévus dans la convention de service qui lie le donneur d'ordres au prestataire de services d'investissement. Si la chaîne des intermédiaires susceptibles de participer à la réalisation d'une transaction boursière peut être considérée comme une source de risque, la structure de certains types d'ordres de bourse combinée à l'utilisation qui peut en être faite peut contribuer à la commission d'infractions boursières. Sont concernés a priori le délit de manipulation de cours et le délit d'initié (II.1.1.). Si ce risque existe, il n'en doit pas moins être minimisé au regard des règles de sécurité mises en place par la réglementation du CMF qui en assure une prévention efficace comme en témoigne le faible contentieux en la matière (II.1.2.).

II.1.1. Typologie des ordres de bourse et délits boursiers

Afin de répondre aux différents besoins des opérateurs, certains ordres entendent privilégier la rapidité d'exécution, d'autre les prix ou bien encore la quantité. C'est pourquoi, les autorités de marché ont de tout temps offert toute une palette d'ordres de bourse déclinés sur leur mode d'exécution (prix, quantité, échéance) ainsi que sur les combinaisons entre elles. Or, certains d'entre eux peuvent, à raison de leur structure particulière, contribuer à la réalisation de certaines infractions boursières.

II.1.1.1. Le prix

Deux types d'ordres mettent en avant le prix comme mode d'exécution : les ordres à prix ou à cours limité et les ordres au prix du marché

a) L'ordre à prix ou à cours limité

C'est un ordre, assorti d'une limite de prix, un prix maximum à l'achat et un prix minimum à la vente. Cette limite est celle au delà de laquelle l'acheteur ne veut plus acheter et en deçà de laquelle le vendeur ne veut plus vendre.

* A l'ouverture de la séance, tous les ordres d'achat limités à des prix supérieurs au cours d'ouverture et tous les ordres de vente limités à des prix inférieurs à ce cours d'ouverture sont exécutés en totalité. Il n'y a pas de fractionnement possible. Ces ordres "limités" au cours d'ouverture sont encore appelés ordres "à cours touché". Ils sont exécutés en fonction des soldes disponibles selon la règle du "premier entré, premier servi".

* En séance, l'exécution d'un tel ordre n'est possible que s'il existe une contrepartie suffisante à un ou plusieurs prix compatibles avec sa limite. Ils ne seront donc exécutés que si le marché le permet. Ainsi, l'ordre peut être exécuté :

- soit totalement,
- soit partiellement,
- soit positionné en file d'attente sur la feuille du marché s'il n'existe pas de contrepartie, dans un ordre croissant en termes de prix à la vente ;
dans un ordre décroissant en termes de prix à l'achat ;
en queue de file d'attente des ordres à la même limite (priorité de temps).

Risque : Ce type d'ordres pose problème dans la mesure où il peut n'avoir pas été exécuté alors qu'il existait une contrepartie sur le marché.

b) L'ordre au prix du marché

Appelé autrefois "ordre au mieux" lorsque le marché ne fonctionnait pas en continu mais au fixing, c'est l'ordre qui n'est assorti d'aucune indication de cours, d'aucune limite.

* A l'ouverture, l'ordre au prix du marché n'est autre qu'un "ordre à cours limité" au cours d'ouverture. Il est exécuté au premier cours coté en fonction des quantités disponibles, après les ordres "à tout prix" et après les ordres limités à des prix supérieurs pour les ordres d'achat et à des prix inférieurs pour les ordres de vente. Toutes les quantités ne sont donc pas nécessairement servies. En cas d'exécution partielle ou de non exécution, l'ordre reste inscrit sur la feuille de marché comme ordre "à cours limité" à ce cours d'ouverture, quelles que soient les évolutions ultérieures du marché.

* En séance, il est exécuté au premier cours coté, au prix de la meilleure offre en attente s'il s'agit d'un ordre d'achat ou de la meilleure demande en attente s'il s'agit d'un ordre de vente, après sa réception et au mieux des possibilités du marché. De deux choses l'une : soit il n'existe pas sur le marché d'ordre de sens inverse et l'ordre au prix du marché sera rejeté ; soit existe un ordre de sens contraire, il faut alors distinguer :

- si les quantités coïncident, il sera totalement exécuté, ce qui ne soulève aucune difficulté ;
- si les quantités ne coïncident pas, il sera partiellement exécuté. En ce cas la fraction de l'ordre non exécutée devient un ordre "à cours limité".

II.1.1.2. La quantité : l'ordre à tout prix

L'ordre à tout prix est un ordre d'achat ou de vente pour lequel le donneur d'ordres souhaite qu'il soit exécuté pour la quantité totale quel que soit le cours coté. Par définition, il peut être exécuté à des niveaux de prix différents. Aucune exécution partielle n'est possible. Si la quantité ne peut être servie en raison d'une insuffisance de liquidité de l'actif, le système procède à une réservation. Corrélativement, il n'existe aucune maîtrise du prix de cette exécution.

* A l'ouverture de la séance, l'ordre à tout prix est prioritaire sur tous les autres types d'ordres existants. Il est exécuté en totalité au cours d'ouverture. Au cas où un ordre à tout prix ne pourrait être intégralement exécuté, la valeur est réservée et les cotations reprennent selon les règles usuelles de réservation pour les valeurs cotées en continu.

* En séance, ce type d'ordres est exécuté dans son intégralité dès la première cotation postérieure à son enregistrement dans le système. L'ordre à tout prix vient servir autant de limites que nécessaire sur la feuille de marché jusqu'à exécution de la quantité spécifiée. Il peut donc être exécuté à des niveaux de prix différents. Si les quantités disponibles à l'intérieur des seuils de réservation sont insuffisantes pour que l'ordre "à tout prix" soit totalement exécuté, le système procède à une réservation.

Risque : Le donneur d'ordres peut subir une perte représentant la différence entre le cours auquel l'ordre a été effectivement exécuté et le cours affiché au moment de son arrivée sur le marché. De plus, exécuté en priorité à l'ouverture de la séance et pour sa quantité totale, si la liquidité est suffisante, ce type d'ordres peut être le support d'une manipulation de cours.

II.1.1.3. Combinaison Prix/Quantité : l'ordre "tout ou rien"

L'ordre "tout ou rien" est un ordre à cours limité qui permet d'acheter ou de vendre un nombre défini de titres avec une limite de prix donnée, tout en évitant les exécutions partielles. Son exécution est subordonnée à l'existence d'une contrepartie suffisante sur le marché : à des prix inférieurs ou égaux à la limite stipulée de l'achat ou à des prix supérieurs ou égaux à la limite stipulée de la vente. Ce type d'ordre signifie que le client souhaite

l'exécution totale de son ordre et, à défaut, aucune exécution. Dans cette dernière hypothèse, il est mis en attente sur la feuille de marché pour une exécution ultérieure. Il perd ainsi ses rangs de priorité par les prix et par le temps aussi longtemps que la quantité spécifiée n'est pas disponible sur le marché. Il ne sera alors exécutable face à un ordre entrant que si sa limite de prix est strictement inférieure à la meilleure limite de même sens que l'ordre entrant. L'exécution de l'ordre tout ou rien n'est pas exigible lorsqu'un cours plus favorable que sa limite de prix est coté.

Ces ordres concernent de grandes quantités de titres ce qui conduit certains intermédiaires à en réserver l'usage à des professionnels. Ce type d'ordres est difficile à satisfaire en marché en continu. En outre, ce type d'ordre est soumis à deux restrictions :

- l'opération doit être inférieure à 10 000 € s'il s'agit d'actions et à 10 000 titres s'il s'agit d'obligations ;
- il n'est pas recevable sur les valeurs de l'indice CAC 40 qui présentent peu de risque de fractionnement d'exécution du fait de leur forte liquidité.

Un tel type d'ordres est utile sur les valeurs à faible liquidité, mais il peut ne pas être exécutable quelle que soit la durée de sa validité.

* A l'ouverture, les ordres "tout ou rien" ne sont pas pris en compte dans le calcul du cours d'ouverture. Dès que celui-ci est déterminé, les ordres d'achat et de vente "tout ou rien" dont la limite est compatible avec ce cours d'ouverture sont confrontés entre eux.

- Soit le nombre de titres offerts et demandés en tout ou rien s'équilibre exactement. En ce cas, les ordres sont exécutés au cours d'ouverture.
- Soit le nombre de titres offerts et demandés en tout ou rien ne s'équilibre pas exactement.

Le solde de titres disponibles (ordres à cours limité partiellement servis) permet l'ajustement des ordres "tout ou rien" : ils seront exécutés au cours d'ouverture. Il n'est pas possible d'effectuer l'ajustement des ordres tout ou rien entre eux et avec le solde disponible à cours limité, alors les ordres tout ou rien ne seront pas exécutés, quelles que soient la limite et la quantité stipulées.

* En séance, l'ordre "tout ou rien" est instantanément confronté aux contreparties disponibles à la limite fixée. Si les contreparties sont suffisantes, l'ordre sera exécuté en totalité ; si elles ne le sont pas, l'ordre sera mis en réserve.

II.1.1.4. L'ordre à déclenchement

Les ordres à déclenchement étaient appelés autrefois ordres "à cours limité assorti de la mention stop" ou "ordre stop". Ils permettent à un investisseur de se porter acheteur ou vendeur à partir d'un cours déterminé et

- à ce cours et au-dessus de ce cours s'il s'agit d'un ordre d'achat ;
- à ce cours et au dessous de ce cours s'il s'agit d'une ordre de vente.

Un ordre d'achat ou de vente pour lequel le donneur d'ordres souhaite intervenir sur le marché dès qu'un prix de déclenchement qu'il a préalablement choisi est atteint et être exécuté pour la quantité totale dans le cas de l'ordre à seuil ou jusqu'à une certaine limite pour un ordre à plage celui où le donneur d'ordres se porte acheteur ou vendeur à partir d'un cours déterminé. Ils permettent notamment de se protéger contre d'éventuels renversements de tendance²⁵. Il en existe deux catégories.

- **Les ordres "à seuil de déclenchement"** : ils ne comportent qu'une limite à partir de laquelle ils se transforment en ordre "à tout prix". Ce type d'ordres assure une exécution complète de l'ordre mais ne permet pas d'en maîtriser le prix. Il sera exécuté totalement s'il y a une cotation après que le seuil de déclenchement ait été coté ou dépassé. Exemple : un ordre d'achat à seuil de déclenchement 61,10 € n'est pas exécutable aussi longtemps que le cours est inférieur à 61,10 €. Inversement, l'ordre de vente à seuil de déclenchement 60, 00 € n'est pas exécutable aussi longtemps que le cours est supérieur à 60, 00 €.

- **Les ordres "à plage de déclenchement"** prévoient une seconde limite fixant le maximum à ne pas dépasser à l'achat ou le minimum en deçà duquel le client renonce à vendre. Exemple : un ordre d'achat "à plage de déclenchement" 61,10/63,15 € n'est pas exécutable aussi longtemps que le cours est inférieur à 61,10 € et cesse de l'être dès que le cours dépasse 63,15 €. Inversement un ordre de vente 63,10/60,00 € n'est pas exécutable tant que le cours reste au dessus de 63,10 € et cesse de l'être s'il tombe en dessous de 60,00 €.

²⁵ Ainsi pour se préserver une plus-value sur un titre acheté 50 € et cotant actuellement 60 €, il convient de lancer un ordre de vente à déclenchement à 58 €. Tant que le cours du titre continue à monter ou à évoluer au dessus de 58 €, la vente n'aura pas lieu. En revanche, dès que le cours tombera à 58 € et dessous, l'ordre deviendra exécutable à ce cours ou en dessous.

Ce type d'ordres permet à l'investisseur de maîtriser une fourchette de prix d'exécution, mais risque une exécution partielle si la quantité de titres disponibles dans la plage est inférieure à celle stipulée. Les ordres en attente de déclenchement ne font l'objet d'aucune diffusion. De plus la réception d'un ordre à déclenchement ne provoque pas de négociation immédiate. Une transaction sur le marché doit nécessairement intervenir entre l'enregistrement de l'ordre et son déclenchement.

* En ouverture de séance, ne sont acceptés que les ordres d'achat dont le seuil de déclenchement est supérieur au cours de clôture de la veille (ou du précédent fixage pour les valeurs qui ne sont pas cotées en continu) et les ordres de vente dont le seuil de déclenchement est inférieur au cours de clôture de la veille ou du précédent fixage. Ils sont exécutés au cours d'ouverture dans la mesure où celui-ci est compatible avec le seuil ou avec la plage de déclenchement.

* En séance, les ordres ne sont pris en compte que si leur seuil est supérieur (pour les ordres d'achat) ou inférieurs (pour les ordres de vente) au dernier cours coté lors de leur arrivée sur le système de cotation.

Risques : Ce type d'ordres peut s'avérer dangereux dans la mesure où tant qu'ils sont en attente, ils ne font l'objet d'aucune diffusion. L'absence de visibilité peut affecter la liquidité des actifs concernés. De plus, en cas de délit d'initié ou de manipulation de cours réalisé sur la base d'un cours inférieur au seuil de déclenchement d'un ordre d'achat ou supérieur à celui de déclenchement d'un ordre de vente, le donneur d'ordres dont l'exécution de l'ordre est en attente en raison du mécanisme du seuil ou de la plage de déclenchement serait fondé à demander réparation de la perte d'une chance.

II.1.1.5. Limite de validité temporelle

Les ordres de bourse peuvent encore être valables "jour" ou "à révocation" ou "à date déterminée" sans que la durée de validité ne puisse être inférieure au jour et sans qu'elle puisse excéder la date de révocation en cours. Ces modalités se combinent avec les ordres dont les modalités d'exécution sont fondées sur le prix et sur la quantité.

L'ordre "jour" n'est exécutable que durant la séance au cours de laquelle a lieu la transmission. Ils seront retirés du marché en cas de non-exécution à la clôture de la séance de bourse. Il est automatiquement caduc.

L'ordre "à date fixe" est, sauf exécution ou annulation, valable, présent sur le marché, jusqu'à la date indiquée incluse, et ce sans que ce jour puisse dépasser le dernier jour du mois civil pour les valeurs négociées au comptant, le jour de la liquidation pour les valeurs SRD. Si l'ordre ne peut être exécuté pendant la durée prévue, il est automatiquement caduc.

L'ordre "à révocation". A défaut d'indication de durée l'ordre est réputé à révocation. Pour les valeurs peu liquides, il existe un risque de décalage important du cours pour les ordres à révocation en cas de réservations successives.

II.1.2. Règles de sécurité du marché et délits boursiers

Le CMF a posé un certain nombre de règles de sécurité qui, si elles sont respectées par tous les intermédiaires, du simple collecteur d'ordres au membre du marché, devraient constituer un moyen efficace de **prévention** des délits boursiers.

Tout ordre introduit sur le marché fait en principe l'objet d'un **filtrage**. Un ensemble de procédures de traitement, d'enregistrement et de contrôle mises en place par le règlement du CMF et les règles de négociation propres à chaque marché permet à l'intermédiaire habilité de s'assurer, notamment, que l'ordre en question est conforme tant à la volonté du donneur d'ordres qu'à la capacité du marché, sans porter atteinte à la sécurité du membre du marché et à celle du marché lui-même.

Ainsi, dès réception, l'ordre de bourse doit être **horodaté** lorsqu'il émane d'un donneur d'ordres ou dès son émission lorsque le prestataire habilité en est lui-même l'émetteur. Sauf exception prévue par les règles du marché et tenant à la nature de l'ordre, ils produisent les ordres sur le marché dans l'ordre de leur horodatage (Règl. CMF, art. 4-1-24 al. 2). Les règles du marché concerné précisent les principes de priorité applicables aux ordres de même nature et de même prix qui sont produits simultanément.

De plus, le prestataire habilité à la réception et à la transmission d'ordres pour compte de tiers est tenu d'**enregistrer** chronologiquement tous les ordres lors de leur réception, de leur transmission et de leur exécution afin de permettre un contrôle a posteriori (Règl. CMF,

art. 3-4-3-4). Il en va de même, dans les conditions conformes aux lois et règlements en vigueur, des conversations téléphoniques des négociateurs ainsi que celles des collaborateurs qui participent aux négociations commerciales avec les donneurs d'ordres, lorsque le déontologue du marché l'estime nécessaire du fait de l'importance des montants et des risques des ordres en cause (Règl. CMF, art. 3-4-3). Le CMF précise par décision les conditions d'utilisation et la durée minimum de conservation de ces enregistrements. Le prestataire habilité doit être en mesure de justifier que l'ordre transmis a été émis par le donneur d'ordres et d'apporter la preuve du moment de la réception et du moment de la transmission de l'ordre (Règl. CMF, art. 3-3-10).

Ce filtrage permet de déceler :

- les ordres non couverts (risque d'insolvabilité du donneur d'ordres),
- les ordres excédant pour un compte donné ou pour un donneur d'ordres une limite d'engagement cumulée (positions non dénouées fixées en fonction de la surface financière),
- les ordres faisant l'objet d'une OPA.

Par ailleurs, les intermédiaires ont l'obligation de refuser certains ordres :

- ceux dont la taille est manifestement disproportionnée par rapport à la liquidité du titre. Ils peuvent en effet dénoter une tentation de manipulation des cours. A cet égard, il convient de paramétrer le seuil d'absorption normale du marché pour chaque titre ;
- ceux dont la stipulation de prix est très éloignée des cours prévalant sur le marché ou à l'évidence destinés à provoquer un décalage de cours exagéré voire à provoquer un gel de la cotation.

Lorsqu'un client envisage d'effectuer une opération sur instruments financiers qui ne s'inscrit pas, par sa nature, par les instruments concernés ou par les montants en cause, dans le cadre des opérations que le client traite habituellement, le prestataire habilité s'enquiert des objectifs de l'opération envisagée et des risques de l'opération en cause (Règl. CMF, art. 3-3-7 al. 1). Il doit, en outre, attirer l'attention de son client lorsqu'il estime que l'exécution des instructions de ce dernier risque de provoquer une brusque variation de cours (Règl. CMF, art. 3-4-9). De même il s'interdit de provoquer, intentionnellement, des décalages de cours aux fins d'en tirer avantage, en particulier lors de la détermination du cours de clôture. Il doit également attirer l'attention de son client quand ce dernier lui transmet un ordre portant sur un instrument financier dont la négociation sur un marché réglementé est suspendue, pour

exécution hors de ce marché. Par ailleurs, ce prestataire s'assure qu'un collaborateur, qui effectuerait une transaction à un prix différent d'un prix de marché disponible pour cette transaction au moment de sa réalisation, peut en expliquer les raisons sur requête du Conseil (Règl. CMF, art. 3-4-2). Enfin et surtout, il leur est formellement interdit d'utiliser sur un marché réglementé les techniques ou les procédures en vigueur pour y effectuer des interventions dans le but d'induire en erreur les autres membres du marché concerné ou la clientèle (Règl. CMF, art. 3-4-7).

II.2. « Non bis in idem » et droit pénal boursier

« Lorsque j'étais jeune, on disait que tout ce qui était trop ridicule pour être dit était chanté. Aujourd'hui en économie, cela peut être exprimé en mathématique ». Cette citation de Coase²⁶, considéré comme l'un des fondateurs de l'économie du droit, permettra peut-être d'apaiser, si besoin est, le débat entre juristes et économistes concernant la place de l'économie dans la construction des règles juridiques. En France à l'heure actuelle, l'économie du droit paraît relever de manière quasi monopolistique de la compétence des économistes²⁷ alors que, selon certains juristes, elle tiendrait davantage de la « redécouverte »²⁸ que de la révolution. Une collaboration entre juristes et économistes semble pourtant nécessaire pour promouvoir le développement de cette discipline en France. Cette collaboration permettrait notamment aux premiers de surmonter leur aversion des graphiques et équations mathématiques²⁹ et aux seconds d'éviter de déformer parfois des notions juridiques élémentaires³⁰.

²⁶ « The firm, the market and the law » 1988, cité par R. Janda, « Etat des réflexions sur l'analyse économique du droit, à travers deux ouvrages américains récents », Arch. Phil. Dr., T. 37, 1992, « Droit et économie », p.173.

²⁷ Pourtant si selon B. Chenot, « L'organisation économique de l'Etat », Dalloz 1965 (cité par A. Jacquemin, « Le droit économique, serviteur de l'économie ? », RTDCom 1972, p.19), « à certains égards, mieux vaut ne pas être juriste pour étudier le droit économique » ne peut-on considérer, a contrario, qu'à certains égards, mieux vaut ne pas être économiste pour étudier l'économie du droit ?

²⁸ B. Oppetit, « Droit et économie », Arch. Phil. Droit, « Droit et Economie », Sirey 1992, T. 37, p. 17 : « Les rapports du Droit et de l'Economie sont passés au cours des trois derniers siècles par des phases successives d'imbrication, puis d'antagonisme ou d'ignorance mutuelle et enfin d'intérêt réciproque » ; cf. également T. Kirat, « Economie du droit », collect. Repères, édit. La Découverte 1999, p. 50 qui rappelle que « en France, c'est dans le contexte de la IIIe République naissante, en 1877, que fut instauré un enseignement d'économie politique dans les facultés de droit. L'enseignement de l'économie politique dans ces lieux de formation de juristes allait être maintenu pendant plusieurs décennies, jusqu'à la séparation des études de droit et d'économie dans les années soixante ».

²⁹ Pour une illustration en matière de responsabilité pénale, voir : B. Lemennicier, « Economie du droit », Théories économiques, Cujas 1999, p. 135 et suiv. ; N. Marceau et S. Mongrain, « Dissuader le crime : un survol », Université du Québec à Montréal, Département des sciences économiques, Cahier de recherche No. 9902, mars 1999.

³⁰ Par exemple : « On distingue la responsabilité pénale de la responsabilité civile, habituellement, sur la base d'un dommage créé volontairement à autrui. », B. Lemennicier, préc., p. 125

L'économie du droit, repose sur un double postulat : le comportement rationnel de l'homme en société qui cherche à « maximiser » son bien-être et l'existence d'un « prix » imposé par la norme juridique aux actions des agents. Cette discipline permet ainsi d'évaluer l'efficacité d'une règle de droit³¹ et peut fournir aux juristes des éléments d'analyse *a priori*³². Cependant l'économie du droit nous paraît devoir se limiter à indiquer au juriste un choix possible et non le meilleur choix possible pour au moins deux raisons : d'abord parce que, comme l'a si bien écrit Bruno Oppetit, « L'homme n'est pas réductible à sa seule efficacité »³³ ; ensuite parce que la notion d'efficacité économique, même en tenant compte de la pluralité de ses critères d'appréciation³⁴, ne rejoint pas nécessairement celle d'efficacité juridique.

A titre d'illustration, on peut évoquer les tenants et aboutissants de l'analyse économique en matière de responsabilité pénale³⁵. Pour dissuader un délinquant de commettre une infraction, plusieurs facteurs peuvent être pris en considération : la probabilité pour le délinquant d'être appréhendé, condamné ou de voir sa peine exécutée ; la sévérité de la peine ou sa progressivité en fonction du nombre d'infractions commises ; le gain résultant de la commission de l'infraction ; les revenus de l'individu... En fonction de ces paramètres et « s'il était possible de discriminer la population criminelle selon sa préférence pour le risque »³⁶, l'analyse économique (ou une analyse économique ?) parvient à un résultat paradoxal : pour les délinquants qui aiment le risque, il faudrait accroître la probabilité d'être

³¹ T. Kirat, préc., p. 12-13, qui se réfère au juge Posner ; voir aussi, B. Oppetit, « Philosophie du droit », Précis Dalloz 1999, p. 69, n° 52.

³² B. Lemennicier, préc., p. 15 : l'économie du droit utiliserait la théorie économique à des fins « 1) critiques : pour prédire quels seront les effets non attendus d'une loi, 2) normatives : pour déterminer quelle législation devrait être adoptée, 3) prédictives : pour prédire quelle législation sera adoptée ». L'on peut alors comprendre les réticences, voire l'hostilité, de certains juristes face à un objectif aussi ... ambitieux !

³³ B. Oppetit, « Droit et économie », préc., p. 26.

³⁴ Sur les différents critères économiques de l'efficacité, voir : B. Lemennicier, préc., spéc. p. 24 et suiv. Selon cet auteur, à la maximisation des gains à l'échange qui caractérise l'efficacité dans le cadre particulier de l'échange volontaire, s'oppose une autre conception de l'efficacité se caractérisant par une pluralité de critères : « un état social, résultant d'une modification de la loi ou d'un jugement [...] est dit efficace ou juste si et seulement si celui-ci est tel que :

a) le bonheur pour le plus grand nombre est maximum (critère de justice utilitariste), ou bien :
 b) le bonheur de tous est identique – on acceptera une inégalité dans les résultats que si celle-ci se fait au profit de tous et plus particulièrement des plus démunis (critère de justice de Rawls), ou bien :
 c) l'on ne peut augmenter la satisfaction d'un individu sans diminuer celle d'un autre (critère de justice de Pareto), ou encore :
 d) les gagnants à un changement dans la loi ou la législation compensent les perdants et obtiennent quand même un bénéfice positif (critère de justice de Kaldor-Hicks) ». Cf. égal., T. Kirat, préc., p. 69 et suiv.

³⁵ B. Lemennicier, préc., p. 139 et suiv.

³⁶ Ibid, p. 141.

appréhendé tout en réduisant le quantum de la peine. Inversement, pour les délinquants qui n'apprécient pas le risque, il s'agirait d'augmenter la sévérité des peines ou leur progressivité tout en tolérant une plus faible probabilité d'être appréhendé.

Une politique criminelle « efficiente » devrait donc aggraver les peines tout en réduisant la probabilité de détection concernant, par exemple, les infractions à la circulation routière mais il lui faudrait réduire les peines en augmentant la probabilité de détection pour « les crimes violents ou qui révèlent un goût pour le risque »³⁷. Ce résultat est intéressant mais il se heurte à plusieurs objections : 1°) la méconnaissance de la pluralité de finalités de la sanction pénale à savoir « une fonction d'*expiation* ou de rétribution [...] le but d'*intimidation* ou de prévention [...] l'*amendement* ou la réadaptation [...] l'*élimination* du délinquant irrécupérable »³⁸ ; 2°) la difficulté de caractériser le goût du risque ; 3°) le caractère contestable de la relation goût du risque/gravité de l'infraction.

Comme nous aurons l'occasion de le constater ultérieurement, la divergence entre les approches économique et juridique de l'efficacité³⁹ a parfaitement été mise en exergue, en droit boursier, s'agissant de l'opportunité de réprimer les délits d'initiés. Mais il peut être aussi intéressant de soumettre à l'analyse économique certains problèmes procéduraux de la répression boursière : les modalités de poursuites des infractions d'initiés. Celles-ci se caractérisent depuis 1989 par leur dualité⁴⁰ qui constitue une « exception française » : un même comportement sur le marché financier peut être cumulativement qualifié de délit

³⁷ Ibid., p. 141. Le résultat obtenu peut être complété par le « paradoxe de la sanction maximale » dont une des faiblesses serait l'absence de dissuasion marginale « qui consiste en l'augmentation de l'effort de dissuasion auquel un criminel fait face s'il choisit de commettre un méfait plus grave. Lorsque la sanction est maximale pour tous les crimes, la dissuasion marginale est nulle ; un individu décidé à commettre un crime n'a aucune incitation à choisir un crime mineur puisque la sanction potentielle n'est pas affectée par la gravité du crime » : N. Marceau et S. Mongrain, préc. p.15. Sans doute « maximise »-t-on un peu trop la rationalité du comportement délinquant puisqu'il apparaît que les vérifications empiriques réalisées en la matière aboutissent à des « résultats contradictoires », cette contradiction faisant l'objet d'une multitude d'explications (ibid., p. 6 et suiv.).

³⁸ W. Jeandidier, « Droit pénal général », 2^{ème} édit., Domat-Montchrestien 1991, n° 372 ; comp., pour une approche sociologique, E. Durkheim, « De la division du travail social », Librairie Félix Alcan, 3^{ème} édition, 1911, spéc. p. 76 : « [la peine] ne sert pas ou ne sert que très secondairement à corriger le coupable ou à intimider ses imitateurs possibles [...]. Sa vraie fonction est de maintenir intacte la cohésion sociale en maintenant toute sa vitalité à la conscience commune ».

³⁹ Cf. B. Oppetit, « Droit et économie », préc., p. 24 et « Philosophie du droit », préc., n° 52, p. 70, pour qui cette notion d'efficience économique conduit à une approche instrumentale de la norme juridique qui se concilie mal avec la conception traditionnelle de la règle de droit, soumise à des impératifs d'abstraction et de neutralité.

⁴⁰ La remarque vaut également pour d'autres infractions boursières : manipulation de cours (article 10-3 Ordonnance de 1967/Règlement COB n° 90-04) ; information sur le marché (art. 10-1 al. 3 Ordonnance de 1967/Règlement COB 98-07) ; voir récemment : R. Salomon, « Le particularisme des infractions boursières », JCP Entp du 18 mai 2000, n° 20, p. 788 et suiv.

d'initié, poursuivi par les autorités judiciaires, ou de manquement d'initié faisant l'objet d'une procédure de type administratif par la Commission des opérations de bourse.

Or en droit interne comme en droit international⁴¹, il existe une règle qui interdit qu'un même comportement puisse faire l'objet de deux poursuites distinctes : *non bis in idem*. La règle s'apparente, de prime abord, à une règle de bon sens : ne pas punir quelqu'un deux fois pour une même faute. Cette équité élémentaire se double d'un aspect « économique » car l'on comprend bien que tout procès à un coût, individuel et social, et que recommencer une procédure à l'encontre d'un individu déjà jugé pour les mêmes faits augmente notablement ce coût. L'économie générale de la règle *non bis in idem* permet donc de réaliser... une économie de temps et de moyens humains ou matériels.

