

Chapitre 10

Problème de construction juridique et judiciaire du profit légitime : le cas du délit d'initié

Nicole de Montricher (CERSA CNRS) et Pierre Lascoumes (CEVIPOF CNRS)

*Publié dans Benoît Garnot (dir.), Justice et argent : les crimes et les peines pécuniaires du
XIIIe au XXe siècle, Dijon, Éditions universitaires de Dijon, 2005, pp. 117-129*

Le délit d'initié, utilisation abusive d'informations privilégiées en matière boursière, présente un intérêt tout particulier pour éclairer les relations qu'entretient « la justice », matérialisée par les autorités de régulation et « l'argent », figuré par les profits économiques. Il s'agit, en effet, d'un domaine marqué de très fortes incertitudes tant sur la qualification que sur les preuves de la fraude. Concrètement, la capacité des autorités publiques à déterminer les seuils qui distinguent le profit légitime du profit illégitime relève d'un délicat travail de construction conceptuelle et matérielle dont l'objet est de déterminer les conditions dans lesquelles une information confidentielle a été obtenue et utilisée en contradiction avec le principe de l'égalité d'accès au marché¹. Le problème a été formulé pour la première fois dans les années 1930 aux USA où, après la dépression et le crash de la bourse en 1929, un mouvement d'opinion avait réclamé l'intervention des pouvoirs publics pour encadrer les activités du milieu des affaires². En France, c'est à partir de la fin des années 1960 que la question commence à être posée. Lorsque le gouvernement entreprit de moderniser l'économie, l'un des axes de son intervention fût le développement de l'actionnariat populaire dans le cadre de la politique gaulliste de participation des salariés. Ainsi, la régulation des pratiques boursières déloyales relève d'un ensemble de mesures destinées à favoriser la relance de l'activité des entreprises. C'est dans ces conditions qu'en 1967 a été créée la Commission des opérations de bourse (COB) dont les moyens d'action ont été progressivement accrus. Depuis 1970 elle dispose, en particulier, de compétences

¹ Les informations qui figurent dans cette communication s'appuient sur les résultats d'une enquête effectuée en 2000 et 2001 à la Commission des opérations de bourse (COB) et au parquet financier de Paris. Voir : P.Lascoumes, N.de Montricher « Ombres et lumières sur l'information boursière, repérage et poursuite des délits d'initiés », Cevipof Sciences-po, Cersa Paris2 – Convention IHESI, novembre 2003.

² Securities Act de 1933 et Securities Exchange Act de 1934. Ces textes créent la Securities and Exchange Commission (SEC) ainsi que le délit d'initié. Voir : A.Tunc « Le contrôle fédéral des sociétés par actions aux

répressives³. Récemment, le vote de la loi du 1^{er} août 2003 sur la Sécurité financière indique au moins symboliquement une nouvelle étape dans le processus du renforcement des capacités de contrôle. Ce texte organise en effet le regroupement de trois organismes de surveillance au sein d'une Autorité des marchés financiers (AMF)⁴.

Sur le fond, le délit d'initié est défini dans une ordonnance du 28 septembre 1967 qui condamne les avantages financiers acquis à la faveur d'une atteinte à la transparence du marché boursier. Selon cette catégorisation, le profit est réputé illégitime parce qu'il a été obtenu dans des conditions déloyales, certains intervenants ont bénéficié d'une information dont les autres ne disposaient pas. Depuis cette époque, les mécanismes de la répression ont été diversifiés. Aujourd'hui on distingue le « délit d'initié », infraction pénale qui réprime une atteinte à l'ordre public économique, du « manquement d'initié », faute professionnelle sanctionnée administrativement par l'Autorité des marchés financiers. La principale difficulté à laquelle se heurtent les autorités publiques vient de ce que le comportement manifeste de l'initié est similaire à celui de l'investisseur ordinaire ; ce qui les distingue est exclusivement l'élément moral, l'initié sait, en effet, qu'il peut soudainement gagner des sommes importantes ou qu'il peut éviter d'en perdre. C'est pourquoi les conditions dans lesquelles s'opère la distinction entre fraudeur et spéculateur présente un grand intérêt du point de vue des relations entre « la justice » et « l'argent » car à cette occasion les autorités de contrôle doivent délimiter des bornes qui séparent l'enrichissement licite de celui qui ne l'est pas.

Les incertitudes liées à la régulation s'organisent autour de deux pôles, la qualification et la preuve. En ce qui concerne la qualification tout d'abord, le problème se résume à la manière dont une pratique financière peut être caractérisée en tant que manquement d'initié, voire en tant que délit d'initié. Comment passe-t-on d'une activité boursière à un comportement sanctionnable administrativement ou pénalement ? En trente ans le périmètre des acteurs susceptibles d'être concernés s'est beaucoup élargi. Le premier cercle comprend les dirigeants qui utilisent une information liée à leur activité de chef d'entreprise. Puis à ce groupe a été ajouté celui des personnes qui recueillent des informations protégées dans le cadre de leurs fonctions professionnelles (banquier, avocat d'affaire, etc.). Enfin, sont également l'objet de poursuites les individus qui reçoivent du premier cercle des informations

USA », *Revue trimestrielle de droit commercial*, 1952 : 255-309 ; S.P.Shapiro, *Waywards Capitalists : target of the Securities and Exchange Commission*, Yale, Yale University Studies, 1984.

³ Y. Guyon « Le rôle de la COB dans l'évolution du droit des sociétés commerciales », *Revue trimestrielle de droit commercial*, 1975 (3) : 447-467 ; P. Lascoumes, « La COB entre magistrature économique et gestion du droit des affaires », *Déviante et Société*, 1985 (1) : 1-30. B.A. Rider, « The control of insider trading, smoke and mirrors », *Journal of financial Crime*, 1992 (3): 227-250.

qu'ils font prospérer pour eux-mêmes et/ou pour leurs informateurs. Le second pôle d'incertitude concerne les questions relatives à la preuve. Il appartient aux enquêtes administratives et policières ainsi qu'à la procédure d'instruction de réunir les éléments nécessaires à l'établissement d'un lien entre les faits recueillis et les éléments constitutifs de l'infraction, c'est-à-dire la qualité d'initié, l'existence d'une information « privilégiée » et la conscience de son caractère illicite. La confrontation des éléments matériels avec la règle juridique se poursuit devant le tribunal où la robustesse de la démonstration est vérifiée. L'opération de justification est toutefois particulièrement difficile à réaliser dans la mesure où il s'agit souvent de trouver des indices profondément immergés dans les activités ordinaires des acteurs impliqués⁵, or ces derniers fondent leur vie professionnelle sur des principes pragmatiques de préférence à des critères légalistes.

L'intérêt spécifique de la répression du délit d'initié concerne les conditions dans lesquelles les régulateurs contrôlent la circulation de l'information et les modalités de la prise de décision dans un secteur qui relève du « secret des affaires » et de la libre disposition de la propriété. Pour éclairer la façon dont est résolu ce conflit normatif nous allons d'abord présenter quelques remarques générales sur la question de l'éthique du profit, c'est à dire sur la pluralité des critères permettant de définir ce qui est considéré comme un « profit légitime ». Ensuite nous pourrions analyser les conditions dans lesquelles, au-delà des oppositions et des motivations de chacun, une interprétation du comportement de l'investisseur est finalement retenue pour caractériser le bénéfice qu'il a réalisé.

Ethique du profit et conflit normatif