Il faut encore préciser que la règle « *non bis in idem* » se fonde traditionnellement sur un impératif de sécurité juridique, « un droit à la tranquillité »⁴² ambivalent, c'est-à-dire aussi bien individuel que social. D'une part, l'individu jugé doit pouvoir être assuré que son sort ne sera pas remis en cause : il s'agit là d'une manifestation des droits de la défense « après procès »⁴³. D'autre part un double impératif de paix sociale et de respect dû aux décisions de justice impose de mettre un terme au procès en revêtant les décisions pénales d'une autorité indiscutable pour de ne pas jeter le discrédit sur la justice répressive en lui ôtant « les principales conditions de son efficacité : rapidité et certitude »⁴⁴. Pourquoi alors cette règle se trouve-t-elle exclue de la poursuite des infractions d'initiés ? Pour « maximiser » l'efficacité de la répression à leur égard ? Mais quid alors du droit de l'Homme -d'affaires- à un procès équitable ? L'admission de la règle *non bis in idem* ne permettrait-elle pas de concilier efficacité et équité, contribuant ainsi à optimiser l'efficacité de la répression boursière ? En l'état actuel du droit positif, force est de constater que le droit pénal boursier a fait l'économie de la règle *non bis in idem* (II.2.1), alors que celle-ci s'avérerait particulièrement économique dans ce domaine (II.2.2).

⁴¹ Cf. notamment : article 6 alinéa 1 et article 368 CPP ; article 14§7 Pacte international relatif aux droits civils et politiques du 19 décembre 1966 ; article 4 du Protocole n° 7 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme. Mais, en droit français, la règle n'a pas en tant que telle valeur constitutionnelle (Cons. Const., décision COB du 28 juillet 1989), contrairement à certains droit étrangers, allemand et japonais par exemple (sur ce point voir. J. Pradel, « Droit pénal comparé », Précis Dalloz, 1995, n° 42 et n° 137).

⁴² M.-L. Rassat, « Procédure pénale », collect. Droit fondamental, PUF, 2^{ème} édit. 1995, p. 804.

⁴³ J. Pradel, « Procédure pénale », 9^{ème} édit., Cujas 1997, n° 405 ; cf. également R. Merle et A. Vitu, « Traité de droit criminel. Tome 2 : procédure pénale », n° 760.

⁴⁴ Ibid.

II.2.1 L'économie de la règle « Non bis in idem » par le droit pénal boursier

Envisageons successivement les raisons (II.2.1.1.) et les conséquences (II.2.1.2.) de cette exclusion.

II.2.1.1. Les raisons de l'économie

Les principales raisons de l'exclusion de la règle *non bis in idem* concernant la poursuite des infractions boursières tiennent à son domaine d'application strictement pénal (a) ainsi qu'à la recherche d'une efficacité maximale de la répression (b).

II.2.1.1.1. Le domaine d'application strictement pénal de la règle non bis in idem

Techniquement, la règle se présente comme une manifestation de l'autorité négative de la chose jugée au pénal sur le pénal⁴⁵. Elle signifie qu'une décision pénale définitive et irrévocable fait obstacle à une nouvelle poursuite⁴⁶ des faits délictueux, même sous une qualification différente : « la décision répressive [...] acquiert une présomption irréfragable de vérité »⁴⁷, qu'elle soit de condamnation, de relaxe ou d'acquiescement et même si elle est erronée⁴⁸. Ce principe a donc vocation à ne s'appliquer qu'à la procédure pénale au sens formel et étroit du terme : seules sont concernées les poursuites diligentées par les autorités

⁴⁵ Sur cette règle, outre les ouvrages généraux de procédure pénale, on peut citer : L. Moret-Danan, « La règle non bis in idem en droit français », thèse dactyl., Rennes 1971 ; M. Pralus, « A propos de la règle non bis in idem, valeur en droit interne de l'un de ses aspects : non bis ? », Arch. Polit. Crim. 1996, n° 18, p. 37 et suiv. ; pour les questions de droit international : A. Huet et R. Koering-Joulin, « Droit pénal international », Thémis droit privé, PUF 1994, n° 151 et suiv. ; M. Pralus, « Etude en droit pénal international et en droit communautaire d'un aspect du principe non bis in idem : non bis », RSC 1996, p. 551 et suiv.

⁴⁶ D'un strict point de vue juridique il convient de distinguer cette règle interdisant seulement un cumul de poursuites (de procédures) du principe de non cumul des peines ; mais il est vrai qu'un cumul de poursuites risque d'aboutir aussi à un cumul de sanctions, en deux temps au lieu d'un : en ce sens J. Mourgeon, « La répression administrative », LGDJ 1967, p. 298.

⁴⁷ H. Roland et L. Boyer, « Adages du droit français », 4^{ème} édit., Litec 1999, p. 534, n° 267.

⁴⁸ Tant mieux pour le coupable relaxé ou acquitté, tant pis pour l'innocent condamné. Néanmoins, dans ce dernier cas, un tempérament existe : la possibilité d'un pourvoi en révision (art. 622 à 626 CPP). Si la Justice peut à la limite se satisfaire d'un coupable en liberté, elle ne saurait s'accommoder de la condamnation d'un innocent : de deux maux, il faut choisir le moindre... Comp. à propos du verdict d'un jury, M. Marceau et S. Mongrain, préc., p. 22-23 : « Le premier type d'erreur est de ne pas condamner un coupable. Le coût de ce type d'erreur inclut, par exemple, de possibles récidives. Une erreur de ce type est d'autant plus coûteuse que le crime est grave. Le deuxième type d'erreur est de condamner un innocent. Le coût associé à ce type d'erreur est évidemment croissant avec le niveau de la sanction. Il est extrêmement coûteux de condamner à mort un innocent. Dans ce contexte, un jury minimisant le coût des erreurs aura besoin de preuves d'autant plus solides pour imposer une sanction que celle-ci est sévère. La probabilité qu'un individu commettant un crime soit ultimement condamné diminue donc avec le niveau de la sanction. Une sanction maximale n'est alors plus nécessairement optimale. D'autre part, un jury sera plus enclin à condamner un suspect lorsque le crime qui a été commis est grave. Il en est ainsi parce que le coût d'innocenter un coupable est supposé être d'autant plus grand que le crime est grave. Puisque la probabilité de conviction augmente avec la gravité du crime, il est possible et optimal d'imposer une sanction croissante avec la gravité du crime ».

judiciaires pour des infractions pénales soumises à l'appréciation des juridictions répressives françaises. Dès lors que l'une des procédures de sanction est d'une nature différente, notamment administrative, la règle se trouve écartée⁴⁹. Tel est le cas pour les infractions d'initiés puisque parallèlement aux « délits d'initiés » prévus et réprimés par le Code monétaire et financier, il existe une répression administrative de comportements similaires, les « manquements d'initiés » du règlement COB n° 90-08. Alors que la poursuite et la répression des délits incombent à l'autorité judiciaire, les manquements sont poursuivis et sanctionnés par une « autorité administrative indépendante » : la Commission des opérations de bourse. D'ailleurs le Conseil constitutionnel a corroboré ce point de vue en ne consacrant pas la règle *non bis in idem* comme un principe de valeur constitutionnelle pouvant régir les sanctions-punitions prononcées par une autorité non juridictionnelle⁵⁰.

Cette conception stricte s'oppose à celle plus pragmatique adoptée par la Cour européenne des droits de l'Homme qui considère que les garanties prévues par la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales s'appliquent à « toute accusation en matière pénale », c'est-à-dire à toute procédure visant à infliger une sanction quelque soit la nature pénale, administrative ou même disciplinaire de l'autorité qui la prononce. Dans l'affaire Gradinger contre Autriche du 23 octobre 1995⁵¹, la Cour de Strasbourg a fait application de cette règle, prévue par l'article 4 du protocole 7, à deux poursuites l'une administrative, l'autre pénale, fondées sur le même comportement. Il est également acquis en jurisprudence interne, que les sanctions prononcées par les « autorités administratives indépendantes » relèvent de la « matière pénale » au sens de l'article 6 § 1 de la Convention européenne⁵². L'admission de la règle *non bis in idem* à l'égard de cumul des poursuites pénale et administrative des infractions d'initiés est donc juridiquement concevable.

⁴⁹ Voir M. Delmas-Marty, « Les grands systèmes de politique criminelle », collection Thémis, PUF 1992, p. 154.

⁵⁰ Cons. Const., décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, Recueil 1989, p. 71.

⁵¹ Série A, n° 328-C. Mais il est vrai que la Cour européenne a sensiblement infléchi sa position dans l'affaire Oliveira contre Suisse du 30 juillet 1998, encore que la situation était différente puisqu'il s'agissait de deux qualifications d'un même fait pénal, soumises à des juridictions distinctes : voir J.-F. Flauss, « Actualité de la Convention européenne des droits de l'homme », AJDA 1998, p. 992.

⁵² Cf. J.-F. Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme », AJDA 1999, p. 847 et suiv. ; également, F. Sudre, note sous CE, sect., 3 décembre 1999 (deux décisions : Didier et Caisse de Crédit mutuel de Bain-Tresboeuf), JCP 2000, II, 10061.

II.2.1.1.2. La recherche d'une efficacité maximale de la répression des infractions d'initiés

Accroître l'efficacité, certes, mais quelle efficacité ? Ne conviendrait-il pas de distinguer l'efficacité *stricto sensu* ou intrinsèque, liée exclusivement au but recherché par le législateur -réduire le nombre de ces infractions- et l'efficacité *lato sensu* ou extrinsèque, qui tiendrait compte de l'ensemble des moyens -du coût social et individuel- mis en œuvre pour atteindre cet objectif ? L'évolution de la législation pénale boursière s'est faite dans le sens d'une sévérité croissante à l'égard des intervenants sur le marché en élargissant le champ de l'incrimination et en aggravant la sévérité de la peine⁵³. Les efforts ont exclusivement porté sur l'efficacité intrinsèque (a) de la répression, au détriment de l'efficacité extrinsèque (b).

a) L'efficacité intrinsèque

L'importante loi du 2 août 1989 modifia, une nouvelle fois⁵⁴, le montant de la sanction pénale en fixant le maximum de l'amende à 10 millions et en prévoyant le décuplement du profit. Surtout, cette loi dota la COB du pouvoir de sanctionner, dans certaines conditions, les pratiques contraires à ses règlements⁵⁵ instaurant ainsi délibérément une répression administrative qui venait s'ajouter à la répression pénale. L'on est passé d'un système de complémentarité entre la COB, qui surveillait, et le juge répressif, qui punissait, à un système de juxtaposition⁵⁶ des prérogatives répressives. Ce système a-t-il permis de réduire le nombre des infractions boursières ou d'en accroître la détection ? Le casier judiciaire et les rapports

⁵³ Cf. notamment : C. Ducouloux-Favard, « Infractions boursières », *Juriscl. Banque et Crédit*, fasc. 1640, n° 29 et suiv. ; N. Rontchesky, « Les retouches apportées aux délits boursiers », in « La modernisation des activités financières », GLN Joly éditions, 1996, p. 167 et suiv.

⁵⁴ S'agissant d'une question de droit pénal de fond, l'on ne reviendra pas sur les difficultés rencontrées par le législateur pour déterminer le quantum de la peine en la matière, sans doute parce qu'il avait négligé les enseignements de Bentham et de son principe d'utilité : cf. J.-M. Varaut, « L'utilitarisme de Jeremy Bentham, prémisse et mesure de la justice pénale », *RSC* 1982, p. 261 et suiv., spéc. p. 268 : « il faut seulement que le mal de la peine, connu à l'avance du criminel possible, compense et surpasse le profit qui résulte du crime pour le criminel et prévienne par la suite et de ce fait le crime. Cette adéquation des peines aux délits doit tenir compte de la valeur apparente, autant que de la valeur réelle qui est le mal éprouvé quand la peine est appliquée ; la valeur apparente, c'est le mal probable, la crainte que crée la peine dans l'imagination des hommes. Mais il faut que la peine ainsi « calculée » soit « économique », qu'elle n'ait que « le degré de sévérité nécessaire pour atteindre son but ». « Tout doit être calcul de gain et de perte, et quand on évalue le gain, il faut soustraire la perte ».

⁵⁵ Si l'emprisonnement est constitutionnellement réservé aux juridictions pénales (cf. la décision du Conseil Constitutionnel du 28 juillet 1989, préc.), le montant de l'amende administrative susceptible d'être prononcée par l'autorité régulatrice n'a rien à envier à son homologue pénal : une sanction pécuniaire qui ne peut excéder 10 millions de francs, ou lorsque des profits ont été réalisés, une sanction pécuniaire qui ne peut excéder le décuple de leur montant, étant toutefois précisé que cette sanction doit être fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements.

⁵⁶ Comp. M. Delmas-Marty, « Les grands systèmes de politique criminelle », *Thémis, Droit privé*, Puf, 1992, p. 154 ; sur les relations entre la COB et les autorités judiciaires, voir N. Decoopman, *Juriscl. Banque et Crédit*, fasc. 1510, n° 141 et suiv.

annuels de la COB fournissent des indications intéressantes qui mériteraient assurément une analyse statistique beaucoup plus approfondie.

Concernant les délits boursiers, le casier judiciaire national révèle que :

- entre 1984 et 1997, le total des condamnations en matière boursière, d'épargne et de marchés est passé de 37 à 36 -avec une importante chute entre ces deux dates- ce qui apparaît dérisoire vis-à-vis des condamnations pour abus de biens sociaux ou de banqueroute ;
- en 1997 une seule infraction d'initié a fait l'objet d'une condamnation soit le même chiffre qu'en 1984, avec une nette progression en 1991 (4 condamnations) et un pic en 1993 (9 condamnations) ;
- le délai de réponse pénale est de 92,9 mois pour le délit d'initié, ce qui constitue le chiffre le plus élevé de toutes les infractions économiques et qui est plus de 10 fois supérieur au délai de réponse pénale en matière correctionnelle, tous contentieux confondus.

Parallèlement, il résulte des rapports annuels de la COB, depuis qu'elle s'est vue octroyer son propre pouvoir de sanction, que :

- entre 1991 et 1997⁵⁷, le nombre des enquêtes ayant donné lieu à transmission à l'autorité judiciaire ou à ouverture d'une procédure de sanction pour utilisation d'informations privilégiées a chuté de 9 à 3 avec, ici encore un pic en 1993 de 11 enquêtes⁵⁸ dont 4 concernaient un manquement au règlement COB n° 90-08 ;
- durant la même période⁵⁹ le nombre des procédures de sanctions (tous manquements confondus) est passé de 2 à 12, avec 17 en 1992, 10 procédures de sanction en 1993 (dont 8 pour manquements au règlement 90-08) et un chiffre record de 25 en 1996 (dont seulement 2 pour manquement d'initié).

L'augmentation du nombre des condamnations judiciaires à partir de 1991, avec le pic de 1993, pourrait peut-être s'expliquer par le fait que la COB a été, dans un premier temps au moins, une « tête chercheuse »⁶⁰ efficace. Mais il faudrait alors expliquer la chute ultérieure des condamnations pénales. Plusieurs hypothèses peuvent être émises :

⁵⁷ Cf. rapport COB 1991, p. 188 ; rapport COB 1992, p. 166 ; rapport COB 1993, p. 182 ; rapport COB 1994, p. 232 ; rapport COB 1995, p. 140 ; rapport COB 1996, p. 124 et rapport COB 1997, p. 114.

⁵⁸ Ce qui représentait « le tiers de celles transmises à l'autorité judiciaire », Rapport COB 1993, p. 182

⁵⁹ Cf. rapport COB 1991, p. 198 ; rapport COB 1992, p.180 rapport COB 1993, p.195 ; rapport COB 1994, p. 243 ; rapport COB 1995, p. 146 ; rapport COB 1996, p. 133 et rapport COB 1997, p. 125.

⁶⁰ C. Gavalda, « Droits et devoirs des initiés dans des sociétés par actions. Un exemple de collaboration entre la COB et la justice pénale », Rev. Soc. 1976, p. 589 et suiv., spéc. p. 605, n° 28.

- la dualité de poursuites et le cumul de sanctions subséquent se sont révélés particulièrement dissuasifs à l'égard des initiés ;
- la COB dénonce moins d'infractions et/ou les sanctionne plus rapidement que le juge pénal ;
- contrairement aux poursuites administratives de l'instance spécialisée qu'est la COB⁶¹, les poursuites judiciaires se sont avérées peu efficaces en la matière, ce qui semble paradoxal au vu de l'accroissement constant de la sévérité de la législation pénale.

S'agissant des procédures de sanctions administratives, leur importante progression peut être interprétée comme traduisant une volonté de la COB de se positionner en « premier juge »⁶² du marché boursier. L'on passerait ainsi d'une phase de coopération à une phase de confrontation entre la COB et l'autorité judiciaire, au détriment de cette dernière. Lorsque l'on sait que, en pratique, la sanction de la COB intervient avant la sanction pénale pour un même comportement, l'on est alors conforté dans l'impression de « marginalisation »⁶³ de la seconde à l'égard de la première. Tout cela amène à douter de l'efficacité intrinsèque du système résultant de la réforme de 1989. Mais il faut encore s'attacher à l'efficacité extrinsèque.

b) L'efficacité extrinsèque

Pour apprécier le « prix » de la dualité répressive instituée en droit boursier, il conviendrait, dans un premier temps, de dégager le coût respectif moyen, public et privé, des procédures pénale et administrative en matière boursière : budget de l'Etat et de la COB ; coût et entretien des systèmes judiciaire et administratif de sanction (rémunération du personnel, entretien des locaux, ...) ; coût de l'accès au droit (honoraires d'avocat, frais de procédure...). Dans un second temps, il faudrait confronter ces « dépenses » avec les « recettes » provenant

⁶¹ Il faut d'ailleurs signaler que le décalage entre les enquêtes donnant lieu à transmission à l'autorité judiciaire et celles donnant lieu à l'ouverture d'une procédure de sanction administrative a disparu. En 1993 « 11 enquêtes [...] ont révélé des faits susceptibles de constituer des délits d'initiés et de contrevenir, dans quatre cas, aux dispositions du règlement n° 90-08 » (Rapport COB 1993, p. 182) ; en 1994 sur 6 enquêtes du même type, 3 ont révélé un manquement possible au règlement 90-08 et à partir de 1995, le même nombre d'enquêtes a révélé des faits susceptibles de constituer des délits d'initiés ou de contrevenir aux dispositions du règlement n° 90-08 (cf. Rapport COB 1995, p. 140 : 4 enquêtes ; Rapport COB 1996, p. 124 : 4 enquêtes ; Rapport COB 1997, p. 114 : 3 enquêtes).

⁶² Rappr. M. Véron, « Droit pénal des affaires », Masson 1992, p. 225 ; comp. cependant, le Rapport COB-1990, p. 101 : « Au cas où les éléments réunis par l'enquête révéleraient des faits pouvant constituer à la fois une violation d'un règlement de la COB et une infraction pénale, la Commission les portera à la connaissance de l'autorité judiciaire, conformément à l'article 40 du Code de procédure pénale. Dans chaque cas, la COB apportera aux autorités judiciaires toute la coopération que celles-ci pourraient souhaiter, de manière à assurer une parfaite harmonie entre son action et celle de la Justice ».

⁶³ W. Jeandier, « Droit pénal des affaires », Précis Dalloz, 2^{ème} édit. 1996, p. 115.

des sanctions infligées encore que, indépendamment de l'aspect individuel, il n'est pas certain que l'emprisonnement soit « rentable » pour la collectivité.

Le centre de documentation de la COB ne dispose pas, semble-t-il, d'évaluation sur le coût de ses procédures de sanction. Mais, à titre purement indicatif, le coût d'une procédure de sanction devant le Conseil de la concurrence aurait été estimé entre 500 000 et 1 000 000 de francs : faut-il en déduire que, d'un point de vue économique, une procédure administrative de sanction serait « inefficace » lorsque la sanction prononcée est inférieure à la tranche minimale de cette estimation ? Que dire alors quand deux poursuites sont engagées à l'encontre d'un même fait ? C'est déjà aborder les conséquences de l'exclusion de la règle *non bis in idem* en droit boursier.

II.2.2. Les conséquences de l'économie

Elles ont été maintes fois rappelées par la doctrine, aussi peut-on se contenter d'un rappel succinct.

I.2.2.1. La contrariété de décisions

Il ne s'agit pas d'une hypothèse d'école, comme l'illustre une récente affaire soumise à la Cour d'appel de Paris le 26 octobre 1999⁶⁴. En l'espèce, la juridiction de second degré rejette l'exception tirée de la règle *non bis in idem* mais ne retient pas le délit d'initié au motif que si l'intéressé avait bien eu connaissance d'informations précises, ignorées du public et susceptibles d'influer sur la valeur boursière du titre, celles-ci n'étaient pas déterminantes des opérations réalisées. L'intéressé se voit donc relaxer au pénal alors qu'auparavant la COB lui avait infligé, pour les mêmes faits, une amende de 200 000 F⁶⁵. Le résultat n'est satisfaisant ni pour la personne concernée, ni pour le fonctionnement de la répression boursière.

⁶⁴ Cf. Bull. Joly bourse et produits financiers, mars-avril 2000, p. 153, § 34, avec la note de N. Rontchesky dénonçant à juste titre (spéc. p. 159) « les incohérences auxquelles peut conduire le cumul de poursuites ».

⁶⁵ Sanction confirmée en appel : voir Paris, 13 mai 1997, Bull. Joly Bourse et produits financiers, 1997, p. 621, § 95, note H. De Vauplane.

I.2.2.2. La neutralisation de la répression pénale

Elle provient principalement de la durée de la réponse pénale à l'encontre des délits d'initiés. L'effet dissuasif de la voie pénale s'affaiblit au profit de la réponse administrative, plus prompte à intervenir. Le cas s'est déjà présenté en jurisprudence puisque dans un jugement du 3 décembre 1993, le TGI de Paris, tout en déclarant le prévenu coupable de délit d'initié, s'est vu contraint de prononcer une dispense de peine en constatant que l'intéressé avait « déjà été condamné, par décision de la Commission des opérations de bourse [...] à une amende de 10 millions de francs [et] qu'aucune peine d'amende ne peut donc plus être prononcée à l'égard de S. P., dont le comportement n'est pas suffisamment grave pour justifier un emprisonnement, même assorti du sursis »⁶⁶. La solution est juridiquement irréprochable, mais intellectuellement et économiquement peu satisfaisante.

Pour tenter de tempérer les conséquences excessives de cette dualité de procédures⁶⁷, la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996 inséra un article 9-3, dans l'ordonnance de 1967 (actuel Art L.621-16 Code mon. et fin.) prévoyant que le montant des amendes pénales puisse venir s'imputer sur celui des amendes administratives prononcées par la COB à raison d'un même fait. Mais cette disposition, outre son inconstitutionnalité évidente⁶⁸, ne fait qu'accroître la subsidiarité de la répression pénale à l'égard de la répression administrative, en raison de la diligence dont fait preuve la COB dans la conduite de ses procédures.

I.2.2.3. L'alignement respectif des procédures pénale et administrative

Le « bon côté » des choses, s'il doit y en avoir un, pourrait résulter de l'alignement de la procédure de sanction de la COB sur celle du juge pénal : un « mimétisme » procédural en quelque sorte. Encore qu'il s'agisse d'un mimétisme plus forcé que spontané, puisque la COB

⁶⁶ Cf. C. Ducouloux-Favard, « En application de la loi du 2 août 1989, deux sentences pour une seule infraction d'initié », LPA du 19 janvier 1994, n° 8, p. 8 et suiv.

⁶⁷ Comme le lui avait préalablement « suggéré » le Conseil constitutionnel : cf. décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, 6^{ème} considérant : « si l'éventualité d'une double procédure peut ainsi conduire à un cumul de sanctions, le principe de proportionnalité implique qu'en tout état de cause, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues ».

⁶⁸ Cf. Cons. Const., décision n° 96-378 DC du 23 juillet 1996, 15^{ème} considérant, qui décide à propos des sanctions prononcées par l'Autorité de régulation des télécommunications, transposables à celles prononcées par la COB qu'« une sanction administrative de nature pécuniaire ne peut se cumuler avec une sanction pénale ».

s'est vue plusieurs fois condamnée pour non-respect du droit à un procès équitable⁶⁹, notamment avec le célèbre arrêt de l'assemblée plénière de la Cour de cassation du 5 février 1999⁷⁰ qui a estimé contraire au principe d'impartialité la présence du rapporteur au délibéré.

Deux questions peuvent être posées à la suite de cette décision :

- pourquoi certaines garanties fondamentales (présomption d'innocence, principe du contradictoire, impartialité) plutôt que d'autres (*non bis in idem*) devraient s'appliquer en matière boursière⁷¹ ?
- pourquoi maintenir les poursuites pénales à l'égard des infractions d'initiés maintenant que les poursuites administratives offrent des garanties suffisantes au plan de l'équité, tout en se révélant plus efficaces ?

Là où le juriste pourrait encore invoquer l'article 66 de la Constitution, le juge judiciaire est le gardien de la liberté individuelle, la réponse « efficiente » de l'économiste serait sans appel... Il paraît évident que ce double emploi de compétences ne peut être maintenu, tout au moins en l'état : l'équité et l'efficacité économique ne sont donc pas nécessairement antinomiques.

II.2.2. NON BIS IN IDEM : Une règle économique pour le droit pénal boursier

Si, dans son principe, la suppression du cumul des poursuites pénale et administrative en droit boursier ne souffre pas de discussion, les modalités de cette suppression sont davantage controversées. De manière non exhaustive, on peut considérer que le respect de la règle *non bis in idem* commande soit une économie par la suppression (II.2.2.1.) pure et simple de l'une des deux procédures, soit une économie moins radicale par la redistribution (II.2.2.2) des compétences en droit pénal boursier.

⁶⁹ Sur ce point, voir notamment : G. Canivet, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières à l'épreuve des garanties fondamentales », RJDA 1996, p. 423 ; C. Ducouloux-Favard et N. Rontchesky, « Les infractions boursières (délits boursiers, manquements administratifs) », préc., spéc. p. 132, n° 389 et suiv. ; A. Bienvenu-Perrot, « Procès équitable et sanctions boursières : les équivoques ne sont pas toutes levées », Bull. Joly bourse et produits financiers, 1999, p. 549 et suiv. ; M.-A. Lafortune, « L'application de la Convention européenne des droits de l'Homme aux procédures de sanctions administratives », RDBB 1999, p. 217 et suiv. ; A. Couret, « La sauvegarde des droits de la défense devant la COB », RJDA 3/1999, p. 203 et suiv.

⁷⁰ Affaire COB c/ Oury, Gaz. Pal. 24-25 février 1999, concl. M.-A. Lafortune ; JCP 1999, II, 10060, note H. Matsopoulou ; JCP Entp 1999, n° 22, p. 957, note E. Garaud ; récemment : Paris, 1^{ère} ch. H, 7 mars 2000, Sté KPMG fiduciaire de France, JCP Entp n° 25 du 22 juin 2000, p. 992, note A. Couret. Cf. également : N. Rontchevsky, « La commission des opérations de bourse à l'épreuve de l'exigence d'impartialité », Bull. Joly bourse et produits financiers 1999, p. 129 et suiv.

⁷¹ Cf. F. Sudre, note sous CE, sect., 3 décembre 1999 (deux arrêts), JCP Entp 2000, p. 509, spéc. p. 515.

II.2.2.1. L'économie par la suppression

Supprimer l'un des deux modes de répression serait assurément la solution la plus économique, mais des hésitations subsistent sur la procédure à faire disparaître. Envisageons successivement la suppression de la voie pénale (II.2.2.1.1.) et de la voie administrative (II.2.2.1.2).

II.2.2.1.1. La suppression de la voie pénale

Il ressort des données fournies par le Casier Judiciaire et des rapports COB une certaine inefficacité de la répression pénale en droit boursier. La diligence dont fait preuve la COB dans la détection, la poursuite et la sanction des comportements prohibés, ajoutée à son haut degré de spécialisation en matière économique et financière, font que l'admission de la règle *non bis in idem* reviendrait purement et simplement à faire disparaître la répression pénale de comportements identiques : cette perspective explique assurément les hésitations des juridictions pénales pour reconnaître le jeu de cette règle dans le domaine boursier.

De surcroît, il n'est pas certain que l'emprisonnement soit une sanction « efficiente » pour des infractions économiques. La voie pénale se trouve assurément concurrencée, voire dépassée par la procédure administrative de la COB qui semble avoir désormais atteint un équilibre satisfaisant, optimal entre efficacité et équité⁷². Toutefois, certains arguments peuvent militer pour la solution contraire.

II.2.2.1.2. La suppression de la voie administrative

Sans s'appesantir sur les actuelles procédures judiciaires engagées à l'encontre de certains membres de la COB pour délits d'initiés⁷³, un premier argument en faveur d'une telle suppression pourrait être tiré de l'alignement de la définition du délit d'initié sur celle du manquement d'initié. Au contact de la réglementation administrative, le juge pénal se serait spécialisé et doté d'instruments répressifs plus efficaces rendant désormais inutile la

⁷² En ce sens également : G. Canivet, « Les garanties de procédures applicables à la procédure de sanction de la Commission des Opérations de Bourse », Dalloz Affaires, 1996/3, p. 63.

⁷³ Cf. le Monde, des 4 et 5 juin 2000, p. 14 ; - du 16 juin 2000, p. 18.

procédure administrative de sanction. Mais certains auteurs⁷⁴ ont pertinemment estimé que cette situation ne fait que renforcer l'impression d'inadaptation d'un droit pénal qui se contente d'imiter la réglementation spécialisée.

Une doctrine autorisée⁷⁵ a fait valoir deux arguments de poids à l'encontre de la voie administrative. Le premier réside dans « l'inadaptation de la procédure administrative pour les affaires présentant un aspect international, de plus en plus fréquentes, qui nécessitent des commissions rogatoires internationales ». Le second concerne l'indemnisation des éventuelles victimes d'infractions boursières⁷⁶. Sous réserve de justifier d'un préjudice réparable découlant de l'infraction, les épargnants peuvent se constituer partie civile devant les juridictions répressives pour obtenir réparation, tout en déclenchant l'action publique permettant la sanction de l'infraction. Or la COB, en tant qu'autorité administrative, ne peut indemniser les victimes de comportements boursiers contraires aux intérêts des porteurs de titres. En pratique, il apparaît que peu de constitutions de partie civile sont réalisées et qu'elles concernent essentiellement le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses, le délit d'initié s'apparentant à une infraction d'intérêt général⁷⁷.

La suppression de la voie administrative n'est donc pas à exclure, mais peut-on réellement revenir sur toute l'évolution législative ayant conduit à la réforme du 2 août 1989 ? D'ailleurs ce retour est-il seulement souhaitable ? Ne vaudrait-il pas mieux s'orienter vers un système d'option ou de redistribution des rôles respectifs de la COB et du juge pénal en droit boursier ?

⁷⁴ H. De Vauplane et O. Simart, préc., spéc. p. 89 et suiv., qui qualifient cet alignement de « contestable ».

⁷⁵ C. Ducouloux-Favard et N. Rontchevsky, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières après le décret n° 97-774 du 31 juillet 1997 », Bull. Joly bourse et produits financiers, mars-avril 1998, § 31, p. 107 et suiv., spéc. p. 116.

⁷⁶ Cf. M. Puech, « La commission des opérations de bourse et la surveillance du marché boursier au regard du droit pénal », Mélanges Bastian, 1974, T. 1, p. 211 et suiv., spéc. p. 236.

⁷⁷ Sur tous ces points, voir H. De Vauplane et O. Simart ; préc., spéc. p. 95, qui rappellent que « depuis la loi du 8 août 1984, [des associations agréées d'investisseurs] peuvent demander au juge pénal qu'il ordonne à la personne responsable de mettre fin à une irrégularité, demander réparation en cas d'atteinte à l'intérêt collectif, et agir au nom d'au moins deux de leurs membres, en vertu d'un mandat, en cas d'existence de préjudices individuels ». Par ailleurs, le Conseil constitutionnel a interdit à la COB de se constituer partie civile au nom du respect des droits de la défense (Décision n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, RFDA juillet-août 1989, p. 671).

II.2.2.2. L'économie par la redistribution

Toutes les difficultés préalablement rencontrées tiennent certainement moins à l'existence même d'une dualité de procédures qu'à une absence de coordination⁷⁸ entre les deux. Il conviendrait alors de limiter les inconvénients du système actuel en instituant une relation de complémentarité entre les deux modes de répression. Une solution possible consisterait à faire du non-respect d'une décision de sanction de la COB une infraction pénale, à l'instar de celle admise en droit de l'urbanisme ou de l'environnement⁷⁹. On pourrait aussi s'inspirer de la solution retenue en droit de l'audiovisuel et en droit de la télécommunication. Une disposition législative prévoit que le Conseil supérieur de l'audiovisuel⁸⁰ ou l'Autorité de régulation des télécommunications⁸¹ ne peuvent infliger une sanction administrative pécuniaire que si le manquement administratif n'est pas constitutif d'une infraction pénale⁸².

Un autre mode de complémentarité existe encore en droit de la concurrence : le Conseil de la concurrence est compétent pour sanctionner les pratiques anticoncurrentielles (ententes prohibées, abus de domination) des entreprises et les juridictions répressives interviennent à l'encontre de « toute personne physique qui frauduleusement, aura pris une part personnelle et déterminante dans la conception, l'organisation ou la mise en œuvre de pratiques visées aux articles 7 et 8 »⁸³.

Mais la spécificité du droit boursier réside dans l'octroi d'un pouvoir réglementaire à la COB et dans la possibilité qui lui a été donnée d'en sanctionner elle-même les manquements. Toute la difficulté consiste à déterminer un critère de répartition des

⁷⁸ Rapp. M. Delmas-Marty, « Les grands systèmes de politique criminelle », Thémis, Droit privé, Puf 1992, p. 248, qui évoque le problème de « coordination des réseaux de sanctions, en particulier du réseau administratif par rapport au réseau pénal ».

⁷⁹ Cf. en droit de l'urbanisme (art. L. 480-4 C. urb.) et en droit de l'environnement (art. 20, loi du 19 juillet 1976, modifiée par la loi du 3 juillet 1985, sur les installations classées), ce que Madame Delmas-Marty qualifie de « fonctionnement successif » des réseaux de sanctions, « Les grands modèles de politique criminelle », préc., p. 158.

⁸⁰ Article 42-1, 3° de la loi du 30 septembre 1986 (dû à la loi du 17 janvier 1989) qui dispose que le CSA peut prononcer « une sanction pécuniaire [...] si le manquement n'est pas constitutif d'une infraction pénale ».

⁸¹ Article L. 36-11, 2°, b du Code des postes et télécommunications qui prévoit que l'ART ne peut infliger une sanction administrative de nature pécuniaire que si le manquement concerné n'est pas constitutif d'une infraction pénale.

⁸² Rapp., le système retenu par le droit italien : voir M. Romano, « Marché boursier et pouvoir de sanction dans le droit italien », LPA n° 71 du 15 juin 1994, n° spécial « Le juge et le marché boursier dans les grands systèmes d'Europe et d'Amérique de Nord », p. 104 et suiv., spéc. p. 106.

⁸³ Mais l'on sait que ce système pose problème concernant l'indemnisation des victimes de pratiques anticoncurrentielles : cf. C. Lucas De Leyssac, « Faut-il faire du Conseil de la concurrence une juridiction ? », Rev. Jurispr. Com., 1992, doct., p. 273 et suiv.

compétences répressives dans la mesure où le manquement d'initié a pu être considéré comme « le frère jumeau »⁸⁴, voire « le clone »⁸⁵ du délit d'initié.

Certains auteurs suggèrent de retenir des critères objectifs, tels que l'existence de victimes ou l'aspect international de l'affaire, en précisant que, au-delà du critère choisi, « il importe que le choix entre les poursuites pénales et la procédure de sanction administrative soit opéré par l'autorité judiciaire et plus précisément par le ministère public »⁸⁶. Un délit d'initié national relèverait alors de la compétence de la COB en raison de l'inexistence de constitution de partie civile en la matière. D'autres proposent de retenir le critère de la gravité du comportement visé : « Si l'on admet que le droit pénal sanctionne les comportements graves et moralement répréhensibles, alors il faut que l'administratif se charge, *a contrario*, et des comportements peu graves, et des comportements qui ne sont pas pris en compte en tant qu'ils constituent des fautes intentionnelles mais en tant qu'ils compromettent l'organisation d'un marché »⁸⁷. Certes entre le « grave » et le « peu grave », tout est question de nuance, pourtant il semble bien que le législateur utilise un tel critère lorsqu'il entend dépénaliser certains comportements en matière de circulation routière ou de chèque sans provision par exemple. La question se pose alors de savoir où l'on doit situer les infractions boursières dans la hiérarchie des valeurs socialement protégées et si toutes les infractions boursières se situent au même niveau. D'autres auteurs suggèrent encore de réserver « les sanctions pénales aux seules infractions troublant l'ordre social : aux infractions morales, répression pénale, et aux infractions économiques, répression administrative [...] ce choix conduirait à maintenir la répression pénale pour les initiés mais à supprimer la sanction administrative ; par contre, il faudrait supprimer la sanction pénale de la manipulation de cours et de la diffusion de fausses informations au profit de la sanction administrative »⁸⁸.

Mais peut-on véritablement distinguer les infractions purement morales de celles exclusivement économiques en matière boursière ? N'est-il pas moralement répréhensible de mentir en diffusant une fausse information ? N'y a-t-il réellement aucune incidence économique résultant des infractions d'initiés ? L'économie du droit peut permettre

⁸⁴ M. Véron, « Le délit d'initié : les contours de l'infraction », *Droit et patrimoine*, février 1996, p. 54.

⁸⁵ *Ibid.*

⁸⁶ C. Ducouloux-Favard et N. Rontchesvky, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières après le décret n° 97-774 du 31 juillet 1997 », *préc. spéc.* p. 117.

⁸⁷ M.-A. Frison-Roche, « Observations finales », in « Les enjeux de la pénalisation de la vie économique », *Dalloz* 1997, p. 195.

⁸⁸ H. De Vauplane et O. Simart, *préc.*, p. 97-98.

d'apporter ici quelques éléments de réponse⁸⁹. Le droit pénal entend réprimer la rupture d'égalité à l'accès d'informations financières résultant des infractions d'initiés qui constitueraient une atteinte à une « éthique des affaires »⁹⁰, ou « à la démocratie financière »⁹¹.

L'analyse économique, considère qu'il existe une asymétrie de l'information sur le marché financier entre les investisseurs individuels d'une part et les professionnels de la bourse et les dirigeants des sociétés cotées d'autre part. Elle démontre que si les opérations d'initiés augmentent assurément cette asymétrie informationnelle, elles n'entravent pas pour autant le fonctionnement régulier du marché en permettant au cours du titre d'évoluer progressivement vers sa valeur réelle. Autrement dit, bien que « moralement » répréhensibles au regard de l'égalité d'accès à l'information des investisseurs, ces opérations d'initiés se révéleraient « économiquement » utiles. Mais d'autres analyses économiques, sans doute moins libérales, ont nuancé voire contredit la précédente⁹². D'ailleurs une trop grande tolérance à l'égard des opérations d'initiés ne risque-t-elle pas d'ébranler la confiance des investisseurs « non privilégiés » et cela sans aucune répercussion économique ? Cette divergence ne peut que conforter dans l'idée que l'économie du droit n'est pas la panacée, mais qu'elle peut contribuer à enrichir la réflexion dans l'élaboration des normes répressives. Pour peu que juristes et économistes français acceptent de collaborer plus étroitement qu'ils ne l'ont fait jusqu'à présent, l'enrichissement sera mutuel.

⁸⁹ Voir particulièrement, H. De Vauplane et C. Denoun, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », LPA, 28 mars 1994, n° 37, p. 4 et suiv. ; M.-E. Gounot, « Essai d'application de l'analyse économique du droit à la réglementation boursière des opérations d'initiés », RSC 2000, p. 335 et suiv., spéc. p. 337.

⁹⁰ Ibid, p. 4.

⁹¹ H. De Vauplane et O. Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », RDBB, mai-juin 1997, p. 85 et suiv., spéc., p. 94.

⁹² H. De Vauplane et C. Denoun, préc., p. 7 et suiv.

Chapitre II

L'indemnisation des préjudices résultant des infractions boursières

La « moralisation des marchés » fut la principale justification avancée lors des différentes réformes du droit boursier. Mais que faut-il exactement entendre par « moraliser » ? Les intitulés des (trop ?) nombreuses lois intervenues en la matière révèlent une approche intéressante de la « morale boursière » : par exemple, loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne ; loi du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence des marchés financiers ; loi du 2 juillet 1996 relative à la modernisation des activités financières. L'objectif recherché est patent : protéger l'activité et non les acteurs ; l'investissement et non les investisseurs ; l'épargne et non les épargnants...

Pour ce faire, la loi du 2 août 1989 a doublé la répression pénale des infractions boursières d'une répression administrative par la COB en cas de manquements à ses propres règlements. Il s'agit donc de rendre le marché davantage attractif et compétitif, en protégeant son intégrité et sa sécurité : on se trouve alors en présence d'une « morale artificielle »⁹³. Mais ne conviendrait-il pas également de s'attacher à une morale plus « naturelle » qui prendrait davantage en considération les préjudices individuels subis par les épargnants résultant de comportements illicites sur le marché ?

La voie administrative apparaît réfractaire à l'indemnisation des victimes d'infractions boursières. D'une part, la COB ne se préoccupe guère des préjudices subis par les épargnants, mais il est vrai qu'en tant qu'organisme non juridictionnel, tel n'est pas son rôle. D'autre part, les sanctions administratives du droit boursier, contrairement à celle du droit de la concurrence, peuvent être liées aux profits tirés de ces manquements⁹⁴ mais pas à « l'importance du dommage causé à l'économie »⁹⁵, ce qui a pu être regretté⁹⁶. Les victimes doivent emprunter la voie judiciaire, mais celle-ci paraît être restrictive : la jurisprudence considère traditionnellement que les préjudices individuels des actionnaires ne sont pas caractérisés en cas de revente à perte des titres ou de dépréciation de la valeur des actions⁹⁷.

⁹³ Viandier, « Observations sur le délit d'utilisation d'une information privilégiée », Bull. Joly 1992, §76, p.253.

⁹⁴ Art. L. 621-15 C. mon. et fin.

⁹⁵ Art. 13, Ord. 1^{er} décembre 1986. Cf. Canivet et Vogel, « Le dommage à l'économie : critère de l'évaluation de l'amende en droit français de la concurrence », RJDA 1993, p. 599 ; Lucas de Leyssac, « La réparation du dommage à l'économie », Rev. Conc. Consom. 1995, n° 83, p. 67.

⁹⁶ De Vauplane et Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme », RDBB 1997, n° 61, p. 85, spéc. p.95.

⁹⁷ Com 1^{er} avril 1997, Bull. Joly 1997, p. 650, note Barbiéri. Récemment, crim 13 décembre 2000, D, Cah.Dr. Aff. 15 mars 2001, p. 926, note Boizard : « la dévalorisation du capital social découlant du délit d'abus de pouvoirs, commis par un dirigeant de société, constitue non pas un dommage propre à chaque associé, mais un préjudice subi par la société elle-même ». Adde, pour une solution identique concernant une action civile relative à un abus de biens sociaux : crim 13 décembre 2000, n° 7552.

Certes, avec les lois du 23 juin 1989 et du 8 août 1994, des associations agréées d'investisseurs peuvent, à l'image des « class actions »⁹⁸ américaines, exercer soit une « action syndicale »⁹⁹ en cas de préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs, soit une « action civile par représentation ou substitution »¹⁰⁰ en cas de pluralité de préjudices individuels ayant une origine commune, mais pour quel résultat en pratique ? L'extrême rareté des constitutions de partie civile relativement aux infractions boursières pourrait laisser penser que ces infractions, ou au moins certaines d'entre elles, appartiendraient à cette fameuse catégorie des infractions d'intérêt général, confirmant ainsi la célèbre mais ancienne jurisprudence Milhaud : « Par leur objet même, par la nature des infractions qu'elles définissent et par la procédure spéciale qu'elles prévoient en vue d'assurer la répression (les ordonnances du 30 juin 1945) excluent pour les particuliers la faculté de mettre eux-mêmes l'action publique en mouvement en se constituant partie civile [...] pour demander devant la juridiction répressive la réparation d'un préjudice qui a été en réalité subi par la collectivité toute entière »¹⁰¹.

Pour autant, il convient de s'interroger sur les raisons possibles de ce défaut de demande d'indemnisation : s'agit-il de difficultés liées à la détermination des préjudices individuels réparables résultant des infractions boursières, de difficultés liées à l'évaluation d'un préjudice que les victimes ont conscience de subir, ou de l'ignorance des victimes du préjudice que leur cause pourtant ce type de comportement ? Ces différents préjudices soulèvent par conséquent un grand nombre d'interrogations pouvant inciter le juriste à s'adresser à l'analyse économique afin que celle-ci lui fournisse des éléments de réponses concernant non seulement le « préjudice »¹⁰² causé au marché (I.) mais aussi les préjudices individuels (II.) résultant éventuellement des délits boursiers.

⁹⁸ De Vauplane, « Class actions : premiers pas en Europe ? », Bull. Joly BPF, n° spécial avril 1994, p. 35.

⁹⁹ B. Bouloc, « Les attributions et la responsabilité des associations (aspect pénal) », Rev. Sociétés 1995, p. 259 et suiv., spéc. p. 263.

¹⁰⁰ Ibid., p.266.

¹⁰¹ crim 19 novembre 1959, D 1960, 463, note Durry.

¹⁰² Le terme de dommage serait plus approprié, voir cependant Lucas de Leyssac, « La réparation du dommage à l'économie », préc., p. 67.

I. Le « préjudice » au marché

Le marché boursier se caractérise essentiellement par un échange d'informations. Son bon fonctionnement peut être perturbé si les informations en cause ne sont ni fiables (I.1.) ni égalitaires dans leur accès (I.2.).

I.1. L'atteinte à la fiabilité de l'information

L'impératif de transparence apparaît comme une garantie de bon fonctionnement du marché. Ce bon fonctionnement suppose, également que « le rendement d'un actif soit une fonction croissante de son risque »¹⁰³. Il en résulte notamment que le marché se trouve faussé si certains intervenants obtiennent des bénéfices importants en limitant les risques en manipulant les cours ou en diffusant des informations fausses ou trompeuses, portant alors atteinte à la transparence du marché. Ainsi, le rendement de l'actif des autres intervenants ne se fait plus au moindre coût puisqu'ils doivent déployer des efforts supplémentaires, qui ont un coût, pour accéder aux informations pertinentes, contrairement aux manipulateurs. Dans ces conditions, on perçoit le caractère économique des infractions de manipulation de cours et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses qui faussent le jeu régulier du marché.

Leurs comportements créent un environnement boursier artificiel, opaque, sur lequel vont se fonder les intervenants non-informés ou sous-informés¹⁰⁴. Par leur maîtrise de l'information, les manipulateurs créent ou accentuent une asymétrie d'information leur permettant de réaliser un profit, « anormal » puisque sans effort, autrement dit sans contrepartie. Ainsi pour les manipulateurs, l'on est passé progressivement d'un problème initial de fiabilité de l'information (manipulation, fausse information) à un problème d'égalité d'accès (asymétrie) à l'information.

I.2. L'atteinte à l'égalité d'information

Sur le marché financier, il existe assurément une inégalité, une asymétrie d'information, entre les investisseurs individuels d'une part et les investisseurs institutionnels et les dirigeants des sociétés cotées d'autre part. Ces derniers, les « initiés », grâce à leur fonction ou à leur profession disposent d'information privilégiées auxquelles n'ont pas accès les non-initiés. Or ces initiés, qui utilisent pour leur propre compte ou qui communiquent à

¹⁰³ De Vauplane et Bornet, « Droit de la bourse », Litec 1994, n° 388.

¹⁰⁴ Sur tous ces points, voir : De Vauplane et Bornet, « Droit de la bourse », préc., n° 387 et suiv.

leurs proches des informations privilégiées parce que confidentielles, réalisent un avantage indu car supprimant pratiquement tout aléa, tout risque de l'opération. Cette asymétrie d'information leur permet par conséquent de réaliser un profit facile, sans contrepartie en générant un environnement tout aussi artificiel que le manipulateur¹⁰⁵. Ne pourrait-on alors suivre un raisonnement identique à celui retenu précédemment pour la manipulation de cours ou la diffusion de fausses informations¹⁰⁶ et considérer que les infractions d'initiés, loin d'être purement morales ou économiquement neutres, peuvent au contraire affecter le fonctionnement du marché, notamment en altérant la confiance des investisseurs ?

Cette question est largement négligée par les défenseurs des opérations d'initiés qui avancent le rôle positif joué par ces transactions dans le processus de découverte des prix. En améliorant le contenu informatif des cours cotés, l'intervention des initiés pourrait contribuer à améliorer le niveau de l'efficacité informationnelle du marché financier¹⁰⁷. Rappelons qu'un marché est dit informationnellement efficace si l'ensemble des informations pertinentes à l'évaluation des actifs financiers qui y sont cotés se trouve immédiatement reflété dans les cours. Il s'agit là d'une qualité essentielle pour un marché dans la mesure où les prix cotés doivent en principe résulter de la confrontation de l'offre et de la demande de titres exprimées à partir des anticipations des agents sur la valeur intrinsèque de ces actifs. Lorsqu'un marché est efficace, l'allocation des ressources entre les différents actifs est optimale et les cours reflètent la valeur fondamentale des titres.

Les détenteurs d'informations privées peuvent être des initiés ayant obtenu leur information de façon illicite, mais il peut également s'agir des analystes financiers dont le travail consiste à retraiter des informations publiques pour créer de l'information privée. Cette approche de l'efficacité informationnelle ne tient cependant pas compte des coûts de transaction existant sur le marché financier. La collecte et le traitement des informations n'étant pas gratuits, Jensen considère qu'un marché est efficace si toute prévision dégage un

¹⁰⁵ Ceci explique que le profit ou l'intention spéculative ne sont pas des éléments constitutifs des infractions d'initiés puisque la sanction pénale entend lutter contre cette rupture d'égalité « moralement » répréhensible. Rapp. Ducouloux-Favard, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », Mélanges AEDBF-France 1997, p. 177 et suiv., spéc. p.182 : « Ce n'est pas l'enrichissement soudain et rapide qui est réprimé, c'est l'enrichissement sans risque, de celui qui sait par avance, parce qu'il est informé par privilège ».

¹⁰⁶ En remarquant cependant que, contrairement au manipulateur, l'initié n'entend pas induire les autres en erreur.

¹⁰⁷ Manne, « Insider Trading and the Stock Market », New York, Free Press, 1966.

profit nul¹⁰⁸. Les prévisions sont possibles, mais le profit net des coûts de transaction tend vers zéro. Dans ces conditions, le problème consiste à se demander dans quelle mesure les opérations réalisées par les initiés contribuent à intégrer leur information privée dans les cours et à améliorer ainsi l'efficacité informationnelle des prix.

Les mécanismes d'intégration de l'information par les prix ont retenu l'attention des financiers sous les hypothèses les plus diverses¹⁰⁹. Etudiant les problèmes d'asymétrie d'informations entre différentes catégories d'investisseurs, Grossman montre que dans un univers où les agents forment des anticipations rationnelles, la seule observation des prix cotés peut permettre de supprimer les avantages informationnels des initiés. En effet, si un agent détient une information privilégiée laissant présager une hausse du cours, il est incité à acheter le titre provoquant une augmentation du prix coté. Constatant cette hausse, les autres agents seraient en mesure de déduire l'information privée initiale de sorte que l'observation des prix pourrait être parfaitement révélatrice, c'est-à-dire que les non informés pourraient formuler les mêmes anticipations en connaissant seulement le cours coté sur le marché. On comprend alors que l'intervention d'investisseurs supérieurement informés sur les marchés conduirait à améliorer l'efficacité informationnelle puisque leur comportement permettrait d'incorporer l'information privée dans les cours.

Ce raisonnement soulève cependant quelques difficultés liées aux hypothèses implicites qu'il requiert. En premier lieu, l'analyse suppose un cadre concurrentiel, c'est-à-dire que les informés ne prennent pas en compte l'impact de leurs transactions sur les prix d'équilibre lorsqu'ils déterminent leur stratégie d'échange. Si cette hypothèse est levée au profit de l'existence de comportements stratégiques des agents informés qui chercheraient à limiter la révélation de leurs informations privées, l'efficacité informationnelle diminue¹¹⁰. En second lieu, la possibilité de contribuer à l'efficacité informationnelle via les anticipations rationnelles suppose qu'il n'existe aucun « bruit » provenant d'une demande de liquidité aléatoire. Dès que l'on admet que des investisseurs expriment, pour des motifs de liquidité,

¹⁰⁸ Jensen, 1978, « Some anomalous evidence regarding market efficiency », *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, n°1.

¹⁰⁹ Grossman, 1976, « On the efficiency of competitive Stock markets where traders have diverse information », *Journal of Finance*, n°31.

¹¹⁰ Kyle, « Continuous Auctions and Insider Trading », *Econometrica*, vol. 50, 1985 ; Laffont et Maskin, « The Efficient Market Hypothesis and Insider Trading on the Stock Market », *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990.

une demande aléatoire et indépendante de la valeur du titre, l'équilibre réalisé n'est plus parfaitement révélateur¹¹¹.

A ces limites comportementales, il convient d'ajouter d'autres réserves à l'intégration de l'information privée par les prix compte tenu des modalités de fonctionnement des marchés financiers. Ainsi, à la Bourse de Paris, comme sur la plupart des grandes places financières, il existe un système d'interruption des cotations mis en œuvre en cas de fortes variations des cours ou dans l'attente d'une annonce imminente. Lorsque les initiés passent des ordres qui provoquent des variations importantes, les cotations sont suspendues et l'information privée ne peut être intégrée dans les cours. De même, le mécanisme de suspension dans l'attente d'une annonce peut empêcher les initiés de tirer profit de leur information privée. Une autre caractéristique de la Bourse réside dans la possibilité pour les investisseurs de passer des ordres « cachés » permettant aux initiés de ne pas révéler la totalité de l'information dont ils disposent. Dans ce cas, le contenu de l'ordre n'est que partiellement et progressivement révélé au marché de sorte que les effets sur les prix cotés se trouvent limités même en présence d'anticipations rationnelles de la part des investisseurs. En réalité, la révélation de l'efficience informationnelle ne dépend pas uniquement de la quantité d'information privée intégrée dans les cours, mais également de la vitesse à laquelle l'information publique est incorporée dans les prix¹¹².

La présence d'initiés sur le marché va exercer une influence sur les comportements des agents qui participent à cette incorporation. Plus précisément, la possibilité de réaliser des délits d'initiés peut inciter le dirigeant supérieurement informé à repousser la date des annonces afin de tirer un maximum de profit de son information privée. Le report de la date d'annonce de l'information peut se traduire par une forte réduction de l'efficience informationnelle. Cette détérioration peut également s'expliquer par un changement de comportement des non initiés lorsqu'ils pressentent la présence d'agents informés sur les marchés. Les analystes financiers et les arbitragistes qui collectent et traitent l'information peuvent ainsi être découragés par l'arrivée d'initiés. Ils renoncent à acquérir de l'information sachant que les initiés obtiennent une information de meilleure qualité à moindre coût. Enfin, l'intervention des initiés conduit aussi à une diminution de la confiance que les non initiés

¹¹¹ Hellwig, 1980, « On the aggregation of information in competitive markets », *Journal of Economic Theory*, n°22.

¹¹² Guivarc'h, « Asymétrie d'information et délits d'initiés », Thèse Paris IX, 1999.

accordent au marché financier. Lorsqu'ils pressentent l'arrivée d'agents supérieurement informés, ils prennent conscience qu'en cas d'échange, ils sont confrontés à un risque d'antisélection, c'est-à-dire au risque de contracter avec un agent détenteur d'informations privilégiées. Cette infériorité dans l'échange les désincite à effectuer des transactions d'où un risque de baisse de l'activité conduisant à un ralentissement de l'intégration de l'information par les prix susceptible d'entraîner une baisse supplémentaire de l'efficacité informationnelle.

Dans certaines conditions, les agents non informés conscients de la présence des initiés sont certains de réaliser des pertes du fait de leur désavantage informationnel et renoncent alors à réaliser toute transaction¹¹³. Dans ce cas il n'y a aucune divulgation de l'information privée puisque aucun prix n'est coté. Cette perte d'efficacité peut d'ailleurs être étendue de la sphère informationnelle à la sphère allocative dans la mesure où la diminution des échanges sur le marché risque de nuire à l'investissement des entreprises¹¹⁴. Il y a donc bien préjudice au marché puisque la perte de confiance conduit à une réduction de l'investissement, à une baisse de la liquidité du marché, voire à une plus grande volatilité des prix des actifs. L'efficacité du marché requiert par conséquent que les transactions d'initiés soient prohibées. Certains travaux montrent de surcroît que l'ampleur du préjudice au marché dépend de caractéristiques précises (sensibilité de l'investissement aux variations de cours, degré d'aversion pour le risque, volatilité naturelle des prix...)¹¹⁵. Sur ce point, il semblerait d'ailleurs utile de prévoir dans la détermination de la sanction du délit d'initié une référence à ce préjudice au marché, à l'image de ce qui existe en droit de la concurrence où la sanction se fonde en partie sur le « dommage à l'économie ».

En définitive, il paraît logique de considérer que le caractère attractif du marché est tributaire du niveau de confiance que lui accordent les investisseurs, or ce degré de confiance dépend fortement de la croyance de ces investisseurs en l'accès égalitaire à l'information, c'est-à-dire du fait que personne n'est en mesure d'utiliser une information privilégiée pour intervenir sur le marché. A plus ou moins long terme les comportements illicites des initiés pourraient alors avoir des répercussions néfastes sur le marché en raison du sentiment de défiance qu'ils pourraient susciter chez les « petits » investisseurs.

¹¹³ Batthacharya et Spiegel, « Insiders, Outsiders and Market Breakdowns », *Review of Financial Studies*, n°4, 1991.

¹¹⁴ Leland, « Insider Trading : Should it Be Prohibited », *Journal of Political Economy*, vol. 100, 1992.

¹¹⁵ Ausubel, « Insider Trading in a Rational Expectations Economy », *Review of Financial Studies*, n°4, 1991.

A la limite, ne peut-on considérer que les gains réalisés par le manipulateur ou l'initié peuvent non seulement perturber le fonctionnement normal du marché mais, de surcroît, porter préjudice aux épargnants sous-informés ?

II. Les préjudices individuels

Toute la difficulté consiste ici à caractériser (II.1.) et, éventuellement, à évaluer (II.2.) les préjudices pouvant résulter de la réalisation d'infractions boursières.

II.1. La caractérisation des préjudices

La jurisprudence française connaît très peu de décisions faisant référence à un éventuel préjudice induit par les délits boursiers (II.1.1.). L'analyse économique permet cependant de définir plusieurs types de préjudices individuels (II.1.2.).

II.1.1. Etat des lieux de la jurisprudence française

A priori, seules deux décisions¹¹⁶ ont eu à connaître de constitutions de partie civile émanant d'investisseurs particuliers, peut-être parce que « en l'absence d'intégration de la théorie financière de fraude au marché, les magistrats français, contrairement à leurs homologues américains, éprouvent de grandes difficultés à caractériser le préjudice »¹¹⁷. Ces deux décisions sont intervenues pour indemniser des préjudices individuels d'investisseurs résultant d'une diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Toutefois, il semble qu'aucune décision ne se soit prononcée sur un éventuel préjudice résultant d'une manipulation de cours ou d'un délit d'initié. Est-ce à dire que ces deux délits sont exclusifs de tout préjudice individuel ? S'agissant de la manipulation de cours, la raison d'en douter vient de sa similitude avec le délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Un auteur a pu estimer, à juste titre, qu'il fallait « un singulier effort d'imagination pour tenter de déceler la nature des manœuvres distinctes de l'information publique qui soient capables d'induire autrui en erreur dans ses décisions d'intervention sur le marché »¹¹⁸. En revanche la situation apparaît plus délicate pour le délit d'initié, même si l'on a pu constater qu'en pratique, « le

¹¹⁶ Crim 15 mars 1993, Bull. Joly BPF, 1993, p. 365, note Jeantin ; Banque et Droit 1993, n° 32, chron. Peltier, p. 21. Paris 18 décembre 1995, JCP Entp 1996, pan, n° 482 ; Banque et Droit 1996, n° 48, chron. Peltier et De Vauplane, p. 35.

¹¹⁷ De Vauplane et Simart, « La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA », Rev. Droit Bancaire 1996, n° 56, p. 158.

¹¹⁸ Freyria, « Les aspects répressifs de la réglementation boursière actuelle », Rev. Droit Bancaire 1988, n° 8, p. 113 et suiv., spéc. p. 115.

délict d'informations fausses ou trompeuses [...] s'accompagne souvent du délict d'initié »¹¹⁹. La doctrine spécialisée paraît être unanime : « la commission du délict d'initié ne crée pas de préjudice pour les porteurs de titres, d'autant plus que ce délict a un fondement moral et non économique »¹²⁰ ; « les opérations [d'initiés] ainsi réalisées, si immorales soient-elles, ne causent aucun préjudice financier aux opérateurs »¹²¹.

S'agirait-il véritablement d'une infraction d'intérêt général¹²² ? Dans son arrêt précité du 15 mars 1993, la chambre criminelle a relevé que « le demandeur au pourvoi, qui ne s'est constitué partie civile que pour le seul délict de diffusion dans le public d'informations fausses ou trompeuses de nature à agir sur les cours, [...] est sans qualité pour critiquer la décision de la cour d'appel en ce qu'elle relaxe M. du chef de délict d'initié ; que dès lors le moyen est irrecevable ». On ne peut donc qu'inciter les investisseurs à se constituer partie civile dès qu'ils auront connaissance d'un délict d'initié portant sur les titres qu'ils détiennent ! Il n'est pas certain que l'initié échappe à toute action en réparation dans la mesure où des associations agréées d'investisseurs peuvent agir devant toute juridiction même par voie de constitution de partie civile, relativement aux faits portant un préjudice direct ou indirect à l'intérêt collectif des investisseurs ou certaines catégories d'entre eux. Or, les comportements illicites d'initiés ne sont-ils pas de nature à ruiner la confiance des investisseurs estimant que les règles sont faussées en raison de l'asymétrie d'information dont a abusivement profité l'initié ? N'y a-t-il pas alors un préjudice au moins indirect ainsi porté aux intérêts collectifs des épargnants ? Par ailleurs, la Chambre criminelle de la Cour de cassation décide que « l'élément de préjudice constitué par la perte d'une chance peut présenter en lui-même un caractère direct et certain chaque fois qu'est constatée la disparition [...] de la possibilité d'un événement favorable encore que, par définition, la réalisation d'une chance ne soit jamais certaine »¹²³. La victime qui a conservé des titres antérieurement acquis en raison de la hausse artificielle du cours résultant de la diffusion de fausses informations sur la situation de l'émetteur aurait-elle agi de même si les fausses informations n'avaient pas été diffusées (idem pour une manipulation

¹¹⁹ Pelletier et De Vauplane, *Banque et Droit* n° 48, juillet-août 1996, p. 34

¹²⁰ De Vauplane et Simart, « Délits boursiers : propositions de réforme. Pour une répartition des compétences répressives selon le caractère économique ou moral de l'infraction », *Rev. Droit Bancaire* 1997, n° 61, p. 85 et suiv., spéc. p. 95.

¹²¹ Hovasse, *Droit des Sociétés* septembre 1992, p. 13

¹²² Pourtant la jurisprudence de la Chambre criminelle de la Cour de cassation paraît aller dans le sens sinon d'un abandon de la notion, du moins d'une restriction en admettant par exemple que « si le délict de gestion de portefeuille pour le compte d'un tiers sans agrément porte atteinte à l'intérêt général, il peut également causer un préjudice direct et personnel à des particuliers et servir de fondement à l'action civile devant la juridiction répressive » (crim 5 mars 1998, *Bull. crim.*, n° 87 ; dans le même sens à propos de l'article 434-4 CP : crim 23 février 2000, *Bull. crim.*, n° 78).

¹²³ crim 23 février 1977, *Bull. crim.*, n° 73 ; - 4 décembre 1996, *Bull. crim.*, n° 445

de cours) ? A la limite pourquoi ne pas retenir un raisonnement similaire en matière de délit d'initié : l'épargnant aurait-il conservé ses titres si l'information privilégiée avait été publique ? Dans ces différentes hypothèses, ne peut-on caractériser la perte certaine d'une chance sérieuse de pouvoir revendre les titres en limitant les pertes ?¹²⁴

En résumé, est-il bien certain que les infractions d'initiés ne causent aucun préjudice financier aux épargnants ? Le développement précédent, relatif aux atteintes au marché, a permis de constater que la présence des initiés sur le marché conduit les autres investisseurs en situation d'infériorité informationnelle à modifier leur comportement. Ils vont devoir renoncer à réaliser leurs transactions si leur degré d'aversion pour le risque est élevé ou bien ils vont exiger une prime de risque pour entrer sur le marché. La présence des initiés est donc susceptible de provoquer une baisse du volume des échanges sur le marché et, par extension, une perte d'efficience. Le préjudice ici considéré peut être qualifié de dommage à l'économie dans la mesure où il ne semble pas possible de l'imputer précisément à tel ou tel investisseur. Cependant, cela ne signifie pas pour autant que les préjudices individuels n'existent pas. En particulier dans l'hypothèse où l'investisseur non informé renonce à rentrer sur le marché en réaction à la présence d'agent supérieurement informé, il peut supporter d'une certaine manière un manque à gagner. Sans aller jusqu'à cette situation extrême où l'intervention des initiés conduit au blocage du marché en raison du retrait des autres investisseurs, il convient de remarquer que les modalités de fonctionnement de la Bourse rendent indiscutable l'existence de préjudices individuels en présence d'initiés. La meilleure illustration est certainement celle des ordres « à cours limité ». Selon cette technique répandue, les ordres d'achats et de ventes de titres sont exécutés en fonction de la réalisation de cours préalablement déterminés par les acheteurs et les vendeurs. Si l'on considère par exemple le cas d'un investisseur désirant faire l'acquisition de titres à un cours limité de 100 e, il se peut que l'intervention d'un initié provoque une augmentation soudaine du cours par exemple à 110 e de sorte que l'ordre de l'investisseur ne sera pas exécuté alors qu'il l'aurait été en l'absence d'intervention de l'initié. A l'évidence, l'intervention de l'initié porte préjudice directement à l'investisseur et pas seulement au marché. Mais une chose est de caractériser l'existence d'un préjudice, une autre est de pouvoir l'évaluer.

¹²⁴ Pour les vendeurs à découvert, l'action sur les cours ne les a-t-elle pas privé de bénéfice ? Hovasse, préc., p.14.

II.1.2. Une analyse économique des préjudices subis individuellement par les investisseurs non initiés

Les investisseurs non initiés encourent le risque d'investir simultanément à un ou plusieurs initiés. En effet, soit ils constituent la contrepartie de la transaction, soit leurs ordres sont de même sens que celui des initiés. Certains auteurs (Scott [1980] ; Bhattacharya et Spiegel [1991] ; Ausubel [1990]) considèrent que les non initiés réagissent à la présence des initiés en renonçant à certaines transactions ou en exigeant une prime de risque. L'échange face à un investisseur sur informé est alors considéré comme préjudiciable pour la partie sous informée à cause du risque d'anti-sélection qui en découle. La perte de confiance des investisseurs les conduit à réduire le niveau de leurs demandes sur le marché, entraînant à la fois une chute de l'activité et un ralentissement de l'introduction de l'information dans les prix des actifs.

L'étude de Leland en 1992 considère l'impact du délit d'initié sur le bien-être des différents agents concernés par une telle activité. Il conclut que l'action des initiés doit être prohibée car le niveau global de bien-être diminue. Les gains des gagnants, les initiés et les actionnaires initiaux, ne compensent pas la perte de bien-être des investisseurs non initiés et des investisseurs pressés (*liquidity traders*). Les investisseurs pressés échangeant pour des raisons de liquidité sont les principaux perdants de l'action des initiés, puisque le marché devient moins liquide. De plus, les gains espérés des investisseurs non initiés diminuent lorsque les initiés peuvent échanger librement sur le marché. L'échange face à des investisseurs mieux informés conduit les investisseurs non initiés à détenir en moyenne, plus de parts, lorsque les rentabilités espérées sont faibles et moins de parts lorsque les rentabilités espérées sont fortes.

Il convient toutefois de noter que les risques auxquels font face les investisseurs non initiés sont moindres en présence de l'action des initiés puisqu'une part de l'information est intégrée dans les prix, révélant par là même certains des risques encourus. Le modèle de Leland aboutit à la conclusion d'une augmentation des prix des actifs lorsqu'un délit d'initié est commis, ce qui le conduit à penser que la demande des investisseurs non initiés sera plus grande en présence d'initiés, alors que leur niveau de bien-être décroît. Cette démonstration tend à prouver que la confiance des investisseurs n'est pas toujours altérée par l'action des initiés.

Au regard des analyses précédemment menées, on s'aperçoit que le lien entre l'action des initiés et le niveau de confiance accordé au marché par les autres intervenants n'est pas aussi direct qu'il n'y paraissait à première vue. En l'occurrence l'analyse des préjudices subis par les investisseurs non informés est insuffisante. De plus, comme le souligne la conclusion de Leland, la preuve d'un tel préjudice n'entraîne pas forcément une réduction de la confiance des investisseurs dans le marché, puisque la demande de titres n'est pas forcément altérée.

La synthèse de Bainbridge [1999] sur le délit d'initié, présentée dans l'Encyclopédia of Law and Economics, initie la discussion sur le sujet. En effet, le fondement de la régulation du délit d'initié sur la base d'une réduction de la confiance des investisseurs est examinée. L'auteur analyse deux arguments souvent avancés dans la littérature juridique, qui visent à expliquer le préjudice subi par les investisseurs. Ils sont explicités et critiqués dans un premier **paragraphe** (II.1.2.1.). Nous prolongeons la discussion dans un second **paragraphe** en définissant un préjudice global (II.1.2.2.) et deux préjudices individuels (II.1.2.3) qui peuvent être subis par les investisseurs non initiés.

II.1.2.1. La réfutation de Bainbridge de l'existence d'un préjudice subi par les investisseurs non initiés

Le premier argument établit que les investisseurs sont incités à réaliser des transactions à un mauvais prix, c'est-à-dire un prix qui ne reflète pas l'information privée. En effet, le niveau et le sens des transactions varient selon que l'information est révélée ou non au public. Toutefois, ce n'est pas aux initiés de révéler cette information¹²⁵. La non révélation de l'information au public est régie par des règles particulières (règlement 90-02 de la COB par exemple) laissant les dirigeants juges du bien fondé de cette non révélation. Cependant, si l'information n'est pas divulguée les initiés ayant connaissance de ces informations font face à une obligation de confidentialité. C'est la transgression de cette confidentialité qui est précisément l'objet du délit d'initié. La décision d'achat ou de vente de titres par un investisseur non initié n'est pas conditionnée par la présence d'un initié, d'autant plus que les non initiés ne peuvent déceler cette présence. Si un non initié vend ses titres avant que le cours ne monte, le fait que ceux-ci soient achetés par un initié ou un non-initié n'est pas

¹²⁵ Excepté si l'initié est un dirigeant qui retarde volontairement la date de l'annonce de l'information pour pouvoir en tirer profit.

préjudiciable au vendeur. C'est la non divulgation de l'information dont dispose l'initié qui conduit le vendeur à réaliser une transaction qui lui est défavorable. Le second argument avancé par Bainbridge porte sur l'impact des effets prix résultant de l'action des initiés. Leur présence influence les prix de sorte à les rapprocher du "juste" prix. Ainsi, la modification des comportements d'investissement des non initiés suite à ces variations de prix se fera dans le bon sens, ce qui constitue l'élément bénéfique de l'action des initiés. Cette analyse est pourtant insuffisante pour déterminer l'existence de préjudices subis par les investisseurs en présence d'initiés. En effet, les actions des initiés et leur impact ne sont pas stylisables de manière générale, ainsi, la caractérisation de ces préjudices requiert de distinguer différents cas de figure.

II.1.2.2. Le préjudice global subi par les investisseurs non initiés

Les investisseurs non initiés échangent des titres sur le marché boursier en fondant leurs décisions sur les données disponibles à un moment donné, leur intuition personnelle et leur éventuel besoin de liquidité. Les initiés, quant à eux, décident d'intervenir sur le marché parce qu'ils détiennent une information privilégiée (et en tenant compte du risque de détection par les autorités) qui élimine tout ou partie de l'aléa afférant aux transactions boursières. Ces deux types d'investisseurs, inégalement informés, formulent des ordres boursiers simultanément. Les investisseurs non initiés subissent alors un risque d'anti-sélection puisqu'ils peuvent être confrontés aux actions d'agents supérieurement informés.

L'information privilégiée détenue par les initiés leur permet d'une part de réaliser des investissements ou désinvestissements en anticipant la variation des cours boursiers, mais aussi de réaliser les transactions aux moments opportuns. L'action de l'initié n'est pas neutre sur le marché car les transferts de titres d'initiés à non initiés se font toujours au détriment des non initiés. Examinons cet argument pour les deux types d'actions possibles de l'initié.

- Si l'initié décide de vendre ses titres parce qu'il sait que le cours du titre va baisser, ils seront indéniablement achetés par un investisseur non initié. Ainsi, le risque de moins-value qui aurait dû être supporté par l'agent initié est transféré à l'agent non initié. Si l'initié s'était abstenu de vendre ses titres suivant son devoir d'abstention et de confidentialité, l'acheteur n'aurait pas pour autant retiré son ordre d'achat. Toutefois, l'exécution de l'ordre aurait pu, soit ne pas être réalisée, soit rencontrer une autre contrepartie, en l'occurrence un investisseur non

initié. Quand l'ordre est exécuté, la situation est inchangée pour l'acheteur, que le vendeur soit initié ou pas. Cependant, l'investisseur non initié qui aurait vendu ses titres l'aurait fait au moment opportun, transférant par là même son risque de moins-value sur l'acheteur. Comme l'initié agit avant lui, il l'empêche de réaliser ce transfert de risque.

- L'achat de titres par un initié permet de développer une démonstration similaire. Si l'initié s'était abstenu d'acheter ses titres, soit le vendeur n'aurait pas trouvé de contrepartie pour son ordre de vente, soit un autre acheteur non initié les aurait achetés. Ainsi, les profits réalisés par l'initié constituent un transfert des non initiés aux initiés.

Ainsi, comme énoncé dans certains textes économiques, l'échange face à des investisseurs mieux informés conduit les non initiés à détenir en moyenne, plus de parts, lorsque les rentabilités espérées sont faibles et moins de parts lorsque les rentabilités espérées sont fortes. L'analyse peut être approfondie en considérant les conséquences individuelles des actions des initiés.

II.1.2.3. Deux préjudices individuels subis par les investisseurs non initiés

La place boursière parisienne est caractérisée par un marché gouverné par les ordres, où les ordres d'achat et de vente des investisseurs sont directement confrontés. Le marché de gré à gré aux USA est au contraire gouverné par les prix. Il s'agit d'un système dans lequel les investisseurs transmettent leurs ordres à un teneur de marché qui affiche continuellement un prix d'achat et un prix de vente. Ce dernier assure la liquidité du marché en servant obligatoirement les ordres d'achat ou de vente du public. En France, la liquidité n'est pas assurée par un teneur de marché, mais par les ordres à cours limité placés par les investisseurs. L'analyse que nous proposons est fondée sur un marché dirigé par les ordres et nous considérons que le carnet d'ordres est composé d'ordres au prix de marché. Nous proposons de distinguer trois types de préjudices subis par les investisseurs non informés.

Le premier préjudice que peuvent subir les investisseurs non initiés du fait de l'action des initiés est caractéristique du système de marché gouverné par les ordres. En effet, si un ordre ne trouve pas de contrepartie, il ne sera pas exécuté sur le marché. Considérons le cas où un initié décide de vendre ses titres à un moment t_1 , ce moment se trouvant être propice pour limiter une moins-value future. Cet ordre de vente rencontre un ou plusieurs ordres contraires

d'achat et la transaction est réalisée. Comme nous l'avons vu précédemment, deux cas de figure peuvent se présenter : la non exécution de l'ordre de l'acheteur ou la non exécution de l'ordre d'un vendeur non initié.

L'ordre d'achat aurait pu ne pas trouver de contrepartie et ne pas être exécuté sur le marché en absence de l'ordre de vente de l'initié. Dans ce cas, l'action de l'initié a créé un transfert de risque de l'initié à l'acheteur non initié, grâce à l'avantage informationnel dont disposait le premier.

Si l'ordre d'achat avait trouvé contrepartie d'un vendeur non initié en absence de l'action de l'initié, le déroulement du marché est modifié. D'une part, il est possible que le vendeur non initié ne trouve pas de contrepartie car les ordres d'achat du carnet d'ordre qui suivent l'ordre du premier acheteur ne correspondent pas à sa demande. D'autre part, le vendeur peut ne pas trouver de contrepartie suite à la modification du prix de marché résultant de l'exécution des ordres de l'initié. Admettons que l'action de l'initié conduise à réduire le prix de marché, ne serait-ce que d'un point, si le prix de vente de l'ordre du vendeur non initié est supérieur, son ordre ne sera pas exécuté, car il ne trouvera plus de contrepartie. Encore une fois, l'avantage informationnel de l'initié lui permet d'opérer un transfert de risque au détriment d'un investisseur non initié.

De manière générale, le raisonnement peut être prolongé en considérant que l'action de l'initié modifie les données de marché. En effet, les transactions réalisées ne sont pas les mêmes qu'en absence de l'action de l'initié. Toute la chaîne de transactions postérieures à l'action de l'initié est bouleversée puisque les transactions exécutées le sont avec des contreparties différentes qu'en absence de l'initié. De plus, certains ordres d'achat ou de vente pourront ne pas trouver de contrepartie et seront par conséquent non exécutés. En pratique, il est impossible de reconstituer le carnet d'ordre qui aurait dû avoir lieu pour connaître les ordres qui n'ont pas été exécutés. En somme les non exécutions entre non initiés ne créent pas de préjudice puisque le non échange se fait à l'avantage d'une des deux parties et au détriment de l'autre. Seuls les ordres non exécutés du fait direct de l'action de l'initié sont préjudiciables aux investisseurs non initiés et créent un préjudice individuel que nous pourrions qualifier de préjudice de non exécution.

Le second préjudice que nous proposons de qualifier est la conséquence d'un cumul de délits : la non divulgation des informations par les dirigeants couplée d'un délit d'initié. La

jurisprudence distingue ces deux actions en punissant dans la plupart des cas la personne morale et les dirigeants impliqués dans la non divulgation de l'information et en sanctionnant individuellement les initiés, sans référence au premier délit. Toutefois, le retard de divulgation volontaire d'informations par les dirigeants aggrave les délits d'initiés commis en parallèle. En effet, lorsque l'information privée n'est pas divulguée à juste titre et qu'elle est malheureusement exploitée, les investisseurs non initiés ne subissent pas de préjudice lié à une perte de chance. Cette perte de chance est directement liée à la non divulgation légitime de l'information. Par contre, si les dirigeants retardent la divulgation de l'information pour commettre un délit d'initié, on considère que les investisseurs non initiés subissent un préjudice lié à une perte de chance. Leurs ordres sur le marché boursier sont décidés en information incomplète par le jeu volontaire des dirigeants qui n'ont pas divulgué l'information et qui en plus l'ont exploitée. Cet exemple se retrouve dans la jurisprudence de la COB dans l'affaire Métrologie de 1993 : plusieurs administrateurs ont vendu leurs actions de la société évitant des manques à gagner importants et la société a parallèlement été condamnée pour atteinte au règlement 90-02 pour non révélation de l'information.

II.2. L'évaluation des préjudices

Comment une jurisprudence capable de déterminer « le prix des larmes » pour la réparation du préjudice moral, par définition non évaluable en argent, pourrait-elle être gênée pour évaluer un préjudice purement financier ? Pourtant, il semble bien que la jurisprudence éprouve de réelles difficultés pour quantifier ces préjudices boursiers¹²⁶. Dans l'arrêt précité du 15 mars 1993, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a distingué deux types de préjudices : celui provenant de l'acquisition des titres durant la période pendant laquelle les fausses informations furent diffusées et celui résultant de la conservation des titres antérieurement acquis. S'agissant du premier, la Chambre criminelle a estimé que le préjudice était réparable et qu'il résidait dans la différence entre le cours normal du titre et sa valeur après la diffusion de l'information. Mais qu'est-ce qu'un cours normal et une différence de cours résulte-t-elle exclusivement de la diffusion d'une information fautive ou trompeuse, ou d'autres facteurs peuvent au contraire influencer son évolution ? S'agissant du second type de préjudice, la conservation des titres antérieurement acquis, la Cour de cassation exclut la réparation. La solution semble sévère : n'aurait-il pas été possible de raisonner en termes de perte de chance ? Mais l'on aperçoit alors les difficultés d'évaluation du préjudice qui

¹²⁶ Cf. également l'arrêt précité de la Cour d'appel de Paris du 18 décembre 1995 qui a octroyé une indemnité forfaitaire à la victime d'une diffusion de fausses informations.

surviennent : déterminer ce qui aurait été si l'action illicite n'était pas intervenue ou, plus précisément, apprécier ce qu'auraient été les prix par le jeu normal de la loi du marché en l'absence de l'action artificielle, alors que justement cette action a modifié le jeu normal de la fixation des prix ¹²⁷. N'est-ce pas une « mission impossible »¹²⁸ pour le juge ?

L'évaluation des préjudices individuels doit normalement se fonder sur la différence entre le gain qu'aurait réalisé l'investisseur en l'absence d'intervention de l'initié et ce qu'il a effectivement perçu. En théorie, rien ne s'oppose à un tel calcul dès lors que les informations sont disponibles. Dans le cas des ordres à cours limité l'opération consisterait ainsi à évaluer le manque à gagner de l'investisseur résultant de la non exécution de son ordre. Toutefois ce type de calcul se heurte à deux difficultés majeures.

En premier lieu, les agents qui supportent les préjudices n'en ont pas toujours conscience au moment où ils surviennent (ce qui contribue à expliquer la rareté des constitutions de parties civiles). C'est en général des mois après les faits, lorsqu'une affaire éclate dans les médias que les victimes prennent conscience de l'existence d'un préjudice. Dans ce cas, l'évaluation nécessiterait de pouvoir disposer des carnets d'ordre concernant les opérations des agents au moment exact où l'initié est intervenu sur le marché. Mais, en second lieu, même dans ces circonstances, subsiste le problème du calcul de ce qu'aurait été le cours du titre en l'absence d'intervention de l'initié. Compte tenu du grand nombre de variables qui ont pu influencer le cours du titre, même les outils les plus sophistiqués de la théorie financière ne permettent d'établir qu'une estimation approximative de la perte réellement subie par les investisseurs lésés.

En désespoir de cause, ces difficultés à caractériser et à évaluer des préjudices, résultant pourtant de comportements illicites avérés, ne sont-elles pas de nature à susciter un débat sur l'introduction éventuelle en droit boursier français de dommages et intérêts punitifs ? La réponse à cette interrogation déborde à l'évidence le cadre de la seule répression boursière pour concerner plus globalement le problème de l'efficacité de la réponse judiciaire à la délinquance économique et financière.

¹²⁷ Ducouloux-Favard, « Infractions boursières », *Jurisl. Banque et Crédit*, Fasc. 1640, p. 7, n° 15.

¹²⁸ Ducouloux-Favard, « Les raisons de l'incrimination pénale des délits boursiers », *préc.*, spéc. p. 179 ; cf. également L. Mazeaud, « Le délit d'altération des prix », *DP* 1927, 4, 146.

Chapitre III

L'analyse économique de la répression pénale

L'analyse économique des sanctions pénales s'intéresse essentiellement à la détermination de la sanction optimale, i.e. qui se révèle économiquement efficiente. En fait, le raisonnement suivi par les économistes repose sur une approche en deux étapes.

En premier lieu, il faut noter que la détermination de la sanction optimale est en partie liée à la probabilité de détection des crimes. Or, augmenter la probabilité de détection d'un acte criminel génère des coûts du fait de la mobilisation de ressources supplémentaires. Les ressources au sein d'une économie étant limitées (notion de contrainte budgétaire), l'objectif de la théorie économique est alors de décrire comment l'allocation optimale de ces ressources peut être obtenue. C'est pourquoi le raisonnement économique fait appel à la notion de bien-être collectif. De manière simplifiée, on peut définir le bien-être collectif comme la différence entre l'utilité collective (ou gain collectif), représentée par la somme des utilités individuelles, et les coûts supportés par la collectivité. Aussi, l'objectif du décideur public est de maximiser le bien-être collectif sous la contrainte des ressources disponibles, i.e. d'allouer au mieux les ressources disponibles afin d'atteindre le bien-être collectif maximal. Puisque la détection des actes criminels nécessite la mobilisation de ressources, l'objectif de tout régulateur est alors de déterminer le niveau de dissuasion à atteindre. En d'autres termes, l'objectif du décideur public est-il d'éradiquer totalement la criminalité ou alors d'en tolérer un certain niveau, étant donné les ressources à sa disposition, les coûts générés par la détection des actes criminels, les gains et les coûts liés aux activités criminelles ? Le lecteur comprendra aisément en quoi ce choix a une incidence sur le niveau du bien-être collectif.

En second lieu, i.e. une fois le niveau de détection des actes criminels déterminé, le niveau et la forme de la sanction imposée doivent être déterminés. En fait, les économistes appréhendent les sanctions pénales comme un moyen de dissuader les agents à commettre des actes criminels. En d'autres termes, une sanction pénale économiquement efficiente doit être telle qu'un agent qui commettrait un acte délictueux en absence de sanction, modifie son comportement du fait de la mise en place d'un mécanisme de sanctions. Ainsi, le criminel potentiel intègre dans son calcul économique les gains obtenus par son acte criminel, minorés des coûts qu'il supporte (sanctions), étant donnée la probabilité de détection de son délit. La sanction optimale doit donc se traduire par une utilité nulle pour le criminel, i.e. que celui-ci ne retire aucun gain (net de coûts) lié à une action criminelle.

Cependant, la question de la maximisation du bien-être collectif sous contrainte budgétaire doit à nouveau être considérée. Une sanction optimale doit en effet permettre de maximiser le bien-être collectif en décourageant les individus à engager des actions criminelles économiquement inefficaces. Ceci signifie que la maximisation du bien-être collectif nécessite non seulement la mise en place d'un mécanisme de sanction qui décourage les criminels à engager des actes délictueux, mais également un niveau de sanction permettant d'atteindre le niveau de criminalité économiquement efficace.

De plus, dans le cadre des sanctions pénales, la nature de la sanction n'est pas sans incidence sur le niveau du bien-être collectif. Par exemple, est-il préférable de sanctionner financièrement un agent ayant commis un délit, ou de lui infliger une peine d'emprisonnement ? Là encore, le lecteur comprendra aisément que choisir l'une ou l'autre de ces sanctions ne génère pas les mêmes coûts de mise en œuvre et n'est donc pas neutre sur le niveau du bien-être collectif.

En résumé, la sanction optimale permet de maximiser le bien-être collectif en privilégiant la forme de sanction qui minimise son coût de mise en œuvre et en éliminant les actes criminels économiquement inefficaces, i.e. d'atteindre le niveau optimal de criminalité.

Les problèmes que nous venons d'évoquer sont en fait résumés par Polinsky et Shavell (1999) à travers les trois questions suivantes :

- ✓ Quel montant de ressources doit être mobilisé par la société pour appréhender les criminels ?
- ✓ A quel niveau doit être fixée la sanction ?
- ✓ La sanction doit-elle prendre la forme d'une amende, d'une peine d'emprisonnement, ou d'une combinaison des deux ?

L'analyse qui suit tente d'éclairer de manière simple les questions évoquées ci-dessus.

I - Existe-t-il un niveau optimal de criminalité ?

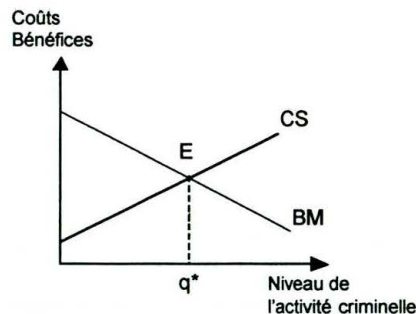
La question posée ici est de savoir si l'objectif que doit poursuivre le décideur public est d'éradiquer complètement toute criminalité ou, au contraire, d'en tolérer un certain

niveau ? L'analyse économique répond à cette question du point de vue exclusif de l'efficacité, sans se placer sur le terrain de la morale.

Si nous avons admis que le rôle des sanctions est de dissuader les agents de commettre des crimes, nous devons également remarquer que le niveau de sanction économiquement efficace correspond à celui qui permet d'obtenir le niveau de criminalité théoriquement « optimal ». En fait, le premier enseignement important de l'analyse économique consiste à considérer la recherche du niveau optimal de criminalité comme l'objectif de la politique publique. Si, en dehors de toute considération économique, l'idée qu'il peut exister un niveau « optimal » de criminalité peut choquer, le problème pour l'économiste est de démontrer que ce niveau « optimal » existe. Pour ce faire, utilisons le graphique 1 où l'axe des ordonnées mesure les coûts et les bénéfices liés à une activité criminelle, et l'axe des abscisses représente le nombre d'actes criminels.

La droite BM décrit le bénéfice marginal (i.e. additionnel) qu'une action criminelle supplémentaire apporte à son auteur. Nous pouvons remarquer que la droite BM est strictement décroissante avec l'augmentation du nombre de délits commis, ce qui s'explique par la loi de satiété retenue par la théorie économique¹²⁹.

Graphique 1 - Niveau optimal d'activité criminelle



¹²⁹ En fait, si la théorie économique suppose que l'utilité totale d'un agent augmente à chaque consommation d'une unité supplémentaire de bien (ici le nombre d'actes criminels), en revanche la loi de satiété implique que l'utilité marginale de cet agent augmente à un rythme décroissant, i.e. que l'accroissement d'utilité de l'agent est de moins en moins important au fur et à mesure de sa consommation. L'exemple le plus souvent retenu dans la littérature repose sur la consommation de verres d'eau par un individu errant dans le désert. Le premier verre d'eau aura une forte utilité pour cet individu, alors que l'utilité retirée de la consommation du deuxième verre d'eau sera moins importante, et ainsi de suite. In fine, l'agent totalement désaltéré ne retirera aucune utilité de la consommation d'un verre d'eau supplémentaire, son utilité totale diminuant à partir de ce seuil, i.e. que son utilité marginale devient négative.

Dans le cas de la criminalité économique et financière, il est possible de tenir le même raisonnement, en admettant que les premiers délits permettent d'augmenter fortement l'utilité d'un agent (l'enrichissement initial de l'agent par ses premiers délits ayant une forte valeur pour celui-ci), alors que les crimes suivants, une fois l'agent enrichi, augmenteront plus faiblement l'utilité de ce dernier jusqu'au point où plus aucun accroissement d'utilité ne pourra être obtenu par un délit supplémentaire¹³⁰.

La seconde droite, notée CS sur le graphique, décrit le coût marginal imposé à la société par les criminels. Ce coût est relatif aux dommages marginaux causés du fait des activités criminelles. On peut noter que la droite CS est strictement croissante, ce qui signifie que si le coût total supporté par la collectivité augmente avec le nombre de délits, ce coût augmente à un rythme croissant (notion de rendements décroissants)¹³¹. En d'autres termes, à chaque délit supplémentaire, le coût additionnel du nouveau délit est plus élevé pour la collectivité que le coût additionnel du délit précédent.

Sur cette base, il est possible de démontrer que le point q^* sur le graphique correspond au niveau « optimal » de criminalité. Pour s'en convaincre, suivons le raisonnement suivant : tant que la droite BM se trouve au-dessus de la droite CS, ceci signifie que l'utilité marginale du criminel est supérieure au coût marginal qu'il cause à la collectivité. En d'autres termes, l'accroissement d'utilité du criminel lié à un délit supplémentaire est supérieur à l'accroissement du coût que ce délit supplémentaire fait supporter à la collectivité. En conséquence, le bien-être collectif augmente avec le nombre de délits. Au point E, l'utilité additionnelle retirée par le criminel du fait d'un délit supplémentaire est tout juste égale à l'accroissement de coût que ce délit supplémentaire fait supporter à la collectivité. En conséquence, le bien-être collectif est maximal¹³². Au-delà du point E, l'utilité marginale du criminel devient inférieure au coût marginal supporté par la collectivité : le bien-être collectif décroît. En conséquence, q^* correspond bien au niveau économiquement « optimal » de criminalité.

¹³⁰ Ceci permet d'expliquer pourquoi les criminels décident de réaliser leur « dernier coup », la réalisation d'un nouveau délit ne leur apportant aucune utilité supplémentaire.

¹³¹ Il n'est pas nécessaire que la droite CS soit croissante. Celle-ci peut en effet être constante (droite horizontale), i.e. que le coût supplémentaire infligé à la collectivité par un délit supplémentaire est constant (rendements constants).

¹³² Notons que l'égalisation du bénéfice marginal et du coût marginal constitue la condition de premier ordre d'un programme de maximisation.

L'enseignement à retirer d'une telle analyse repose sur le fait que certains délits économiques et financiers peuvent rapporter plus à leurs auteurs qu'ils ne coûtent à la société : ils sont donc socialement « positifs »¹³³. L'objectif de la politique criminelle consiste donc à ramener le niveau d'activité criminelle à son niveau économiquement efficient (q^* dans le graphique 1), c'est-à-dire au niveau où les crimes dont le coût social est supérieur au bénéfice des criminels sont éliminés. Un tel niveau est optimal car tous les crimes inefficients disparaissent, seuls les crimes « efficaces » subsistant. L'amoralisme apparent du raisonnement économique mérite une précision. C'est tout simplement parce que l'éradication complète du crime est impossible que cette discipline s'emploie à discuter ce que peut être une réduction partielle mais efficace.

Nombreux sont ceux qui contestent l'idée que l'on puisse considérer comme positive une activité criminelle. De même, est-il tolérable de considérer qu'il n'y a pas de différence entre deux situations : celle où le bien-être des honnêtes gens vaut 3 et celui des criminels vaut 2, soit un bien-être collectif de 5, et celle où le bien-être des honnêtes gens vaut 1 et celui des criminels vaut 4, soit un bien-être collectif de nouveau égal à 5 ? En fait, dans la démarche présentée ici, les bénéfices et les coûts des victimes et des criminels sont supposés commensurables, chaque agent disposant de la même pondération, que celui-ci soit victime ou criminel.

II. La sanction comme mécanisme de dissuasion du crime

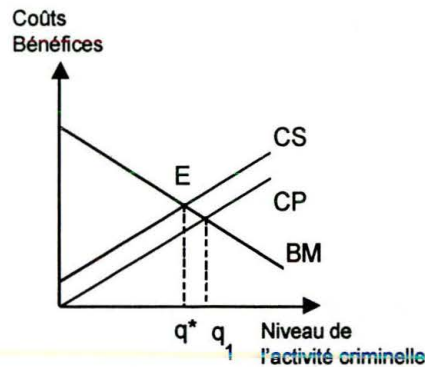
Nous avons établi, dans le point précédent, qu'un niveau optimal de criminalité existe, ce niveau optimal pouvant être différent du « zéro crime ». Aussi, lorsque le niveau effectif de crimes est supérieur au niveau optimal de criminalité, le rôle des pouvoirs publics vise à ramener le niveau de criminalité vers son niveau optimal. Quels sont alors les moyens pour atteindre un tel objectif ? L'analyse économique focalise principalement son attention sur le rôle des incitations qui permettent de dissuader les criminels. Néanmoins, comment les pouvoirs publics peuvent-ils inciter les individus à renoncer à la criminalité ?

En reprenant le graphique 1, nous savons que le nombre optimal de crimes correspond à q^* , i.e. que le nombre de crimes ne doit pas dépasser q^* si l'on veut maximiser le bien être

¹³³ Au sens des économistes...

collectif. Malheureusement, les criminels sont insensibles au coût social qu'ils imposent à la collectivité du fait de leur activité. Ils se comportent en égalisant leur coût marginal privé à au bénéfice marginal, ce qui détermine leur niveau d'activité q_1 (graphique 2). Comme le coût marginal privé est inférieur au coût social, le niveau d'activité criminel q_1 est supérieur au niveau socialement optimal q^* .

Graphique 2 - La dissuasion du crime



La source de la distorsion de perception des criminels provient du fait qu'en absence de sanction les individus ne réagissent pas en fonction du dommage que leur comportement inflige aux autres, mais seulement en fonction des gains générés par leur activité criminelle. En conséquence, il apparaît que la mise en place d'un mécanisme de sanctions permet aux individus de mesurer le dommage exact que leur comportement engendre, non pas à travers la perception biaisée qu'ils ont du sort des autres, mais à travers le coût de sanction que leur comportement leur impose. En ce sens, la sanction force les individus à internaliser les externalités qu'ils engendrent.

Dans le graphique 2, on peut observer qu'imposer une sanction aux criminels permet de leur faire prendre conscience de la courbe de coût social CS. Ainsi, par la mise en place d'un mécanisme de sanction, le nombre de crimes est ramené à son niveau optimal q^* . On doit également noter que plus l'écart entre q_1 et q^* sera important, plus le niveau de la sanction sera élevé.

III - La répression optimale

La théorie économique permet de préciser le montant optimal de sanction qui dissuade efficacement les criminels potentiels. Sur le graphique 2 précédent, la sanction optimale doit permettre de ramener le nombre de crimes q_1 à q^* . Cependant, comment est composée cette sanction ? Doit-on préférer les amendes ou l'emprisonnement¹³⁴ ? Quel est l'impact sur l'analyse d'une modification du montant des dépenses de répression ? En fait, la question clef consiste à évaluer le coût de mise en œuvre de ces sanctions et de le rapporter au bénéfice que la société en retire.

III.1. Répression optimale pour un niveau de dépenses publiques donné

Le modèle le plus simple à notre disposition est celui décrit par Becker (1968). Dans ce cadre, supposons qu'un individu désire se lancer dans une activité criminelle. S'engager ou non dans cette voie dépend du gain obtenu, de la probabilité d'être arrêté, de l'amende et/ou de la durée de prison qu'il encourt et de la valeur négative qu'il attribue au temps passé en prison. De manière formelle, les différentes variables du modèle sont les suivantes :

g = le gain qu'un individu obtient en s'engageant dans une activité criminelle

e = le montant des dépenses de prévention du crime

$p(e)$ = la probabilité de détection des actes criminels étant donné e

f = le montant de l'amende

t = la durée d'emprisonnement

λ = la désutilité pour un criminel emprisonné par unité de temps

Un individu neutre au risque¹³⁵ commet donc un crime qui engendre un dommage si et seulement si son gain excède la somme de l'amende attendue et de la désutilité¹³⁶ attendue de l'emprisonnement, soit :

$$g > p(e) (f + \lambda t)$$

¹³⁴ Le terme d'emprisonnement peut être remplacé par toute forme de sanction non-monétaire, comme par exemple l'interdiction d'exercer, la perte de réputation liée à une publication judiciaire, etc..

¹³⁵ Retenons que ce terme désigne des individus qui agissent rationnellement en fonction d'un niveau donné de risque. Par exemple, si un tel individu joue 100 francs à pile ou face ($p = 0,5$), il acceptera l'offre de renoncer à jouer en échange de 50 francs. Si il est « risk lover », il préférera jouer même pour des sommes supérieures à 50 francs, alors que si il est « risk averse », il préférera renoncer à jouer pour moins de 50 francs.

¹³⁶ La désutilité désigne le montant qu'un individu serait prêt à payer pour éviter de passer une unité de temps en prison. En pratique, il s'agit d'une évaluation monétaire de la perte de revenu due à l'emprisonnement. Dans le cadre où la sanction correspondrait, par exemple, à une interdiction d'exercer, nous aurions là encore une évaluation monétaire de la perte de revenu due à cette interdiction d'exercer.

Si l'individu est « risk averse » vis-à-vis des amendes et/ou de la prison, son gain devra être supérieur à ce qu'indique l'inéquation ci-dessus ; s'il est « risk lover » son gain pourra être plus faible. En fait, les différents individus qui composent la société diffèrent les uns des autres en fonction des gains qu'ils peuvent retirer du crime. On suppose qu'il existe un gain critique, noté \bar{g} , à partir duquel tout individu commet un acte dommageable et en dessous duquel il est dissuadé. Le gain critique est déterminé par la probabilité d'être sanctionné et par le niveau des sanctions.

Sans entrer dans les détails du modèle, nous savons que le problème des autorités publiques est de maximiser le bien-être collectif pour un niveau fixe de dépenses publiques e (ou, ce qui revient au même, une probabilité $p(e)$ donnée), en choisissant un montant d'amende f et une durée d'emprisonnement t ¹³⁷.

Le premier type de sanction envisageable est constitué par les amendes. Dans ce cas, le temps d'emprisonnement est nul ($t = 0$). Le gain critique \bar{g} est alors égal à $p(e)f$. Un individu commet donc un acte criminel si son gain est supérieur à l'amende probabilisée étant donné e . En supposant que le mécanisme des amendes est appliqué sans coût, le niveau des amendes n'affecte donc pas le bien-être collectif, et il ne joue qu'indirectement en déterminant le nombre d'individus qui vont commettre des crimes.

Dans ce cadre, lorsque les individus sont neutres au risque, l'amende optimale (notée f^*) correspond à :

$$f^* = \frac{h}{p(e)}$$

où h représente le dommage du crime (ou coût social) imposé à la collectivité. En conséquence, $p(e)f^* = h$, l'amende attendue est égale au dommage.

¹³⁷ En pratique, il est difficile de déterminer indépendamment la probabilité de détection et le niveau des sanctions. En effet, les jurés et les juges peuvent être tentés lorsque les sanctions sont très fortes de moins souvent déclarer les individus coupables, voir J. Andreoni (1991) « Reasonable Doubt and the Optimal Magnitude of Fines : Should the Penalty Fit the Crime » *Rand Journal of Economics*, 22, pp. 385-395.

En résumé, les individus ne commettent des crimes que si leur gain dépasse l'amende probabilisée, et le niveau optimal de l'amende attendue (i.e. celui qui maximise le bien-être collectif étant donné $p(e)$) doit être égal au dommage.

Tout d'abord, il faut remarquer que si les individus sont « risk averse », alors l'amende optimale peut être inférieure. En effet, l'amende diminuant la prise de risque des individus qui commettent des crimes, les agents « risk averse » sont donc plus facilement dissuadés que les agents neutres au risque ou « risk lover ».

Le résultat obtenu dans le cas où l'amende représente la seule sanction appliquée est intéressant, puisqu'il montre que l'amende optimale, c'est-à-dire l'amende (compte tenu d'un effort budgétaire répressif donné) qui maximise le bien-être de la collectivité, est supérieure au dommage créé¹³⁸. Plus la probabilité d'arrestation est faible, plus les amendes doivent être fortes. Si les individus craignent le risque, l'amende peut être plus faible, et inversement s'ils ne redoutent pas le risque. Ainsi, puisque augmenter la probabilité de détection coûte cher, il se révèle préférable d'augmenter les amendes. Néanmoins, ce raisonnement a une limite : on pourrait en effet être tenté de recommander de proposer une probabilité de détection presque nulle et, en conséquence, une amende infinie. Bien évidemment, le recouvrement des amendes étant limité par la richesse des criminels, les amendes ne peuvent donc excéder la fraction saisissable de leur richesse. Le dispositif atteint alors ses limites.

Examinons à présent les effets d'une sanction se traduisant uniquement par une peine d'emprisonnement. Dans ce cas, $f = 0$ de telle sorte que $\bar{g} = p(e)\lambda t$. Les individus commettent donc des crimes si leur gain dépasse la désutilité probabilisée de la durée d'emprisonnement. La différence avec le cas des amendes repose sur le fait qu'une sanction se traduisant par une peine de prison a un coût qui diminue le bien-être collectif d'un certain montant¹³⁹.

En fait, il n'y a pas de formule simple pour déterminer le temps optimal d'emprisonnement. Cette durée optimale peut être nulle, car l'emprisonnement est

¹³⁸ Si théoriquement $p(e)$ appartient bien à l'intervalle $[0, 1]$, il faut reconnaître que supposer $p = 1$ (i.e. une détection systématique des crimes) est très peu réaliste. p étant dans la réalité toujours inférieur à l'unité, l'amende est donc supérieure au dommage.

¹³⁹ Ce coût correspond aux dépenses liées au fonctionnement du système pénitentiaire. Dans le cas où la sanction se traduirait par une interdiction d'exercer (au lieu d'une peine d'emprisonnement), ce coût pour la collectivité pourrait correspondre aux indemnisations perçues par le criminel au chômage.

socialement coûteux¹⁴⁰. Si la durée optimale est positive, il est possible que le gain critique \bar{g} soit supérieur ou inférieur au dommage h .

Si les individus sont « risk averse » vis-à-vis de la prison, un niveau donné de prévention du crime peut être obtenu avec un niveau de sanction plus faible que dans le cas de neutralité au risque. Ceci rend l'emprisonnement plus recommandable, car le coût de mise en œuvre est plus faible, et inversement avec des individus « risk lover ».

Examinons à présent les possibilités offertes par la combinaison des amendes et de l'emprisonnement. Lorsque des peines de prison et des amendes peuvent être simultanément imposées, il convient d'appliquer au maximum les amendes, puis de compléter par de l'emprisonnement. En effet, les amendes ne sont pas coûteuses à mettre en œuvre. Supposons que f_m soit l'amende maximum possible, cette dernière pouvant être limitée pour plusieurs raisons (par exemple, la richesse de l'individu). Dans le cas où $f < f_m$ et $t > 0$, on remarque que le bien-être collectif peut être augmenté par le biais d'un accroissement de l'amende. Il faut donc augmenter f et baisser t de façon à maintenir constant $(f + \lambda t)$ afin de ne pas affecter $\bar{g} = \rho(e)(f + \lambda t)$.

Il ressort de cet examen rapide des effets de la politique criminelle, que, pour un budget répressif donné (e) qui permet à l'Etat de détecter les activités criminelles selon une probabilité $p(e)$, il convient d'épuiser les possibilités offertes par les amendes avant de recourir à l'emprisonnement.

¹⁴⁰ En fait, les effets d'une peine d'emprisonnement est plus complexe à analyser qu'il n'y paraît. Le fait de placer un individu en prison diminue notablement ses opportunités de continuer de conduire une activité criminelle. Dans un monde idéal qui suivrait les recommandations des économistes, les sanctions seraient fixées de telle sorte que le montant des amendes fixées par la loi serait suffisamment élevé pour dissuader tous les crimes inefficients. Les seuls crimes qui subsisteraient seraient efficaces et il n'y aurait pas de raison de les dissuader. Dans ce monde idéal, personne n'irait en prison, car la prison a un coût pour la collectivité, alors que les amendes peuvent être prélevées sans coût sur les criminels. Dans le monde réel, les amendes ne peuvent pas être suffisamment élevées pour dissuader le crime ; la prison est alors nécessaire. Certes la prison est coûteuse, mais tant qu'un criminel potentiel y séjourne, elle diminue le coût de l'arrêter à nouveau, évite le coût social d'un nouveau crime, et diminue les coûts de fonctionnement du système judiciaire. Il faudrait donc sophistiquer l'analyse et inclure ces bénéfices dans le calcul économique. La question est épineuse : pour certains, la prison diminue non seulement le coût social en évitant de nouveaux crimes, mais elle permet également de transformer les prisonniers en refaçonnant leurs préférences. Elle devient ainsi un mode très attractif de punition ; pour d'autres, la prison constitue une excellente école du crime. Elle diminue le nombre actuel de crimes, mais augmente le nombre et la gravité des crimes futurs en améliorant le savoir-faire criminel des détenus.

III.2. Répression optimale et possibilité d'action sur la probabilité de détection des activités criminelles

Examinons à présent le cas où l'action répressive peut varier, ce qui modifie la probabilité de détection des activités criminelles. Cette situation est plus réaliste que celle décrite précédemment, puisque, dans la réalité, les autorités publiques ont toujours la possibilité de modifier le budget des agences répressives et, en conséquence, la probabilité de détection des crimes.

Lorsque la sanction correspond seulement à une amende, on démontre que l'amende maximale est optimale si les individus sont neutres au risque. Supposons, en effet, que l'amende f soit inférieure à f_m , alors f peut être augmenté et e diminué tout en conservant $p(e)f$, c'est-à-dire \bar{g} , constant. En d'autres termes, le niveau de prévention est identique. Le comportement des individus n'est pas affecté, mais le bien-être collectif augmente (e étant plus bas). L'amende optimale ne peut pas être inférieure à l'amende maximum.

En d'autres termes, puisque tout niveau de prévention peut être atteint par une combinaison de probabilité et d'amende, il est préférable de choisir la combinaison où l'amende est maximale et la probabilité la plus faible. Dit autrement, ceci signifie qu'il est inutile d'arrêter de nombreux criminels, mais qu'il faut sévèrement condamner ceux qui le sont. De plus, notons que lorsque les criminels sont « risk averse », il est logique de diminuer le niveau des sanctions.

Dans le cas où la sanction correspond seulement à une peine d'emprisonnement, on montre que l'emprisonnement maximal est optimal si les individus sont neutres au risque. Si on augmente le temps de prison et qu'on baisse la probabilité d'arrestation tout en gardant la sanction attendue constante, ni le comportement des criminels potentiels, ni le coût de mettre les gens en prison ne sont affectés, mais les dépenses de répression le sont à la baisse.

Si les individus sont « risk averse » l'argument favorable à des peines de prison maximales est renforcé. Une même augmentation des peines de prison permet une baisse de la probabilité d'arrestation encore plus forte. D'où des économies non seulement sur les dépenses répressives mais également sur les coûts d'emprisonnement.

Si les individus sont « risk lover » la sanction optimale peut être inférieure au maximum. Lorsque l'on augmente la sanction, la probabilité nécessaire à maintenir le niveau de prévention constant ne peut être baissée proportionnellement, d'où une augmentation du temps de prison attendu. Ce résultat augmente les coûts de l'emprisonnement et cela peut dépasser l'économie sur les coûts de répression liée à la baisse de la probabilité d'arrestation¹⁴¹.

Enfin, dans le cas d'une combinaison d'amende et d'emprisonnement, le problème est de déterminer la peine optimale de prison lorsque l'amende est déjà maximale et qu'il faut simultanément choisir la probabilité d'arrestation. De même que lorsque l'emprisonnement est utilisé seul, le temps de prison n'est pas nécessairement maximum même si les individus sont neutres au risque ou « risk lover ».

Supposons, en effet, que les individus soient neutres au risque d'emprisonnement et d'amende. Si l'on augmente le temps de prison et que la probabilité d'arrestation diminue tout en conservant la peine de prison attendue constante, la prévention du crime décline car l'amende attendue diminue du fait de la baisse de la probabilité d'arrestation. Donc, pour maintenir la prévention à un niveau constant, la probabilité d'arrestation ne doit pas baisser proportionnellement à l'augmentation de la durée d'emprisonnement, ce qui implique que le temps attendu de prison et le coût de l'emprisonnement sont supérieurs dans le cas, où amende et prison sont combinées par rapport au cas où on ne recourt qu'à l'emprisonnement. C'est seulement lorsque l'économie de mise en œuvre de la répression est suffisamment importante qu'il peut être intéressant d'augmenter le temps de prison.

En conclusion, lorsque la probabilité de détection des crimes peut varier en fonction du niveau d'effort budgétaire consenti par la collectivité, des sanctions élevées sont optimales car elles permettent de choisir une probabilité de détection faible et de diminuer ainsi les dépenses publiques répressives. Evidemment, si l'on pousse ce raisonnement à son extrême, on en déduira que si les individus sont neutres au risque, l'amende et la durée d'emprisonnement optimales sont infinies. En pratique, il vaut mieux éviter de retenir un niveau de sanction maximal lorsque les individus ne sont pas « risk averse » avec leur fortune ou lorsqu'ils sont neutres au risque ou « risk lover » avec l'emprisonnement.

¹⁴¹ Le raisonnement est le même avec des individus qui déprécient le futur.

IV. Sanction optimale et problèmes spécifiques à la criminalité économique et financière

Lorsque l'on réduit la délinquance économique et financière aux crimes des « cols blancs », il semble raisonnable de penser que cette population n'a pas une forte appétence pour le risque. Bien sûr, les « cols blancs » ne représentent pas toute la criminalité économique et financière. Néanmoins, examinons si le comportement généralement prêté à cette population vient modifier les conclusions générales avancées précédemment.

Le fait que les délinquants économiques et financiers soient « risk averse » veut dire qu'ils ont une forte préférence pour leur situation actuelle, et qu'ils sont prêts à la remettre en cause uniquement pour des gains dont l'utilité attendue est supérieure au gain probabilisé. Le fait que les individus soient « risk averse » permet donc de diminuer les sanctions sans pour autant diminuer l'effet dissuasif de la politique criminelle. Dit autrement, les cadres qui sont « risk averse » devraient être plus légèrement condamnés que les autres individus car ils renoncent au crime pour une menace inférieure à la norme, et font ainsi faire des économies à la collectivité. Une telle politique est efficiente mais est-elle juste ? Une complication analogue porte sur le fait de savoir si, sachant que les « cols blancs » sont plus riches que la moyenne des délinquants, il serait normal de leur imposer des amendes plus élevées que la norme ?

En effet, lorsque les individus ont des revenus différents les uns des autres, l'effet d'une amende probable n'est pas le même pour tous. De plus, si l'argent a une utilité marginale décroissante avec la richesse des individus¹⁴², alors une même combinaison d'amende et de probabilité « coûte » moins à un riche qu'à un pauvre. En fait, certains individus peuvent être plus sensibles à l'effet stigmatisant d'une sanction criminelle que d'autres, et cet effet stigmatisant peut dépendre du fait que le couple de sanction soit composé plutôt d'une amende ou d'un emprisonnement. Du point de vue théorique, ces remarques suggèrent, qu'un même couple (sanction-probabilité) n'a pas le même effet sur deux individus différents. En d'autres termes, il est impossible d'imputer le même coût à deux personnes différentes afin de les forcer à internaliser leurs externalités de manière efficiente. Les individus étant « risk averse » et ayant une réputation à préserver, sont moins tentés de

¹⁴² Un franc a moins de valeur pour un riche que pour un pauvre.

commettre des crimes que les autres. D'un autre côté, diminuer le couple (sanction-probabilité) afin de prendre en compte ce constat implique que les individus moins « risk averse » et n'ayant pas de réputation à protéger peuvent s'engager dans des activités criminelles alors que ceci n'est pas efficient pour les autres. Il est donc particulièrement complexe de découvrir quel est le niveau optimal de dissuasion.

D'un autre côté, afin de décourager les criminels de se livrer aux actes les plus graves, il convient que les sanctions augmentent avec la gravité des actes : on parle alors de « dissuasion marginale ». Il conviendrait donc que les sanctions augmentent avec les dommages engendrés, ce qui impliquerait que la majorité des autres sanctions ne soient pas des sanctions maximales. On observe ainsi un conflit entre l'impératif général de dissuasion et celui de dissuasion marginale. La volonté de laisser la possibilité d'étager les sanctions à la hausse peut conduire à ce que les sanctions moyennes soient inférieures au dommage causé.

Il est possible de sortir de ce dilemme en recommandant aux pouvoirs publics d'augmenter le budget des agences répressives, et d'augmenter ainsi la probabilité de détection des crimes. En fait, il conviendrait de pouvoir augmenter spécifiquement la probabilité de détection des crimes accompagnés des *modus operandi* causant le plus de dommages. Or, jusqu'à présent nous avons toujours raisonné en considérant que la probabilité de détection des crimes était générale, c'est-à-dire identique, quel que soit le crime. Cette hypothèse cadre avec le fait que, par exemple, un simple contrôle fiscal peut aboutir à la découverte d'une variété importante d'infractions. Dès lors, la règle générale selon laquelle il est souhaitable de diminuer la probabilité de détection et d'augmenter les sanctions peut être remise en cause. En effet, le fait de diminuer la probabilité de détection diminuerait certes les coûts de fonctionnement du système judiciaire, mais les crimes les plus graves verraient la probabilité que leur détection baisse au même rythme que les délits mineurs. Il est donc probable que la perte sociale due aux dommages importants causés par les crimes graves vient plus que compenser les bénéfices des économies budgétaires. Deux pistes s'offrent alors à nous : soit il faut renoncer à diminuer la probabilité de détection des crimes et assumer les dépenses qu'une telle politique engendre ; soit il convient de spécialiser la répression en la ciblant sur un type de délit particulier. Appliquée au cas de la délinquance économique et financière, cette réflexion suggère de mieux analyser les dommages causés par ce type de délinquance. Bien que relativement indolore, elle génère un coût social important, fournissant ainsi un argument économique puissant pour justifier la spécialisation des juridictions. Cette

mesure serait non seulement efficace, mais en plus elle permettrait d'atteindre un même niveau de dissuasion sans alourdir les peines moyennes, mais seulement les moyens de détecter une criminalité particulière¹⁴³.

V - L'impact des sanctions sur la stabilité des préférences

L'idée que la politique criminelle puisse contribuer à faire évoluer les mentalités est totalement exclue de l'analyse économique conventionnelle. En effet, cette dernière se contente de considérer que la politique criminelle permet de re-calibrer les opportunités des criminels en leur imposant des sanctions qui rendent le crime moins attractif. En d'autres termes, l'idée que la politique criminelle permettrait de refaçonner les préférences des criminels est totalement absente. En fait, on peut considérer que la politique criminelle a non seulement pour rôle de renchérir le coût du crime, mais également de changer les sources dont les individus tirent leur utilité.

Concrètement, si le fait d'être arrêté à la suite d'un crime est relativement probable, ceux qui convoitent la propriété d'autrui et ne connaissent pas de barrières morales qui leur interdisent le vol, devraient toutefois renoncer à commettre un délit et préférer acheter le bien qu'ils souhaitent posséder. La fonction de la loi serait de renchérir le coût d'une activité et d'inciter les individus à se procurer des substituts légaux. La loi rend ainsi l'achat légal d'un bien un substitut attractif au vol. Le seul inconvénient d'un tel raisonnement est qu'il viole l'un des postulats fondamentaux de l'analyse économique : la stabilité des préférences¹⁴⁴.

Revenons sur ce point en termes non-techniques. L'analyse économique considère que les préférences sont données. Ces dernières désignent les choix que les individus font entre plusieurs biens. Lorsque les préférences sont données, elles sont exogènes, c'est-à-dire déterminées à l'extérieur du système considéré. On suppose donc que l'effet d'une variation du prix d'un bien sur la consommation de ce bien ne peut s'observer qu'en supposant que le goût des individus pour ce bien ne change pas. En termes de politique criminelle, ce postulat indique que si les sanctions augmentent, le nombre de crime doit baisser.

¹⁴³ Shavell (1992), *International Review of Law and Economics*, September, vol. 12, pp. 345-55.

¹⁴⁴ L'économie explique pourquoi la consommation d'un bien augmente quand son prix baisse, mais ne fait jamais intervenir l'idée que la mode liée à la consommation de ce bien puisse passer et donc expliquer la variation des quantités consommées indépendamment d'une variation du prix.

On comprend l'importance de l'hypothèse de stabilité des préférences : elle permet d'examiner sereinement les variations contraires des prix et des quantités. Toutefois ne passe-t-on pas à côté d'un aspect important de la réalité en appliquant cette règle ? Dans le cas des crimes, ne doit-on pas envisager que, précisément parce que la société les réprime, ces derniers prennent une certaine valeur aux yeux de certains. Techniquement, ceci reviendrait à admettre que la loi puisse agir comme une variable endogène et non exogène. Par conséquent, les mécanismes d'incitations, qui sont l'objet de l'analyse économique de la politique criminelle, seraient probablement plus complexes que ce que postule l'analyse économique traditionnelle.

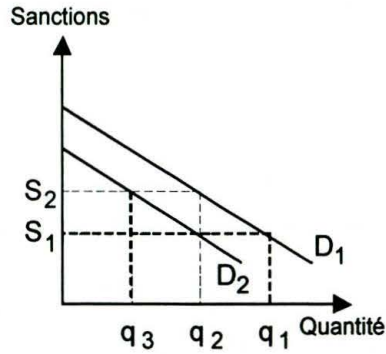
Examinons les deux thèses en présence. La courbe de demande représente la quantité d'un bien achetée pour chaque niveau de prix. Selon la thèse conventionnelle, lorsque les prix augmentent, les individus achètent moins du bien considéré, non pas que leur goût pour ce bien ait changé, mais simplement parce que le bouleversement des prix relatifs rend des substituts à ce bien plus intéressants. Inversement, si les préférences sont endogènes, un changement dans les goûts ou dans les préférences engendre un déplacement de la courbe de demande. Une augmentation de la demande en réponse à un changement des préférences indique que les individus souhaitent et sont en mesure d'acheter une quantité supérieure du bien à un prix pourtant plus élevé¹⁴⁵.

Illustrons cette controverse autour du cas de la politique criminelle. Le fait de criminaliser une activité affectera la quantité de biens échangés de deux manières. Premièrement, comme l'indique la théorie, le coût de cette activité augmentera et le niveau de criminalité diminuera. Sur le graphique 3, l'augmentation de la sanction de S_1 en S_2 , engendre un déplacement de q_1 vers q_2 sur la courbe de demande D_1 . Dans ce cas, les préférences sont inchangées. Supposons, à présent, que la criminalisation rende également cette activité moins attractive. Ceci se traduira par un déplacement de la courbe de demande de D_1 vers D_2 . Examinons, à présent, l'impact de ces changements sur le niveau de criminalité. Pour un niveau de sanction égal à S_1 , le niveau de criminalité obtenu s'élève à q_2 . Le déplacement de la droite de demande de D_1 en D_2 permet donc, sans accroître le niveau de sanction, de diminuer le niveau de criminalité à un niveau comparable à celui qui était obtenu dans la situation où le niveau de sanction passait de S_1 en S_2 et les préférences étaient inchangées (i.e.

¹⁴⁵ K. Dau-Schmidt (1991), *Morality, rationality, and efficiency, New perspectives on socio-economics*, Armonk, N.Y., Sharp.

sans affecter la droite de demande D_1). Pour sa part, l'augmentation de la sanction à un niveau S_2 , et lorsque les sanctions affectent également les préférences, permet d'obtenir une nouvelle quantité de crimes égale à q_3 . On s'aperçoit donc que le re-calibrage des préférences joue positivement sur le niveau de criminalité, puisque pour un même niveau de sanction, le niveau de crime obtenu s'avère inférieur.

Graphique 3 - Sanction et re-calibrage des préférences



Chapitre IV

Détection du délit d'initié : un essai d'évaluation économique

Les infractions boursières sont des crimes économiques et financiers qui se déroulent sur un lieu privilégié : le marché boursier¹⁴⁶. La Commission des Opérations de Bourse est l'autorité française spécialisée qui surveille le marché. Ainsi, les autorités boursières ont mis en place un dispositif de surveillance spécialisé qui garantit l'efficacité de la détection des délits. En effet, les modifications depuis 1989 ont largement permis d'améliorer la surveillance et la répression boursière grâce au travail de la COB.

Les crimes économiques et financiers sont caractérisés par le fait qu'ils sont commis par des professionnels et donc masqués par des activités licites. De ce fait, le point noir de la répression de ce type de criminalité réside dans la détection de ces délits. En apparence, les délits boursiers et plus précisément le délit d'initié se distinguent donc des crimes économiques et financiers sur le point de la détection. Or en réalité, les initiés réalisent des transactions sur le marché boursier au même titre que l'ensemble des investisseurs. Leur activité illicite est cachée par des opérations licites, rendant la détection de ces délits particulièrement délicate.

Dans cet essai, nous évaluons l'efficacité de la politique mise en place par la COB pour détecter les délits d'initiés. La découverte des transactions suspectes est largement fondée sur des preuves statistiques observées sur le marché. Nous démontrons l'insuffisance d'un tel dispositif dans la dissuasion des initiés et proposons une réforme fondée sur l'implication d'agents privés dans la détection. Cette réflexion menée dans le domaine particulier des délits d'initiés permet de prendre du recul par rapport à la forme que peut prendre la spécialisation répressive en matière de crimes économiques et financiers.

L'introduction du délit d'initié comme délit pénal est fondée sur une volonté des pouvoirs publics de rétablir une égalité d'information entre les investisseurs et une transparence du marché. En effet, le caractère attractif d'un marché dépend du degré de confiance que lui accordent les investisseurs, lui-même fondé sur la croyance d'un accès égalitaire au marché. De plus, la libéralisation des marchés boursiers a largement ouvert cette activité à différents types d'investisseurs : les professionnels ne sont plus les seuls à opérer sur les marchés financiers. De ce fait, l'asymétrie d'information entre l'épargnant et les

¹⁴⁶ Le marché boursier est ici entendu au sens économique du terme, comprenant les transactions de gré à gré qui ne se déroulent pas "physiquement" sur le marché.

professionnels de marchés crée une distorsion entre les premiers, qui spéculent de manière risquée, et les seconds qui ont parfois, la possibilité de supprimer tout aléa grâce aux informations dont ils disposent. En outre, la perception de profits sans risque fausse les règles de marché et conduit les investisseurs non initiés à prendre des décisions de portefeuille moins efficaces. Les agents non informés ne sont pas rémunérés pour les efforts qu'ils fournissent pour améliorer leur information. A l'inverse, les initiés ne développent aucun effort, mais réalisent tout de même un sur-profit.

Dans la lignée des travaux démontrant le caractère socialement néfaste du délit d'initié, on cherche à déterminer la politique pénale optimale pour lutter contre le délit d'initié. Peu d'articles sont consacrés à l'étude de la régulation optimale du délit d'initié. Cette question paraît toutefois pertinente dans le contexte actuel de recherche des nouvelles régulations économiques. Notamment, la France s'interroge actuellement sur le cadre de répression optimale pour dissuader les délits boursiers. Plusieurs autorités sont compétentes en France pour sanctionner le délit d'initié. Ainsi aux sanctions judiciaires, s'ajoutent celles de la COB (Commission des Opérations de Bourse) et du CMF (Conseil des marchés Financiers). Un projet de loi prévoit cependant la fusion de la COB et du CMF en Autorité des Marchés Financiers (AMF), dont le rôle consisterait à contrôler la transparence des marchés. La répression pénale resterait alors exclusive pour les autorités judiciaires. La modification de l'organisation des autorités de surveillance des marchés est alors une occasion propice pour s'interroger sur la pertinence des politiques de dissuasion en place.

La COB dispose d'outils informatiques qui permettent de retracer l'historique des ordres de bourse. Le système affiche minute par minute, pour chaque valeur, le volume de titres échangés, le cours en temps réel et la liste des valeurs pour lesquelles les cotations sont suspendues. En revanche, les ordres de bourses individuels transitent obligatoirement par un intermédiaire habilité. C'est pourquoi, la COB ne peut pas observer les transactions boursières individuelles, mais seulement l'ensemble des ordres exécutés par chaque intermédiaire. En conséquence, le problème de la régulation optimale du délit d'initié doit être étudié dans un contexte d'asymétrie d'information. Le régulateur ne peut pas directement observer le comportement individuel des investisseurs. De ce fait, il se heurte à deux difficultés principales. Tout d'abord, il doit acquérir des informations pour déterminer si un investisseur est l'auteur d'un délit d'initié. Cette investigation est particulièrement coûteuse. Il est généralement admis que la plupart des initiés ayant commis un délit ne sont pas condamnés

faute de preuves¹⁴⁷. Ensuite, certains investisseurs non-initiés, peuvent se comporter de la même manière que les initiés : soit leurs propres anticipations les conduisent à adopter un tel comportement, soit ils miment le comportement de certains investisseurs qui se trouvent par hasard être des initiés. De ce fait, les autorités distinguent mal les investisseurs qui disposent d'une information privilégiée de ceux qui agissent à partir des connaissances communes du marché financier. En conséquence, la politique pénale du gouvernement peut conduire ce dernier à condamner certains investisseurs pour délit d'initié alors que ces derniers ne sont pas coupables.

La régulation du délit d'initié présente deux caractéristiques importantes (De Marzo, Fishman et Hagerty, 1998). En premier lieu, les autorités boursières se fondent principalement sur les données statistiques du marché pour découvrir et prouver les délits d'initiés. Ainsi, la cellule de surveillance de la COB a fixé des seuils indicatifs des volumes de transactions, ce qui permet de concentrer ses recherches sur les volumes agrégés les plus importants. De plus, le système informatique permet de repérer les titres dont les variations de cours dépassent les seuils d'alerte. Cette observation ne constitue qu'un signal approximatif de la présence de délit d'initié sur le marché, c'est pourquoi, les enquêteurs sont obligés de mener des investigations pour obtenir des informations supplémentaires et prouver le délit d'initié. En second lieu, il est important de considérer que la régulation du délit d'initié influence le comportement des initiés, mais aussi celui des autres agents économiques présents sur le marché (investisseurs non informés, intermédiaires financiers). En particulier, les investisseurs non informés peuvent être inculpés injustement. Ainsi, tout renforcement de la répression modifie leur comportement.

Dans ce cadre, l'approche retenue par cet article est celle de l'économie du crime qui cherche à identifier les conditions d'une dissuasion optimale des comportements criminels (Becker, 1968, Polinsky et Shavell, 1999). En pratique, il s'agit de définir la probabilité d'appréhension (et de condamnation) des criminels ainsi que le montant de la sanction qui leur sera appliquée. Dans le cas des délits d'initiés, cette approche conduira à nous interroger dans un premier temps sur l'efficacité d'une politique de régulation des comportements d'initiés directement par les autorités de tutelle (COB, CMF...). Dans un second temps, nous

¹⁴⁷ *Le Monde* du 11 avril 2001, Gérard Rameix, directeur de la COB explique que la difficulté de la lutte contre les initiés est d'apporter une preuve précise de l'infraction de sorte que certains initiés ne sont pas poursuivis.

comparerons cette politique avec un système fondé sur la délégation de la détection des pratiques d'initiés aux intermédiaires de marché.

I. Régulation du délit d'initié par les autorités de marché

La Commission des opérations de bourse surveille le marché afin de détecter les comportements suspects. Lorsqu'une variation de prix inhabituelle est précédée de variations anormales dans les volumes de transaction, il existe une suspicion de délit d'initié. Toutefois, les ressources dont dispose la COB pour enquêter sont limitées et toutes les transactions suspectes ne peuvent pas donner lieu à une investigation approfondie.

Dans un premier paragraphe, nous exposons les résultats du modèle de De Marzo, Fishman et Hagerty [1998], qui démontrent la supériorité d'une politique de seuil à une politique "au hasard" pour choisir quelles enquêtes auront réellement lieu. Nous lèverons dans un deuxième paragraphe l'hypothèse d'information parfaite du régulateur, afin de caractériser plus précisément les implications d'une politique de seuil. Enfin, dans un troisième paragraphe, nous établirons un bilan des implications d'une telle politique pour en déterminer les limites.

I.1. Régulation optimale du délit d'initié en information parfaite

De Marzo, Fishman et Hagerty [1998] caractérisent la politique optimale de dissuasion du délit d'initié en information parfaite. Le régulateur ne peut pas observer directement le comportement des investisseurs sur le marché. Toutefois, lorsqu'il décide de conduire une investigation, les informations recueillies lui permettent de condamner sans faute, l'auteur du délit d'initié. Le modèle a donc deux implications majeures :

- Il n'existe pas d'asymétrie d'information entre le régulateur et les initiés puisque l'enquête permet toujours de découvrir l'auteur du délit.
- Le régulateur ne se trompe jamais : il découvre les informations qui lui permettent de reconnaître sans faute les initiés de ceux qui ne le sont pas.

La preuve du délit d'initié est fondée sur des preuves statistiques. En effet, en cas de suspicion de délit d'initié, le régulateur mène des enquêtes, pour un coût c par enquête, qui lui permettra de connaître le nombre de titres vendus par l'initié. Ainsi, seule la quantité de titres vendus par l'auteur du délit suffit à prouver l'infraction. Le coût des investigations est une contrainte pour le régulateur. En particulier, ce dernier doit faire des choix : il ne peut pas enquêter sur tous les cas suspects en raison d'un budget limité. En définitive, le problème analysé dans le modèle de De Marzo, Fishman et Hagerty [1998] est de déterminer la politique du gouvernement la plus efficace dans la recherche des initiés. En d'autres termes, il s'agit de rechercher quels types d'enquêtes seront prioritaires.

L'objectif des autorités régulatrices est la maximisation de l'utilité espérée des investisseurs non informés qui échangent sur le marché. Le préjudice imposé aux investisseurs non initiés est la conséquence d'un phénomène de sélection adverse. L'information privilégiée dont dispose l'initié crée une double asymétrie d'information : une asymétrie entre les investisseurs informés et non informés et une asymétrie entre les initiés et l'intermédiaire de marché. En effet, le modèle est fondé sur le système américain de bourse, dans lequel le marché est dirigé par les prix¹⁴⁸. L'analyse se focalise sur le côté vente, tous les investisseurs vendent leurs titres à un intermédiaire de marché habilité. Ce dernier anticipe la présence sur le marché, d'initiés mieux informés que lui et répercute ses pertes potentielles sur les prix qu'il propose au rachat des titres. C'est pourquoi, les prix payés par les investisseurs non informés intègrent le préjudice induit par la présence de l'initié : leurs décisions de portefeuille deviennent moins efficaces. L'objectif du régulateur consiste finalement à limiter le phénomène de sélection adverse, pour rétablir au mieux les décisions efficaces des investisseurs non informés.

Etant donnée la décision de portefeuille de l'initié qui maximise son utilité, le programme du gouvernement consiste à maximiser le prix d'achat b proposé par l'intermédiaire de marché sous la contrainte de participation de l'intermédiaire et sous la contrainte de budget du régulateur. Les coûts associés au délit d'initié sont la somme des dépenses effectuées par les autorités centrales de marché pour dissuader le délit et le profit de l'initié. La recherche de la politique optimale est fondée sur une comparaison en termes de

¹⁴⁸ Dans un marché gouverné par les prix (ou marché de contrepartie), les investisseurs doivent transmettre leurs ordres à un teneur de marché (*market maker*) qui affiche continuellement un prix d'achat (« *bid* ») et un prix de vente (« *ask* »).

coût. En particulier, les auteurs comparent une politique d'investigation "au hasard" et une politique d'investigation "avec seuil". La politique d'investigation "au hasard" consiste à repérer les transactions suspectes. Ne pouvant financer des enquêtes sur l'ensemble des ventes suspectes, on se propose de choisir au hasard. La politique d'investigation "avec seuil" consiste quant à elle à enquêter si et seulement si le nombre de titres agrégés vendus sur le marché dépasse le seuil optimal déterminé par le gouvernement.

Sous l'hypothèse que le nombre total de titres vendus respecte la propriété du ratio de probabilité monotone (ce ratio a pour conséquence qu'un grand nombre de titres vendus constitue une meilleure preuve de la présence d'initié qu'une faible part de titres vendus), les auteurs démontrent la supériorité d'une politique "avec seuil". Dans ces conditions, le régulateur décide de mener une enquête si le nombre Z de titres échangés sur le marché à la période où le délit d'initié est suspecté excède un certain seuil \bar{s} et si les mouvements de cours $\Delta\theta$ lui semblent inhabituels. Si ces conditions ne sont pas respectées, les délits d'initiés ne sont pas recherchés parce qu'il est difficile de les prouver à partir des variables du marché.

En conséquence, la probabilité d'appréhension et de condamnation de l'initié est :

$$\begin{aligned} P [Z ; \Delta\theta] &= 0 \text{ si } Z < \bar{s} \\ &= 1 \text{ si } Z > \bar{s} \end{aligned}$$

Les résultats du modèle de De Marzo, Fishman et Hagerty [1998] démontrent la supériorité d'une politique de seuil. Dans cette perspective, on intègre ce résultat dans notre analyse. Toutefois, l'hypothèse d'information parfaite est levée.

I.2. Régulation optimale du délit d'initié en présence d'asymétrie d'information

On considère à présent la régulation du délit d'initié en présence d'asymétrie d'information entre le régulateur et les initiés. Contrairement au modèle de De Marzo, Fishman et Hagerty [1998], les enquêtes des autorités de marché ne permettent pas de prouver le délit d'initié avec certitude. Dans ce contexte, en se fondant sur une politique de seuil, on analyse la politique optimale du régulateur. Précisément, la probabilité d'appréhension et de condamnation doit être caractérisée sous l'hypothèse d'asymétrie d'information. En effet, dans

le cas où le nombre de titres échangés sur le marché dépasse le seuil fixé par le gouvernement, la probabilité n'est plus égale à l'unité.

Le modèle est introduit par la présentation des acteurs du marché, où sont recensés l'ensemble des gains (d'utilité ou monétaires) et préjudices consécutifs au délit d'initié. Puis, l'objectif gouvernemental de maximisation du bien-être est analysé afin de déterminer la probabilité optimale d'appréhension et de condamnation lorsque le seuil est atteint.

I.2.1. Les acteurs et les caractéristiques du marché

Sur le marché considéré, une seule catégorie de titres est échangée. La valeur d'un titre est caractérisée par une variable aléatoire notée θ . Le jeu se déroule sur deux périodes, t_1 et t_2 . A la première période, la cotation du titre sur le marché est θ_1 , à la deuxième, elle vaut θ_2 . Les initiés possèdent une information privée en t_1 , mais cette information ne sera révélée au public qu'à la deuxième période, c'est pourquoi, le délit d'initié a lieu en t_1 . L'information privée détenue est une mauvaise nouvelle pour la société cotée de sorte que les initiés peuvent anticiper que θ_1 sera supérieur à θ_2 . Si les initiés décident de commettre un délit d'initié, ils vendront leurs parts à la première période, commettant par là même le délit.

Le nombre d'investisseurs qui vendent leurs parts (on ne considère ici que des ordres de vente) est exogène et composé d'initiés et de non initiés. D'une part, il existe un nombre N_{ni} investisseurs non-initiés, non informés par rapport à la future valeur de θ . Parmi ces N_{ni} investisseurs non-initiés, une proportion q vendent leurs titres en t_1 et une proportion $(1-q)$ les échangent en t_2 . D'autre part, il existe un nombre N_i d'initiés mais seule une fraction w d'entre eux vont vendre leurs titres à la première période. En effet, ceux qui vendront à la première période estiment que les gains du délit d'initié excèdent la sanction attendue.

I.2.1.1. Le problème du régulateur

Le régulateur met en place une politique visant à dissuader les initiés de commettre un délit. Admettons que le niveau de sanction imposé est fixé à f , seule la probabilité d'appréhension doit alors être déterminée. A l'instar du modèle de De Marzo et alii [1998], la politique de dissuasion mise en place est une politique de seuil. La preuve du délit d'initié est

fondée sur des preuves statistiques. La probabilité d'appréhension dépend des variables observées par le régulateur : la cotation et le nombre agrégé de titres échangés. Si un mouvement anormal de prix et/ou de volume est observé, le régulateur suspecte l'intervention d'agents initiés sur le marché boursier. Une enquête ne sera décidée que si le volume de titres échangé est supérieur au seuil fixé par le gouvernement. Si le seuil n'est pas atteint, aucune investigation n'est conduite et la probabilité d'appréhension est nulle.

- Si $N_{niq} + N_{iw} > \bar{s}$ alors $p > 0$
- Si $N_{niq} + N_{iw} < \bar{s}$ alors $p = 0$

Le coût d'une investigation pour le régulateur est $C(p)$ lorsqu'une proportion p d'individus est poursuivie. Le coût d'investigation est une fonction croissante du nombre d'individus poursuivis :

$$\delta C(p) / \delta p > 0 \quad \text{et} \quad \delta^2 C(p) / \delta^2 p < 0$$

En asymétrie d'information, le régulateur n'est pas en mesure de distinguer entre les initiés et les non-initiés qui échangent leurs titres au même moment que les initiés. Il est donc susceptible de commettre deux types d'erreurs :

- l'erreur de type 1 qui consiste à condamner un innocent ; plus précisément, le régulateur va sanctionner les investisseurs non-initiés qui se comportent de la même manière que les initiés (i.e. qui échangent en t_1 et dont le comportement paraît suspect parce que les informations publiques disponibles laissaient penser qu'il valait mieux échanger en t_2).
- l'erreur de type 2 consiste à innocenter un coupable ; en d'autres termes, lorsque les autorités enquêtent, elles ne sont pas toujours en mesure de prouver la culpabilité de l'initié.

En définitive, les investisseurs non informés qui échangent en t_1 encourent la même probabilité d'appréhension et de condamnation que les initiés. Tous les investisseurs appréhendés et condamnés supportent la même sanction forfaitaire f .

I.2.1.2. La décision des investisseurs initiés

Les initiés (N_i) disposent d'informations privées leur permettant d'anticiper sans erreur la valeur des titres de seconde période. Toutefois, on considère que les initiés sont informés à différents niveaux. Chaque initié anticipe alors une valeur θ_{2i} de la cotation du titre considéré à la seconde période. Comme ces initiés détiennent des informations privées, l'anticipation de la cotation qu'ils peuvent formuler est bornée dans un intervalle $[\theta_{2inf}; \theta_{2sup}]$ contenant θ_2 .

Lorsqu'un initié agit sur le marché à la première période, utilisant son information privilégiée, il commet un délit d'initié. Il risque alors d'être sanctionné avec une probabilité p pour une sanction f . Ses gains espérés s'il échange à la première période sont donc :

$$EG_i = (1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)$$

S'il choisit de vendre ses titres à la seconde période lorsque l'information est publiquement révélée, aucune sanction ne lui sera imposée. En conséquence, l'initié choisit de commettre le délit d'initié si et seulement si :

$$(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f) > \theta_{2i}$$

Soit $g(\theta_{2i})$ la fonction de densité de θ_{2i} et $G(\theta_{2i})$ la fonction de densité cumulée. Si la taille de la population des initiés est normalisée et égalisée à 1, $G [(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)] - G(\theta_{2i})$ initiés commettront le délit d'initié. Si la probabilité d'appréhension p augmente, la proportion $k(p)$ d'initiés qui commettent le délit décroît à taux constant.

$$\delta[G [(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)] - G(\theta_{2i})] / \delta p = \delta k(p) / \delta p$$

$$\delta k(p) / \delta p < 0$$

$$\delta^2 [G [(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)] - G(\theta_{2i})] / \delta^2 p = \delta^2 k(p) / \delta^2 p$$

$$\delta^2 k(p) / \delta^2 p = 0$$

Finalement, les gains espérés de l'ensemble des initiés (dont $k(p)$ d'entre eux commettent le délit et $(1 - k(p))$ ne le commettent pas) est égal à :

$$EG_i = k(p) [(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)] + (1 - k(p)) \theta_2$$

I.2.1.3. Les investisseurs non-initiés

Les investisseurs non initiés (N_{ni}), présents sur le marché, sont caractérisés par leur fonction d'utilité $u(\cdot)$, avec $u'(\cdot) > 0$ et $u''(\cdot) < 0$. L'investisseur non initié est ainsi supposé éprouver de l'aversion pour le risque. Chaque investisseur vend intégralement ses titres en t_1 ou en t_2 , en fonction des anticipations qu'il peut formuler compte tenu des informations publiques disponibles (*common knowledge*). Toutefois, chaque investisseur formule des croyances personnelles qui peuvent expliquer qu'il dévie des anticipations fondées sur l'information publique disponible. Ainsi, une proportion $(1 - q)$ d'investisseurs anticipent l'augmentation du cours du titre entre t_1 et t_2 et conservent donc leurs titres jusqu'en t_2 . Contrairement à la tendance générale, une proportion q d'investisseurs non initiés pensent que le cours du titre va baisser et vendent dès t_1 .

a) Utilité des investisseurs non-initiés qui vendent en première période

La proportion q d'investisseurs non initiés vendent l'ensemble de leurs titres à la première période au prix θ_1 . Le gain réalisé θ_1 correspond à la rémunération du risque de l'investissement. Toutefois, le régulateur ne peut les distinguer des initiés à cause de l'asymétrie d'information. En effet, la preuve du délit d'initié est largement fondée sur des preuves statistiques, comme le nombre anormal de titres vendus ou l'évolution du prix du titre. En conséquence, l'utilité espérée des investisseurs non informés ayant vendu en t_1 dépend des gains qu'ils ont réalisés en vendant leurs titres et de la sanction encourue s'ils sont accusés à tort de délit d'initié.

$$EU_q = pu[\theta_1 - f] + (1 - p) u(\theta_1)$$

La fonction d'utilité espérée est croissante à un taux constant :

$$\delta EU_q(p) / \delta p = u[\theta_1 - f] - u(\theta_1)$$

$$\text{et } u[\theta_1 - f] < u(\theta_1)$$

$$\text{D'où : } \delta EU_q(p) / \delta p < 0 \text{ et } \delta^2 EU_q(p) / \delta^2 p = 0$$

Toute augmentation de la probabilité d'appréhension et de condamnation diminue l'utilité des investisseurs non informés puisque cela accroît leurs risques de payer à tort, une sanction monétaire.

b) Utilité des investisseurs non-initiés qui vendent en seconde période

La proportion $(1 - q)$ d'investisseurs non initiés vendent leurs titres en t_2 au prix θ_2 . Cependant, on considère que ces investisseurs subissent un préjudice individuel causé par la présence des initiés. En effet, lorsque les initiés vendent à la première période, le prix du titre décroît plus que s'ils s'étaient abstenus d'intervenir. On considère alors que les investisseurs non initiés qui vendent à la seconde période subissent un préjudice parce qu'ils vendent à un prix inférieur à celui auquel ils auraient dû vendre leurs titres. Supposons que ce préjudice individuel est une fonction croissante de la proportion d'initiés qui commettent le délit d'initié:

$$h = f(k(p) \cdot Ni)$$

L'utilité espérée de ces investisseurs non initiés dépend de la probabilité que les initiés décident d'utiliser leur information privée $k(p)$:

$$EU_{1-q} = k(p) \cdot u(\theta_2 - h(k(p) Ni)) + (1 - k(p)) \cdot u(\theta_2)$$

$$\frac{dEU_{1-q}(p)}{dp} = \frac{dk(p)}{dp} \cdot u(\theta_2 - h(k(p) Ni)) + k(p) \cdot u_{1-q}'(p) - \frac{dk(p)}{dp} \cdot u(\theta_2)$$

$$\Leftrightarrow \frac{dEU_{1-q}(p)}{dp} > 0$$

$$\text{Car } \frac{dEU_{1-q}(p)}{dp} = \frac{dk(p)}{dp} \cdot [u(\theta_2 - h(k(p) Ni)) - u(\theta_2)] + k(p) \cdot u_{1-q}'(p)$$

$$\text{Avec } u_{1-q}'(p) = du(\theta_2 - h(k(p) Ni)) / dp = \frac{du}{dh} \frac{dh}{dk} \frac{dk}{dp} > 0$$

Toute augmentation de la probabilité de détection p diminue le nombre d'initiés qui vendent à la première période, ce qui réduit aussi le préjudice individuel subi par les investisseurs non initiés qui vendent à la seconde période. Leur utilité espérée est ainsi améliorée. Finalement, la somme pondérée des utilités espérées des investisseurs non initiés est :

$$EU_{ni} = q Nni EU_q(p) + (1 - q) Nni EU_{1-q}(p)$$

I.2.1.4. L'intermédiaire de marché

Les investisseurs vendent leurs titres à un intermédiaire de marché. Le régulateur lui impose de payer une taxe T par transaction qu'il effectue pour le compte des investisseurs.

Cette taxe contribue à couvrir les coûts d'investigation du délit d'initié. L'intermédiaire de marché répercute la taxe sur les investisseurs en l'intégrant dans le prix d'achat des titres. L'intermédiaire de marché prélève une commission B sur les ordres de bourse qu'il effectue. Son objectif consiste à maximiser son profit :

$$\pi = (B - T) [N_i + N_{ni}]$$

I.2.1.5. Le préjudice au marché

Le délit d'initié entraîne un préjudice au marché caractérisé à la fois par la perte de confiance des investisseurs non initiés due aux préjudices individuels qu'ils subissent et au ralentissement éventuel de l'activité réelle qui découle de l'action des initiés. Ce préjudice au marché H augmente avec la probabilité d'action des initiés $k(p)$. En conséquence :

$$H = H [k(p)]$$

$$\text{Avec } dH / dk > 0 \text{ et } \delta^2 H / \delta^2 k < 0$$

I.2.2 Probabilité optimale de détection des initiés sous une politique de seuil

L'objectif du régulateur consiste à déterminer la probabilité de détection qui maximise le bien-être de la société sous contrainte budgétaire. A cette fin, il construit une fonction de bien-être social intégrant les utilités espérées des initiés et des non-initiés, les gains espérés de l'initié, le préjudice à la société H et le profit de l'intermédiaire de marché.

I.2.2.1. Programme de maximisation du régulateur

La fonction de bien-être social est la somme pondérée des utilités espérées des investisseurs non-initiés, des gains attendus nets de l'initié, du profit net de l'intermédiaire de marché et du préjudice au marché. Ainsi, comme dans la majorité des modèles de théorie du crime, les gains de l'initié sont intégrés dans la fonction de bien-être social. En conséquence, l'expression de la fonction de bien-être social est la suivante :

$$\begin{aligned} W = & q N_{ni} EU_q(p) + (1 - q) N_{ni} EU_{1-q}(p) \\ & + N_i [k(p) [(1 - p) \theta_1 + p(\theta_1 - f)] + (1 - k(p)) \theta_2] \\ & + (B - T) [N_i + N_{ni}] \\ & - H [k(p)] \end{aligned}$$

Le régulateur cherche à maximiser le bien-être de la société tout en respectant la contrainte budgétaire qui s'impose à lui. Cette contrainte correspond à la somme des taxes perçues sur les titres échangés et des sanctions imposées aux investisseurs vendant en t_1 , nettes du coût de détection. Ainsi, la contrainte budgétaire de l'état est la suivante :

$$\begin{aligned} T [N_i + N_{ni}] + qN_{nif} + k(p)N_{ipf} - C(p) &= 0 \\ \Leftrightarrow T [N_i + N_{ni}] &= -qN_{nif} - k(p)N_{ipf} + C(p) \end{aligned}$$

En conséquence, le programme de maximisation du régulateur est :

$$\begin{aligned} \text{Max } W &= q N_{ni} EU_q(p) + (1 - q) N_{ni} EU_{1-q}(p) \\ &+ N_i [k(p)(\theta_1 - f) + (1 - k(p))\theta_2] \\ &+ B [N_i + N_{ni}] + qN_{nif} \\ &- C(p) - H[k(p)] \end{aligned}$$

La probabilité de condamnation optimale p^* doit donc vérifier la condition de premier ordre suivante :

$$\begin{aligned} \delta W / \delta p &= 0 \\ \Leftrightarrow qN_{ni} f - \frac{dH[k(p)]}{dk} \frac{dk}{dp} + (1 - q) N_{ni} \frac{dEU_{1-q}(p)}{dp} - dk / dp N_i \cdot \theta_2 \\ &= dC / dp - qN_{ni} \frac{dEU_q(p)}{dp} - dk / dp N_i \cdot \theta_1 \end{aligned}$$

I.2.2.2. Commentaire des résultats

La condition de premier ordre correspond à l'égalité entre le bénéfice marginal et le coût marginal résultant d'une augmentation de p . En effet, la partie gauche de l'équation correspond au bénéfice marginal d'une augmentation de p . Il s'analyse comme suit.

- Le terme $qN_{ni} f$ représente l'ensemble des sommes perçues par le gouvernement sur les investisseurs non informés condamnés à tort.
- Le préjudice au marché est une fonction croissante du nombre d'initiés : moins les initiés entrent sur le marché, plus ce préjudice est faible. Si la probabilité d'appréhension et de condamnation p est améliorée, moins d'initiés entreront sur le

marché. En conséquence, le terme $\frac{dH [k(p)]}{dk} \frac{dk}{dp}$ est positif et représente un bénéfice marginal dû à la réduction du nombre d'initiés qui commettent le délit.

- Le terme $(1 - q) N_{ni} \frac{dEU_{1-q}(p)}{dp}$ constitue un bénéfice marginal pour la société lorsque le nombre d'initiés est réduit. En effet, comme moins d'initiés réalisent le délit, le préjudice individuel des investisseurs non informés qui investissaient en t_2 diminue. La dissuasion des initiés à se lancer dans l'activité augmente l'utilité espérée des investisseurs non initiés, ce terme est donc positif et contribue à augmenter le niveau de bien-être social.

- Les initiés dissuadés d'investir à la première période (ce qui constitue un délit d'initié), reportent la vente de leurs titres à la seconde période à un prix θ_2 . Il s'agit d'un gain pour la société.

La partie droite de l'équation représente le coût marginal d'une augmentation de la probabilité d'appréhension et de condamnation p .

- Le terme dC / dp est le coût marginal de mise en œuvre de la politique de seuil.

- Le terme $qN_{ni} \frac{dEU_q(p)}{dp}$ représente la perte d'utilité subie par les investisseurs non initiés qui vendent leurs parts à la première période. Ces investisseurs ne peuvent pas être distingués des initiés et sont condamnés à une sanction monétaire avec la même probabilité p . La politique plus sévère du gouvernement conduit alors à condamner plus d'innocents, ce qui représente un coût pour la société.

- Les initiés dissuadés de vendre leurs titres à la première période ne perçoivent plus leurs gains $dk / dp N_i \cdot \theta_1$.

En définitive, la politique optimale du gouvernement est caractérisée par une probabilité de détection :

- Nulle si la somme agrégée des ventes et t_1 est inférieure à la politique de seuil du gouvernement :

$$\text{Si } N_{ni}q + N_iw < \bar{s} \text{ alors } p = 0$$

- Décrite par la condition de premier ordre si le seuil est atteint :

$$\text{Si } N_{ni}q + N_iw > \bar{s} \text{ alors } p^* > 0$$

I.2.3. L'inefficience de la régulation du délit d'initié sous une politique de seuil

Conclure en termes d'efficience sur une politique nécessite de définir au préalable les critères d'efficience que l'on va utiliser. Spiegel et Subrahmanyam [1995] proposent trois critères pour caractériser l'efficience d'une politique de régulation du délit d'initié.

- i. La politique de détection et la sanction doivent décourager les initiés de commettre le délit.
- ii. La politique de détection ne doit pas conduire à la condamnation d'investisseurs innocents (i.e ceux qui n'échangent pas illégalement).
- iii. La politique de détection ne doit pas décourager les individus non informés d'échanger. En d'autres termes, plus les investisseurs anticipent l'existence de coûts liés à l'activité des initiés, moins ils échangeront.

Dans notre modèle, le comportement de prise de décision d'investissement des investisseurs non initiés n'est pas analysé. On considère que le nombre d'investisseurs est fixe, mais en réalité, les préjudices qu'imposent les initiés et la possibilité que des investisseurs innocents soient condamnés à tort constituent des coûts pour les investisseurs non initiés. Ainsi, ils risquent d'être découragés d'investir sur le marché.

L'efficience de la politique de seuil peut être examinée au regard de ces trois critères. En effet, elle crée certains coûts pour la société.

La première limite de cette politique est que l'appréhension des investisseurs est largement fondée sur des preuves statistiques. Si la probabilité de détection est augmentée, la probabilité d'une erreur judiciaire augmente également. Ainsi, plus le premier critère d'efficience est satisfait (à cause de l'augmentation de la probabilité de détection p^*), moins le second critère sera rempli. En outre, l'augmentation de la probabilité d'appréhension augmente le coût d'investir pour les investisseurs non initiés puisque ces derniers risquent plus fortement d'être accusés à tort de délit d'initié. Ainsi, le troisième critère sera d'autant moins satisfait, puisque les investisseurs non initiés risquent de quitter le marché.

La deuxième limite tient à la définition même de la politique de seuil. En effet, lorsque le niveau agrégé de titres vendus se situe sous le seuil fixé par les autorités, aucune enquête n'est décidée. Les initiés ne sont alors ni arrêtés, ni dissuadés de commettre le délit d'initié. En d'autres termes, cette possibilité pour les initiés de commettre le délit en toute impunité crée un préjudice pour les investisseurs non initiés (préjudice au marché et préjudice individuel pour les investisseurs de seconde période). Le premier critère d'efficience de la politique n'est pas rempli puisque les initiés ne sont pas arrêtés. Le troisième critère n'est pas rempli non plus.

La troisième limite de cette politique est qu'elle crée une cachette légale pour abriter les comportements stratégiques que peuvent développer les initiés. Dans un article de 1995, Spiegel et Subrahmanyam expliquent que les initiés qui disposent de l'information la plus pointue seront les plus difficiles à appréhender si on se fonde sur des preuves statistiques. En effet, ces agents déterminent leur stratégie en fonction des paramètres de la politique annoncée par le gouvernement, pour éviter que leurs transactions soient l'objet d'une enquête. Etant donné les informations dont ils disposent, ils pourront vendre un nombre de titres tel que le nombre agrégé de titres vendus soit inférieur au seuil. L'efficacité de la politique est alors ambiguë. D'une part, les initiés ne commettront pas de délit si le nombre de transactions franchit le seuil. D'autre part, les initiés peuvent échanger (pour des volumes moindres) lorsque le volume agrégé n'est pas supérieur au seuil. Ils sont alors dissuadés d'échanger de gros volumes, mais ne peuvent jamais être détectés.

En conséquence, la politique de seuil induit certains coûts qui pourraient être réduits par la mise en œuvre d'une autre politique. Nous proposons une politique alternative qui pourrait diminuer les coûts : la délégation de la détection du délit d'initié aux intermédiaires de marché.

II. La politique du régulateur en cas de délégation de la détection des initiés à un intermédiaire de marché

L'idée de déléguer la détection des initiés aux intermédiaires de marché est basée sur la constatation que ces agents détiennent un avantage informationnel sur le régulateur. En effet, les investisseurs sont obligés d'adresser leurs ordres aux intermédiaires de marché, qui vont ensuite les transmettre par blocs au marché. Ce système place donc les intermédiaires dans une position privilégiée pour détenir des informations sur les investisseurs et observer directement leurs transactions individuelles (moment précis de la transaction et volume des ordres). Le régulateur au contraire n'observe que les variables agrégées du marché.

On sait que les initiés agissent de manière stratégique pour utiliser les ordres des autres investisseurs pour cacher leurs propres ordres et diminuer par là même leur probabilité individuelle de détection. L'observation et la détection éventuelle de délits d'initiés par les intermédiaires de marché réduirait l'efficacité de tels comportements stratégiques. C'est pourquoi, nous avons imaginé une politique dans laquelle la détection des initiés est faite par les intermédiaires de marché.

Cette politique présente deux avantages.

- D'une part, l'appréhension des individus n'est plus seulement fondée sur des preuves statistiques. Les investisseurs de marché connaissent leurs clients et détiennent des informations particulières sur eux. Ainsi, la condamnation à tort d'innocents est réduite.
- D'autre part, les comportements stratégiques des initiés sont réduits puisque leurs ordres seront plus facilement détectés et à un niveau moins agrégé.

Dans cette section, on décrit et analyse la nouvelle politique et ses implications. Dans le premier paragraphe, on introduit les caractéristiques du problème. Puis, dans le second, on définit la politique de détection optimale. Enfin dans un dernier paragraphe, nous mènerons une discussion comparative sur l'efficacité des deux politiques.

II.1. Les caractéristiques du problème de délégation

On modélise un marché dans lequel le régulateur possède des informations à propos des caractéristiques des investisseurs, ce qui lui permet d'opérer des recoupements par rapport à des ordres suspects.

II.1.1. Les informations détenues par les intermédiaires de marché

Les investisseurs adressent obligatoirement leurs ordres aux intermédiaires de marché. C'est pourquoi, ce dernier peut directement observer les ordres individuels des investisseurs : il connaît le nombre d'ordres souscrits, le moment de la transaction et le nom de l'investisseur. Lorsqu'une variation de prix inhabituelle précède un évènement qui influence le cours d'un titre, l'intermédiaire de marché peut facilement détecter les transactions suspectes. On suppose dans ce modèle que l'intermédiaire transmet au régulateur toute information qu'il détient sur l'investisseur concerné, lorsqu'il reporte l'ordre suspect.

La détection par l'intermédiaire de marché réduit les possibilités d'erreurs judiciaires, puisque la détection n'est plus seulement fondée sur des preuves statistiques. On considère alors que l'intermédiaire ne reportera pas toutes les transactions qui pourraient être "statistiquement" suspectes. Il exonèrera de lui-même les transactions qui lui semblent normales étant donné la connaissance qu'il a de sa clientèle. Il subsiste cependant une proportion α d'investisseurs non initiés qui vendent leurs titres à la première période qui ne pourront pas être distingués des initiés ($0 < \alpha < 1$).

II.1.2. Les incitations des intermédiaires de marché

La probabilité de détection dans cette politique dépend de l'effort (noté e) de l'intermédiaire de marché pour découvrir les initiés. Plus l'intermédiaire fera d'efforts pour être attentif, plus la probabilité de détection sera importante :

$$\frac{d pe}{d e} > 0 \text{ et } \delta^2 pe / \delta^2 e < 0$$

L'effort génère un coût global $ce(pe)$ pour l'intermédiaire de marché :

$$\frac{d ce(pe)}{d pe} > 0 \text{ et } \delta^2 ce(pe) / \delta^2 pe < 0$$

La détection des initiés par l'intermédiaire de marché permet d'économiser le coût d'enquête C puisque les informations sur la transaction suspecte et l'auteur du délit sont directement connus. Toutefois, d'autres dépenses sont nécessaires à la preuve de l'affaire, c'est pourquoi, un coût total $C_d(pe)$ est engagé par le régulateur pour centraliser les informations et les traiter.

$$\frac{d C_d(pe)}{d pe} > 0 \text{ et } \delta^2 C_d(pe) / \delta^2 pe < 0$$

Pour inciter l'intermédiaire de marché à dénoncer les transactions suspectes, le régulateur lui propose une rémunération R . L'objectif de l'intermédiaire de marché est de maximiser son profit :

$$\pi = (B - T) [N_i + N_{ni}] + R - c(e)$$

II.1.3. Le comportement des investisseurs

Les investisseurs non initiés ne modifient pas leur comportement lorsque la politique étatique change. Cependant, les utilités espérées des investisseurs non initiés qui vendent leurs titres à la première période dépendent maintenant de la proportion α d'entre eux qui seront accusés à tort.

$$EU_q = \alpha pe.u[\theta_1 - f] + (1 - \alpha) (1 - pe) u(\theta_1)$$

II.2. La probabilité de détection optimale des initiés

La fonction de bien-être social est la somme pondérée des utilités espérées des investisseurs non-initiés, des gains attendus nets de l'initié, du profit net de l'intermédiaire de marché et du préjudice au marché. Ainsi, comme dans la majorité des modèles de théorie du crime, les gains de l'initié sont intégrés dans la fonction de bien-être social. En conséquence, l'expression de la fonction est la suivante :

$$\begin{aligned} W = & q N_{ni} EU_q(pe) + (1 - q) N_{ni} EU_{1-q}(pe) \\ & + N_i [k(pe) [(1 - pe) \theta_1 + pe(\theta_1 - f)] + (1 - k(pe)) \theta_2] \\ & + (B - T) [N_i + N_{ni}] + R - c(e) \\ & - H [k(pe)] \end{aligned}$$

Le régulateur cherche à maximiser le bien-être de la société tout en respectant la contrainte budgétaire qui s'impose à lui. Cette contrainte correspond à la somme des taxes perçues sur les titres échangés et des sanctions imposées aux investisseurs vendant en t_1 , nettes du coût de détection. Ainsi, la contrainte budgétaire de l'état est la suivante :

$$\begin{aligned} T [N_i + N_{ni}] + \alpha q N_{ni} p e f + k(p e) N_{i p f} - R - C d(p e) &= 0 \\ \Leftrightarrow T [N_i + N_{ni}] &= -\alpha q N_{ni} p e f - k(p e) N_{i p e f} + C(p) + R \end{aligned}$$

En conséquence, le programme de maximisation du régulateur est :

$$\begin{aligned} \text{Max } W &= q N_{ni} E U_q(p e) + (1 - q) N_{ni} E U_{1-q}(p e) \\ &+ N_i [k(p e) (\theta_1) + (1 - k(p e)) \theta_2] \\ &+ B [N_i + N_{ni}] + \alpha q N_{ni} p f \\ &- c(e) - C(p) - H [k(p)] \end{aligned}$$

La probabilité de condamnation optimale p^* doit donc vérifier la condition de premier ordre suivante :

$$\begin{aligned} \delta W / \delta p e &= 0 \\ \Leftrightarrow \alpha q N_{ni} f - \frac{dH [k(p)]}{dk} \frac{dk}{dp} + (1 - q) N_{ni} \frac{dE U_{1-q}(p)}{dp} - dk / dp N_i \cdot \theta_2 \\ &= dC / dp + dce / dp - \alpha q N_{ni} \frac{dE U_q(p)}{dp} - dk / dp N_i \cdot \theta_1 \end{aligned}$$

La condition de premier ordre est similaire à celle obtenue dans la première partie concernant la politique de seuil. Les hypothèses formulées pour décrire la seconde politique sont centrales. La réduction de l'erreur, qui consiste à condamner des innocents à tort, réduit à la fois le coût marginal et le bénéfice marginal d'équilibre. De plus, la comparaison des coûts marginaux de la première et de la seconde politique va jouer un rôle essentiel dans l'efficacité respective des deux politiques.

II.3 Quelques éléments de comparaison des deux politiques

Dans ce paragraphe, on utilise l'analyse de Spiegel et Subrahmanyam pour comparer les efficacités des politiques. Trois cas doivent être distingués.

Si $p_{e^*} = p^*$, la politique de délégation est toujours plus efficace que la seconde d'après les trois critères que nous avons précédemment définis. En effet, pour un même niveau de dissuasion, moins d'innocents seront condamnés à tort (seule une proportion α d'entre eux sera condamnée à tort, ce qui porte à αp_{e^*} la probabilité de condamnation d'un investisseur non initié). Le nombre d'initiés qui commettent le délit reste le même pour les deux politiques, donc le niveau de préjudice induit ne varie pas. Par contre, les coûts de condamnation à tort sont réduits, donc la politique de délégation est plus efficace que la politique de seuil au vu du troisième critère d'efficacité (moins d'investisseurs non initiés quittent le marché).

Si $p_{e^*} > p^*$, la politique de délégation est plus efficace que la politique de seuil au vu du premier critère, puisque davantage d'initiés seront dissuadés de commettre le délit. La supériorité globale de la politique de dissuasion doit cependant être définie selon les trois critères. Ainsi, deux cas de figure doivent être distingués :

- Si les bénéfices de l'avantage informationnel détenu par l'intermédiaire de marché sont supérieurs à la différence du niveau de détection, alors αp_{e^*} restera inférieur à p^* . En d'autres termes, la nouvelle politique permet de mieux dissuader les initiés de commettre le délit, tout en permettant que moins d'erreurs judiciaires soient commises. Ainsi, la politique de délégation est plus efficace que la politique de seuil du point de vue du second critère. De plus, les coûts imposés aux investisseurs non informés à la fois en termes de préjudices et de coûts de condamnation sont plus faibles : la politique de délégation est aussi plus efficace du point de vue du troisième critère.
- Si au contraire αp_{e^*} est supérieur à p^* , davantage d'investisseurs non initiés seront condamnés à tort sous la politique de délégation. Cette politique devient alors moins efficace que la politique de seuil au regard du second critère. Toutefois, le bilan est indéterminé au regard du troisième critère. En effet, d'un côté, les préjudices subis par les investisseurs non initiés sont plus faibles parce que moins d'initiés commettent le délit d'initié. D'un autre côté, les coûts induits par les condamnations à tort sont plus importants. En somme, on ne peut pas déterminer quelle politique sera la plus efficace.

Si $p_e^* < p^*$, la comparaison de l'efficacité des deux politiques est ambiguë.

- Au regard du premier critère, la politique de seuil est plus efficace que la politique de délégation, puisque davantage d'initiés seront dissuadés de commettre le délit.
- Toutefois, moins d'investisseurs non initiés seront condamnés à tort puisque αp_e^* est toujours inférieur à p^* . La politique de délégation est alors toujours plus efficace que la seconde politique au regard du second critère.
- Concernant le troisième critère, l'effet est à nouveau ambigu, puisque les gains en termes de coûts pour les non initiés contrastent avec les préjudices qu'ils subissent. La comparaison de l'équivalent monétaire de ces deux facteurs pourrait permettre d'apporter une conclusion au problème.

Cependant la comparaison de l'efficacité des deux politiques reste ambiguë. Les autorités doivent décider s'il est plus important pour eux de condamner un maximum d'initiés, au prix de quelques erreurs judiciaires ou si la règle contraire doit prévaloir.

Conclusion

La répression du délit d'initié est analysée dans un contexte d'asymétrie d'information entre le régulateur et les initiés. En effet, le régulateur ne peut pas observer les caractéristiques individuelles de vente des investisseurs. En outre, son enquête ne permet pas de prouver sans erreur le délit d'initié.

Nous développons un modèle qui introduit à la fois l'hypothèse d'asymétrie d'information et la possibilité d'une erreur judiciaire dans laquelle certains innocents sont condamnés à tort. Dans ce contexte, deux politiques alternatives sont comparées : d'une part, on considère une politique d'investigation avec seuil menée par le gouvernement et d'autre part, on évalue une politique de délégation de la détection des délits d'initiés aux intermédiaires de marché. Dans ce contexte, les conditions d'optimalité des politiques sont spécifiées.

Cette approche montre que la répression des délits d'initiés se trouve face à un problème majeur de détection de ces délits. Les caractéristiques particulières de délit d'initié conduisent alors à imaginer des moyens de détection inhabituels. C'est pourquoi, nous proposons de déléguer la détection des infractions aux intermédiaires de marché, qui disposent d'informations supplémentaires au régulateur et qui peuvent observer précisément les comportements d'investissement. La nouvelle politique proposée n'est pas toujours plus efficace que la première, toutefois, une combinaison des deux politiques pourrait mener à des résultats plus satisfaisants en termes de détection et de dissuasion des infractions.

La répression de la criminalité économique et financière ne parait pas pouvoir échapper à la spécialisation des instances qui s'en chargeront. A l'instar de ce qui se passe dans le domaine des infractions boursières, le problème de la détection des infractions s'avère central. C'est pourquoi, la réflexion doit aussi conduire les autorités à envisager une responsabilisation des intervenants privés. Eux seuls sont en effet capables d'accéder à certaines informations et de détecter correctement les comportements illicites.

Chapitre V

Analyse du rôle économique d'une instance spécialisée : la COB

I. La dualité de juridictions dans le domaine des infractions boursières

Le droit français a longtemps soutenu la légitimité de toute spéculation dans le milieu boursier¹⁴⁹. Toutefois, depuis la seconde moitié du vingtième siècle, c'est une logique de protection du marché et de ses intervenants qui prévaut. En créant la Commission des Opérations de Bourse et en réglementant les opérations des initiés sur les valeurs de la société par laquelle ils sont employés, l'ordonnance du 28 septembre 1967 a introduit la notion d'initié en droit français. Devant l'inadaptation du dispositif pour réprimer efficacement les opérations réalisées frauduleusement sur les marchés financiers, les autorités refondent l'ordonnance de 1967 par la loi du 23 décembre 1970. Celle-ci crée les infractions spécifiques de spéculation boursière (le délit d'initié, le délit de diffusion de fausse information et le délit de manipulation de cours) qui figurent désormais aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier.

La loi « Sécurité et transparence du marché financier » du 2 août 1989 a totalement bouleversé le paysage répressif en matière d'infractions boursières. Tout d'abord, la structure et les pouvoirs de la COB ont été considérablement renforcés.

- La COB édicte et sanctionne la violation de ses propres règlements. Ainsi, les délits prévus par l'ordonnance de 1967 sont doublés de manquements administratifs. Le règlement 90-08 est relatif à l'utilisation d'une information privilégiée et son corollaire, le règlement 90-02 instaure une obligation d'information générale et permanente du public lorsque survient un événement important dans la vie des sociétés contrôlées par la COB. Ainsi, « 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, du contrat négociable ou du produit financier mentionné à l'article premier. Toutefois, il peut prendre la responsabilité de décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité ». Le règlement 90-04, quant à lui, est relatif à l'établissement des cours.

¹⁴⁹ Depuis la loi du 3 décembre 1926, le Code pénal incrimine et sanctionne tout de même le délit d'action illicite sur le marché.

- La loi de 1989 insère un article 9-1 à l'ordonnance de 1967, codifié à l'article L. 621-14 Code mon. et fin., qui définit le pouvoir d'injonction de la COB : « La Commission des Opérations de Bourse peut ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques contraires à ses règlements, lorsque ces pratiques ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché ; porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ; faire bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles ». Les éléments constitutifs des manquements ne comportent pas d'élément intentionnel et leur définition est souvent plus large que celle des délits.
- La loi permet une extension des pouvoirs d'enquête de la commission : aux auditions, demandes de documents et expertises techniques, s'ajoutent maintenant une seconde catégorie d'investigations. Les enquêteurs de la COB peuvent effectuer des visites à domicile et des saisies, en tous lieux sur autorisation et sous contrôle judiciaire (respect du secret professionnel et des droits de la défense). Seuls les auxiliaires de police peuvent opposer le secret professionnel aux agents enquêteurs de la COB. En outre, celle-ci peut désormais décider seule de l'ouverture d'une enquête.

Finalement, le droit français permet à deux autorités de réprimer, pour un même manquement, les infractions boursières : les juridictions répressives et une autorité administrative indépendante.

II. L'organisation de la répression

Trois étapes permettent la répression des infractions boursières. Tout d'abord, la surveillance du marché est indispensable pour détecter les comportements contraires au bon fonctionnement du marché et les transactions suspectes. En effet, les transactions boursières individuelles transitent obligatoirement¹⁵⁰ par un intermédiaire habilité. Celui-ci transmet les ordres au marché de manière agrégé de sorte que les autorités ne peuvent pas directement observer les transactions individuelles. De plus, l'organisation du système de cotations informatisé en continu relate seulement de l'évolution des cours et du nombre agrégé de titres

¹⁵⁰ Les transactions de gré à gré entrent dans la définition du marché. Elles permettent d'éviter l'intermédiaire habilité.

vendus ou achetés sur le marché. Ensuite, la phase d'instruction permet de remonter par les intermédiaires pour déterminer l'auteur de l'infraction. Finalement, si la procédure d'enquête révèle des preuves suffisantes pour caractériser l'infraction, une phase de jugement est amorcée, qui débouchera sur une sanction.

Le système français a confié les trois phases à l'autorité spécialisée : la Commission des opérations de bourse. Contrairement aux autres pays, la COB cumule à ses fonctions de surveillance et d'enquête sur les marchés, une possibilité de sanctionner l'atteinte à ses propres règlements. Pourquoi cette troisième mission reste-t-elle confiée à la COB alors que les autorités répressives détiennent les mêmes pouvoirs ? Cette dualité de répression est-elle efficace ou nuit-elle à la lisibilité du système répressif français en matière d'infractions boursières ? Dans ce paragraphe, nous dressons un bilan de l'efficacité du pouvoir de la Commission des opérations de bourse.

II.1. La surveillance du marché financier

Depuis 1967, la surveillance du marché boursier est confiée à la COB. Toutefois, d'autres institutions comme le Conseil des Marchés Financiers ou le Conseil de discipline de la Gestion Financière complètent cette surveillance. Ainsi, les actions des sociétés cotées sont largement encadrées et les autorités peuvent réprimer les infractions liées à la vie boursière de ces sociétés (monopole en matière financière, appel public à l'épargne, démarchage financier, la diffusion d'informations, la déclaration de franchissement de seuil). En somme, la mission de surveillance de la COB et de ses partenaires institutionnels est très large, de sorte que l'on peut dire qu'ils disposent de l'ensemble des informations qui recouvrent la vie de la place financière. Cette spécialisation crée des économies d'échelle dans le traitement des données, car elles sont regroupées en un même lieu dans lequel les différents services coopèrent.

Cette surveillance nécessaire du marché ne peut être réalisée que par des instances spécialisées. Au delà des problèmes de recoupement de compétences (qui devraient être réglés par la constitution de l'AMF), on ne peut que se féliciter de l'organisation spécialisée de la surveillance des marchés. En effet, la multiplication des marchés (comme le MONEP ou le MATIF), la globalisation financière et l'intervention de praticiens de haut niveau ont rendu les opérations financières particulièrement techniques. Les circuits employés par les opérateurs sont caractéristiques de ceux empruntés par les produits des crimes économiques

et financiers. En effet, les relais bancaires peuvent être situés dans des paradis fiscaux et le recours à des intermédiaires plus ou moins occultes, rend l'opération difficile à reconstituer, comme ce fut le cas dans l'affaire Triangle-Péchiney [Bergerès, Duprat ; 1996]. Les difficultés inhérentes à la transnationalité des affaires complexifient encore la surveillance des marchés (on pense notamment aux investissements qui se déroulent maintenant par Internet et qui peuvent faire transiter de l'argent facilement d'un compte à un autre en quelques minutes).

La qualification des personnels spécialisés et la structure des institutions sont alors un atout essentiel pour la surveillance des marchés. En ce qui concerne les problèmes de territorialité, il semblerait que les accords entre institutions spécialisées soient plus rapides et efficaces dans la transmission des informations, qu'une commission rogatoire qui peut être « bloquée » plusieurs années.

II.2 La phase d'instruction

Depuis que la Commission dispose d'un pouvoir de sanction, elle peut décider de l'ouverture d'une enquête par l'intermédiaire de son président. Ainsi, depuis 1989, 873 enquêtes ont été ouvertes. Plus du quart des rapports ont été transmis au parquet sur le fondement de l'article 40 du code de procédure pénale, 14% ont été transmis aux autorités disciplinaires (Commission bancaire, Conseil des marchés financiers et conseil de discipline de la Gestion financière) et enfin 12% ont été adressés à des autorités étrangères homologues de la Commission. La commission a ouvert 62 procédures de sanction sur la base de ces enquêtes, soit 7% et 41 d'entre eux ont fait l'objet d'une transmission au parquet et d'une procédure pouvant donner lieu à sanction¹⁵¹.

Le regroupement au sein de la Commission de différents services de surveillance et d'instruction crée des économies d'échelle pour le recoupement des informations. Les cotations et variations d'ordres de bourse sont en permanence surveillées de sorte que la phase d'enquête permet de reconstituer l'historique des mouvements boursiers d'un titre sur plusieurs mois. Restent à découvrir l'auteur des ordres de bourse passés auprès des intermédiaires financiers et à établir la preuve du délit. Cette étape demeure complexe, même

¹⁵¹ Bulletin COB, N°350, octobre 2000.

si l'ensemble des données disponibles dans les différents services permet d'opérer certains recoupements, qui accroissent la rapidité et l'efficacité du traitement des dossiers.

De plus, la technicité des réseaux mis en œuvre par les délinquants nécessite que les enquêteurs soient aussi qualifiés que les délinquants. En d'autres termes, ils doivent être capables de démanteler les réseaux financiers pour en établir les éléments légaux et illégaux. L'affaire Pariante (Naf naf) illustre parfaitement l'importance de l'établissement d'une preuve solide, puisque l'auteur du délit d'initié a été condamné par la COB et relaxé par les autorités répressives. La relaxe est fondée sur le fait que les informations confidentielles qu'il détenait n'ont pas été déterminantes des opérations réalisées, alors que la COB estimait le contraire.

II.3. La sanction des infractions boursières par la COB

Depuis la loi de 1989, la COB peut sanctionner les agents pour atteinte à son propre règlement. Ces dix années de jurisprudence vont nous permettre de dresser un bilan descriptif de l'utilisation par la COB de son pouvoir de sanction. Plusieurs critères seront ici définis pour évaluer l'efficacité du système de sanction de la COB. Le bulletin COB N°313 de mai 1997 dresse un bilan permettant de mesurer « l'efficacité des procédures de sanction ». Il retient trois critères : l'effectivité, la rapidité et la remise en cause des décisions. Nous analyserons la jurisprudence au vu de ces trois critères et des nouvelles données dont nous disposons depuis 1997. De plus, nous proposerons un nouveau critère complémentaire pour évaluer l'efficacité dissuasive des sanctions prononcées.

II.3.1 L'effectivité de la sanction

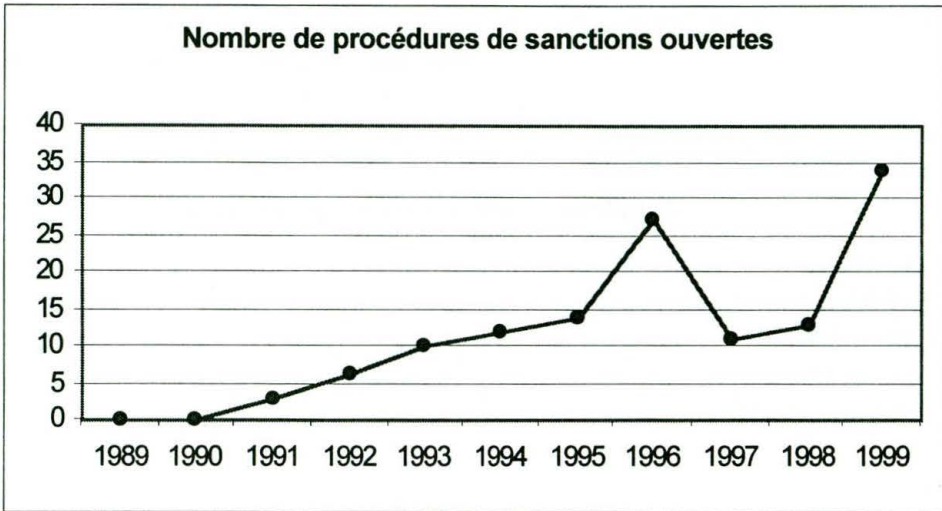
Les données statistiques disponibles concernent en réalité les sanctions prononcées entre 1991 (date de la première sanction prononcée par la COB) et 1999 (l'année 2000 fut particulière pour la COB puisque 31 procédures en cours ont été suspendues).

Sanctions prononcées par la COB

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Total
Total des sanctions prononcées	2	8	10	6	4	25	2	2	11	0	70
Fondement des sanctions prononcées											
Fausse information (règlement 90-02/98-07)	1	4	2	2	1	23			9		42
Manquement d'initié (règlement 90-08)	1	1	8	2	1	2		2			17
Manipulation de cours (règlement 90-04)		2					1				3
Abus de mandat (règlement 90-05)		1		1	1						3
SCPI (règlement 94-05)							1				1
Offres publiques et blocs de contrôle (règlement 89-03)				1	1				2		4
Types de personnes sanctionnées											
Emetteurs, personnes physiques	1	3	7	2	1	4	1	1	3		23
Emetteurs, personnes morales		4	2	3	1	21			3		34
Prestataires de services d'investissement, personnes morales	1			1	2		1		2		8
Prestataires de services d'investissement, personnes physiques		1									1
Autres, personnes physiques			1					1	2		4
Autres, personnes morales									1		1

Un total de 70 sanctions a été prononcé¹⁵², dont 60% relatives aux fausses informations (manquement au règlement 90-02) et 24% relatives au manquement d'initié. Le nombre de procédures de sanction ouvertes est passé de 2 en 1991 à 34 en 1999. Toutefois, il faut considérer que les chiffres élevés de 1999 relatent du nombre de procédures suspendues en attente de jugement.

¹⁵² Rapport annuel de la COB année 2000.

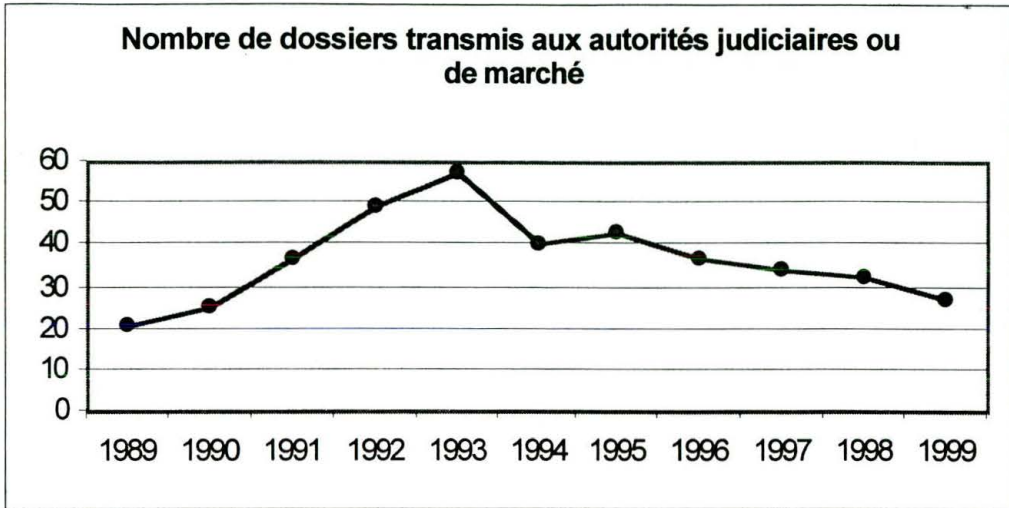


Au regard du détail des statistiques proposées, on remarque que la volatilité du nombre de sanctions prononcées ou ouvertes est très élevée. Concernant le nombre de procédures ouvertes, les années 1996 et 1999 sont caractérisées par des pics (respectivement 28 et 34) faisant référence à des dossiers importants¹⁵³. La plupart des années (1993, 94, 95, 97, 98) le nombre de procédures de sanctions ouvertes se situe entre 10 et 14. Concernant le nombre de sanctions prononcées, en 1991 seulement 2 sanctions ont été prononcées contre 25 en 1996 (il s'agit toujours pour 23 d'entre elles de l'affaire CIP/OURY). Si on exclut l'année 1996, 5.5 sanctions sont prononcées en moyenne par an. Comme une même affaire peut conduire à plusieurs condamnations¹⁵⁴, on peut considérer que le nombre d'affaires ayant donné lieu à condamnation des protagonistes se situe plutôt aux environs de 4 par an, tous manquements confondus. En outre, les personnes sanctionnées sont des émetteurs pour 80% et dans plus de la moitié des cas la personne morale a été sanctionnée.

Le nombre d'enquêtes décidées, rapportées ou en cours ont été multipliées par 1.3 en dix ans. Les années 91 à 95 ont été particulièrement fortes. Le rapport du nombre de sanctions sur le nombre d'enquêtes varie fortement selon les années et reste peu pertinent considérant la variabilité du nombre de sanctions annuelles. Une comparaison internationale aurait été intéressante, en particulier si on la rapporte à l'activité de la bourse, mais nous ne disposons pas à l'heure actuelle de ces données. De plus, la jurisprudence étrangère est exclusivement issue des tribunaux répressifs.

¹⁵³ Pour l'année 1996, 23 sanctions ont été prononcées dans le cadre de l'affaire CIP/OURY.

¹⁵⁴ En 1993, sur 8 condamnations pour délit d'initié, 7 sont intervenues dans le cadre de l'affaire Métrologie.



Entre 1984 et 1997, le total des condamnations par les tribunaux répressifs en matière boursière¹⁵⁵, d'épargne et de marchés est passé de 37 à 40, avec une importante chute dans l'intervalle¹⁵⁶. Avant 1989 (loi instituant la procédure de sanction de la COB), les condamnations pour délit d'initié, manipulation de cours, diffusion de fausse information et obstacle à la COB sont quasi inexistantes (12 condamnations au total dont 9 pour diffusion de fausse information). De plus, la moyenne du nombre total de condamnations a progressé de 27% suite aux réformes de 1989 (18 condamnations par an pour les 5 années antérieures à 1989 contre 22.875 pour les 8 années postérieures à 1989). Cette progression est très sensible pour les condamnations en matière de délit d'initié¹⁵⁷ et pour les infractions sur démarchage financier¹⁵⁸. S'agissant plus précisément du délit d'initié, celui-ci a fait l'objet d'une seule condamnation en 1997 soit le même chiffre qu'en 1984, avec toutefois une nette progression en 1991 (4 condamnations) et en 1993 (10 condamnations).

¹⁵⁵ Les infractions considérées par les statistiques du ministère sont plus nombreuses que celles comptabilisées dans les statistiques de la COB. Il s'agit : du délit d'initié, du délit de manipulation de cours, du délit de diffusion de fausse information, d'obstacle à la COB, d'infractions sur placement en bien divers, sur démarchage financier, sur les marchés et autres infractions comme l'appel public à l'épargne. Toutefois, la définition des manquements au règlement de la COB est assez large pour permettre la sanction de ce type d'infractions.

¹⁵⁶ Au plus bas, en 1987, seulement 8 condamnations ont été prononcées.

¹⁵⁷ Avant 1989, la moyenne est de 0.4 condamnation par an, alors qu'elle passe à 3.25 après 1989.

¹⁵⁸ 4.4 condamnations annuelles avant 1989 contre 11.125 après 1989.

Les infractions sanctionnées

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Infractions boursières, d'épargne et de marchés	37	14	19	8	12	11	9	26	26	20	25	19	18	40
Délit d'initié	1	0	1	0	0	0	1	4	2	10	3	2	3	1
Manipulation de cours	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
Diffusion de fausse information	2	3	2	1	1	0	1	1	1	1	2	4	1	2
Obstacle à la COB	0	0	0	0	1	0	0	0	0	1	0	2	4	1
Autres infractions : appel public à l'épargne	2	1	4	3	5	3	0	9	5	6	4	5	1	4
Infraction sur le placement en biens divers	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	0
Infraction sur démarchage financier	9	4	6	3	0	6	7	12	18	2	14	3	8	25
Infractions sur les marchés	23	6	6	1	5	1	0	0	0	0	1	2	1	6

Source : casier judiciaire

En tout état de cause, ces chiffres sont dérisoires au regard du nombre de condamnations pour infraction à la législation sur les sociétés (2826 condamnations par an en moyenne de 1984 à 1997 dont 1905 pour banqueroute) ou pour infraction fiscale et douanière (4120 condamnations par an en moyenne). Deux explications sont possibles, soit les infractions boursières, d'épargne et de marché sont rarement commises, soit elles sont particulièrement difficiles à détecter ; au vu de la technicité requise pour déceler ce type d'infractions, il semblerait plutôt que la deuxième explication soit la plus convaincante.

II.3.2 Les délais

La procédure de sanction des infractions boursières devant la COB est particulièrement rapide puisqu'elle dure de 6 à 12 mois. Entre les faits répréhensibles et la clôture de l'enquête, la durée moyenne est de 14 mois. Cette durée est portée à 20 mois si on ajoute la procédure de sanction. De plus le délai moyen écoulé entre la survenance des faits et le jugement de recours en appel est porté à 27 mois¹⁵⁹.

¹⁵⁹ Bulletin COB, N°313 de mai 1997.

Le délai de réponse pénale en matière délictuelle, tous contentieux confondus est lui de 9.1 mois. Toutefois, les infractions boursières sont jugées beaucoup moins rapidement. En effet, selon les chiffres du casier judiciaire, le délai de réponse pénale pour le délit d'initié est de 92,9 mois ce qui constitue le chiffre le plus élevé de toutes les infractions économiques et financières. La procédure de sanction de la COB en matière de manquement d'initié est alors en moyenne environ dix fois moins longue que la procédure des juridictions pénales. Le délai est porté à 86.7 mois pour la diffusion de fausses informations et à 22.9 mois pour la manipulation de cours.

Délai de réponse pénale en 1997

Délai moyen général	48,9
Infractions boursières, d'épargne et de marchés	56,0
infractions sur les marchés	32,9
infractions sur démarchage financier	69,6
délict d'initié	92,9
diffusion fausses informations	86,7
manipulation de cours	22,9
autres infractions : appel public à l'épargne	37,8
Délai de réponse pénale en matière délictuelle tous contentieux confondus	9,1

Source : casier judiciaire

La rapidité des procédures de la COB est la conséquence de la structure organisationnelle spécialisée de l'institution. La COB est organisée en différents services (dont le service de l'inspection et service juridique) qui ont chacun un rôle précis à jouer dans la répression. Lorsque des soupçons sont découverts concernant l'évolution d'un titre, le Président de la COB décide d'ouvrir une enquête. Les investigations permettent de recouper l'évolution du titre avec les agissements des investisseurs ; et en quelques mois, le service de l'inspection rend son rapport. Concernant la dernière procédure de sanction prononcée par la COB pour manquement d'initié, l'enquête (ouverte le 2 juin 2000) a duré six mois, puisque le 4 décembre 2000, le président de la COB nommait un rapporteur, chargé de notifier, s'il y a lieu, les griefs à la ou aux personnes concernées. Les observations des parties mises en examen ont été présentées le 8 février et le rapporteur a présenté son rapport le 24 avril 2001. La sanction a été prononcée le même jour, portant à moins de cinq mois, la durée de la procédure.

II.3.3. La remise en cause des décisions de sanction de la COB par les tribunaux judiciaires

Les personnes condamnées par la Commission peuvent demander un recours devant la cour d'appel pour contester la décision. Afin d'analyser les raisons d'une contestation par les tribunaux judiciaires des décisions de la COB, nous nous concentrons sur les condamnations prononcées pour atteinte au règlement 90-08. La jurisprudence en matière de manquement d'initié est composée de 18 affaires depuis 1991¹⁶⁰, dont 8 ont été contestées par les juridictions pénales.

II.3.3.1 Les décisions de cour d'appel

Le recours devant la cour d'appel permet de vérifier que les éléments constitutifs du manquement sont bien présents et que la proportionnalité de la sanction a été respectée.

- L'affaire VEV de 1991 a été contestée sur la forme.
- La décision COB du 21/07/98, concernant un avantage injustifié que l'administrateur, M. Debus, n'aurait pas obtenu dans le cadre normal du marché, a été annulée pour atteinte à la présomption d'innocence.

Trois décisions ont été réformées par rapport au montant de l'amende qui a été appliqué.

- Affaire Métrologie
 - Dans l'affaire Yves Saint Laurent, le jugement de Cour d'appel du 16/03/94 confirme la condamnation du dirigeant Bergé mais diminue la sanction de 3 millions à 1 million de francs. La cause du dégrèvement invoquée est que l'agent éprouvait des difficultés à céder sa participation et subissait des pressions de sa banque. En l'occurrence, ce jugement est le seul à notre connaissance pour lequel le montant de la sanction définie par la COB est supérieur à l'estimation du profit réalisé. La décision de la Cour d'appel porte alors le montant de la sanction à payer à un niveau inférieur à celui du profit réalisé.

¹⁶⁰ Voir tableau récapitulatif de la jurisprudence de la COB en Annexe 1.

- Dans l'affaire Welcom International/Wood, la sanction avait été portée à un montant d'un million de francs et la cour d'appel a réduit ce montant à 100 000 francs car l'écart des cours était modéré.

Au delà d'une contestation des décisions COB par les juridictions pénales, il faut comprendre que l'évaluation du montant de la sanction en matière de délit d'initié n'est pas prédéfinie. Seuls les montants maximaux sont spécifiés dans la loi, ce qui laisse libre appréciation aux autorités quant à la motivation du niveau de sanction choisi. C'est pourquoi, on ne peut pas réellement parler d'opposition entre la jurisprudence de la COB et celle des juridictions répressives lorsque aucune règle précise ne dicte le comportement des juges.

II.3.3.2. Les décisions de la Cour de Cassation

Trois arrêts de cour d'appel ont été annulés par un jugement en Cour de Cassation.

- Les ciments français
 - La Cour de cassation a renvoyé l'affaire Haddad devant la cour d'appel. En effet, le prévenu invoquait la liquidation de ses titres comme l'aboutissement d'une stratégie antérieure aux faits qui lui sont reprochés. La Cour de cassation a estimé que les précédentes décisions ne prenaient pas ce fait en compte et a ordonné que l'affaire soit rejugée. Toutefois, l'arrêt du 13 mai 1997 de la cour d'appel de Paris confirme les premières décisions en rejetant le recours de M. Haddad et en déboutant toutes ses demandes.
 - L'affaire Pariente (société Naf-Naf) a également été jugée deux fois par la Cour d'appel de Paris suite à une décision de la Cour de cassation. La décision COB du 05/09/96 condamne M. Pariente à 200 000F d'amende et la Cour d'appel rejette le recours de ce dernier dans son arrêt du 13/05/97. En jugeant l'appel recevable, la cour d'appel, dans son arrêt du 26/10/99 réforme le jugement en retenant le fait justificatif de ce que les informations confidentielles qu'il détenait n'ont pas été déterminantes des opérations réalisées.

La preuve du délit d'initié est particulièrement difficile à établir et une imprécision dans la définition de cette preuve peut conduire au rejet de certaines affaires. Toutefois, ce fait n'est pas caractéristique des infractions boursières.

II.3.4. L'effet dissuasif de la sanction

Les affaires antérieures à la loi « sécurité et transparence du marché financier » de 1989, jugées par les tribunaux répressifs, aboutissaient à des niveaux de sanctions inférieurs à 200 000F. Toutefois, plusieurs décisions ont conduit les autorités à imposer une amende dont le montant est supérieur au niveau de profit. D'autre part, les jugements sont pour la moitié des affaires accompagnés de peines de prison avec sursis. De manière générale, la jurisprudence du délit d'initié antérieure à 1989 concernait de petites affaires pour lesquelles les profits dégagés restaient inférieurs à 200 000F.

L'affaire Péchiney, qui a conduit les autorités à mettre en place les dispositions de la loi de 1989, porte sur des montants monétaires qui ont marqué les esprits. Toutefois, au vu de la jurisprudence actuelle, on peut considérer que des profits d'initiés se comptant en millions ne sont pas exceptionnels. Les sanctions encourues par ces délinquants doivent alors se calculer en proportion de la gravité de l'affaire.

Les sanctions monétaires¹⁶¹ encourues pour délit d'initié peuvent atteindre 10 millions de francs, ou le décuple des profits réalisés, sans toutefois que l'amende puisse être inférieure à ce même profit. Le manquement d'initié quant à lui est assorti du même montant maximal. Cependant, le règlement de la Commission ne prévoit pas que la sanction soit supérieure au montant du profit réalisé. « Le montant de la sanction pécuniaire doit être fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements » (Art 9-2 Ord de 1967).

La question s'est posée de savoir ce qu'il faut entendre par l'expression « lorsque des profits ont été réalisés ». Sur le terrain de l'article 10-1 de l'ordonnance de 1967, le tribunal correctionnel de Paris a jugé, le 3 décembre 1993, que « le profit, dans son acception comptable, s'entend de ce qui reste des recettes, tous frais déduits, tandis qu'il représente en économie, le revenu résiduel résultant de la différence entre les dépenses... et recettes

¹⁶¹ Les initiés encourrent également une peine de prison pouvant aller jusqu'à deux ans.

obtenues (Trésor de la langue française) ; que cette recette doit encore avoir été réalisée, c'est-à-dire convertie en argent par une vente (idem) ; que, dès lors, le profit réalisé implique l'encaissement d'une somme excédant le montant des dépenses exposées ». Le tribunal a ajouté que « l'on ne saurait assimiler à un profit réalisé la plus-value potentielle résultant de l'opération incriminée ; que s'oppose en effet à un raisonnement par analogie, d'une part, le principe de l'interprétation restrictive de la loi pénale, d'autre part, la nécessité que la peine soit exactement déterminée ; que tel ne serait pas le cas si l'on se référait à la plus-value, celle-ci variant selon que l'on choisit de la situer, au jour de l'achat des actions ou à la date de l'émission des titres échangés ». La solution a bien sûr vocation à être transposée en matière de manquement au règlement 90-08 [Ducouloux Favard, Rontchevsky, 1997, p. 139]. Ainsi, dès lors que le montant des profits n'est pas établi, le niveau de sanction imposé est laissé à la libre appréciation. Voyons comment la COB sanctionne le manquement d'initié.

L'analyse de la jurisprudence de la COB montre qu'en pratique, les sanctions pécuniaires imposées par la Commission sont largement plus lourdes que les sanctions imposées par les juridictions pénales avant 1989. En ce qui concerne la motivation du niveau de sanction imposé, on peut déduire de la jurisprudence, que l'opération réalisée, achat ou cession détermine la précision de la sanction imposée.

- Toutes les pratiques (3 au total : affaire Société Zodiac ; affaire Debus et affaire Caisse centrale de crédit coopératif), ayant permis la réalisation effective d'un profit, ont conduit à une décision de sanction d'un montant strictement égal au profit réalisé. Ces trois décisions concernent des affaires dans lesquelles des titres ont été achetés puis revendus à un prix bien supérieur grâce à l'information privilégiée dont disposaient les agents initiés.
- Les affaires portant sur des cessions d'actifs conduisent à une interprétation plus délicate puisque aucun profit n'est effectivement réalisé. La motivation de la décision est alors fondée sur le fait que les initiés ont profité d'un avantage injustifié pour éviter une moins-value. Le montant de la moins-value est rarement notifié dans la publication de la décision dans le bulletin COB¹⁶². Les montants des sanctions imposées suite à d'autres affaires

¹⁶² Seules deux décisions sont motivées par le montant de la moins-value évitée : 1) La décision du 13/09/94 : M. Fournier « évite une perte d'environ 75 300F » et sera condamné à une amende de 40 000F et 2) La décision du 15/12/98 : M. X « évite une moins-value de 17 000F et renforce sa réputation de gestionnaire ». Il sera condamné à une amende de 10 000F.

concernant des cessions d'actifs ne sont pas motivés. La comparaison de la jurisprudence de ces affaires ne permet alors pas de dégager une règle applicable au calcul de l'amende.

- De plus, certaines disparités peuvent être relevées dans les montants d'amendes imposés. L'affaire la plus frappante concerne la décision du 05/09/96 : l'administrateur a vendu 89 750 actions au cours de 320F. A publication des comptes (divulgarion de l'information privée au public) le cours a chuté de 32%, ce qui permet d'estimer la moins-value réalisée à 100F par titre. Au total, l'agent aurait économisé au minimum 8 975 000 francs. La décision a aujourd'hui été cassée par un arrêt de la cour d'appel de Paris du 26/10/99, sur le fait que l'information dont disposait la personne n'était pas pertinente pour anticiper la valeur du cours. Toujours est-il qu'en dehors du débat qui anime le fondement de la décision, le niveau de sanction imposé (200 000 francs) est largement inférieur à la moins-value réalisée et totalement disproportionné par rapport à d'autres décisions COB portant sur des cas similaires.
- Si on reprend la jurisprudence de l'affaire Métrologie, les disparités sont elles aussi frappantes. En effet, M. Haddad cède le 05/06/91 58 875 actions de sa société (le prix n'est malheureusement pas stipulé dans la notification de la décision). Respectant le principe de proportionnalité, il est condamné par la commission pour délit d'initié à une amende de 350 000 F. Dans la même affaire, un autre administrateur de la société, M. Fraiberger, cède entre le 16/05 et le 04/12/91 117 341 actions de la société, soit environ le double des titres de M. Haddad. Il sera condamné à 300 000 francs d'amende. Il semble incohérent que l'initié qui a vendu le plus de titres soit soumis à l'amende la plus basse si on considère qu'il s'agit de la même affaire. M. Fraiberger a étalé ses ventes sur plusieurs mois et a ainsi disposé de nouvelles informations pendant ce temps (en particulier en novembre 1991 où les pertes de la société sont annoncées exclusivement aux administrateurs). De ce fait, le délit d'initié est établi, porte sur de plus nombreux titres que pour M. Haddad, sur l'exploitation d'un plus grand nombre d'informations, mais sera sanctionné d'une amende inférieure. Comme la motivation du montant de la sanction imposée ne figure pas dans les décisions, il est possible qu'un autre élément ait créé des circonstances atténuantes à M. Fraiberger. Toutefois, en l'absence de cet élément éclairant, on peut considérer que la jurisprudence de la COB n'est pas homogène.

Au vu de ces différentes observations, on constate que ce n'est pas la dualité d'autorités (COB et tribunaux répressifs) qui crée une insécurité juridique quant à l'issue des procédures. Le problème trouve plutôt son fondement dans le fait que les autorités ne disposent pas d'éléments indicatifs sur le montant de la sanction qui doit être imposé, en particulier lorsque les initiés vendent leurs titres.

L'analyse économique du crime, dont les principaux résultats sont développés au chapitre III de ce rapport, donne des éléments de réponse. En effet, plusieurs constatations peuvent être formulées.

Les niveaux de sanction imposés ne suivent pas une règle homogène. L'absence de cette règle crée une incertitude autour de la sanction qui sera imposée et risque de diminuer l'effet dissuasif d'une telle sanction.

Les observations permettent de s'interroger sur l'effet dissuasif des sanctions imposées. Puisque le montant de la sanction est toujours inférieur ou égal à l'avantage injustifié obtenu, l'incitation à commettre l'infraction persiste. Le délinquant estime les gains qu'il va retirer de son action illicite, mais aussi les pertes qu'il encourt. Ces dernières incluent le niveau de sanction qu'il risque s'il est appréhendé. Ainsi, si le niveau de la sanction est toujours inférieur au niveau des gains réalisés, il n'existe aucun effet dissuasif induit par la sanction. La jurisprudence antérieure à l'affaire Péchiney est caractéristique d'un état d'esprit où de lourds niveaux d'amendes semblent excessifs. Toutefois, les niveaux d'amende imposés doivent toujours être rapportés au niveau des gains des criminels. En outre, la détection des initiés est particulièrement délicate de sorte que peu d'initiés sont appréhendés. La probabilité de détection est alors largement inférieure à 1 (et décroît encore lorsque persiste une insécurité procédurale). Ainsi, le niveau de dissuasion¹⁶³ reste inefficace puisqu'il se situe en deçà des gains réalisés par le délinquant.

Une réflexion sur l'effet dissuasif de la sanction doit prendre en compte l'ensemble des sanctions imposées. La condamnation à publication et le caractère pénal de la sanction accroissent en effet la désincitation à commettre le délit.

¹⁶³ Le niveau de dissuasion est entendu ici comme la probabilité de détection imposée par les autorités multipliée par le niveau de sanction encouru.

Les préjudices subis par les investisseurs non initiés et le préjudice au marché ne sont pas évoqués dans les décisions (que ce soit au niveau administratif ou au niveau répressif). Toutefois, le niveau de sanction imposée doit aussi tenir compte de ces niveaux de préjudice, il semblerait donc qu'il existe une inadéquation entre la pratique jurisprudentielle et la théorie économique. L'évaluation des préjudices améliorerait sensiblement l'analyse dans ce domaine et permettrait d'éclairer les autorités sur des règles de détermination des niveaux de sanction à imposer.

Annexe 1 : Jurisprudence de la COB en matière de délit d'initié de 1993 à 2001

Décision COB	Affaire	Initié	Motivation de la sanction	Montant de la sanction	Décision de cour d'appel (CA) ou de cour de Cassation (Cass)
24/06/93 M. X		Analyste financier	Ordre pour son compte ; bénéfice de 8 075 F	1F et licenciement	
20/04/93 M. Haddad	Métrieologie	PDG	Cède 58 875 actions	350 000 F	Ccass + CA du 13/05/97 confirme la décision
20/04/93 M. Fraiberger	Métrieologie	Administrateur	Cède 117 341 actions + 21 509 actions + 11 177 obligations	300 000 F	
20/04/93 M. Blaise	Métrieologie	Administrateur	Cède 4 075 actions	50 000 F	
20/04/93 M. Moulin	Métrieologie	Administrateur	Cède 22 600 actions	100 000 F	
20/04/93 M. Schwartzmann	Métrieologie	Administrateur	Cède 5 915 actions	50 000 F	
20/04/93 Société Friedland Investissement	Métrieologie	Personne morale	Cède 11 075 actions	100 000 F	
12/10/93 M. Bergé	Yves Saint Laurent	Administrateur	Cède 33 000 actions à 850 F et 2 000 actions à 835 F alors que le prix à divulgation de l'information est de 805 F	3 millions de Francs	CA diminue le niveau de la sanction à 1 million de francs
01/03/1994 Société Zodiac		Personne morale	Avantage injustifié de 1 141 000 Francs suite à l'achat de 5622 actions	1 141 000 Francs	CA confirme la décision
13/09/94 M. Fournier	Lyonnaise des eaux Dumez	Administrateur	Vente de 1200 titres à 460,75 F et cours à publication = 398 F créant un avantage 75300	40 000 Francs	Cession sur faible partie de son patrimoine
01/06/95 M. Wood	Welcom International			1 million de Francs	CA baisse l'amende à 100 000 F car l'écart de cours était modéré
09/07/96 M. Lesage	Sovabail / Sicomax	Président de la société Gestor Finance	Achat de 16 706 titres au prix moyen de 107F (cours à publication = 170F). D'où avantage de 1035 000F pour compte des clients de Gestor	250 000 F	CA confirme décision
05/09/96 M. Pariente	Naf Naf	Administrateur et directeur Général	Vente de 89750 actions au cours moyen de 320F A publication des comptes, chute du cours du titre de 32%	200 000 Francs	Ccass renvoie en cours d'appel qui relaxe le prévenu le 26/10/99
98 M. Debus	Brasserie Fischer	Fils du Président de la Brasserie Fischer	Plus-value de 6 968 958F (revente de titres à 46000F achetés 3 jours auparavant 5717F)	6 968 958 F	CA du 02/07/99 Annule la décision pour non respect de la présomption d'innocence
15/12/98 M. X			Evite une moins value de 17 000F	10 000 F	
24/04/2001	Caisse Centrale de Crédit Coopératif	Personne morale		1 768 870 F	CA confirme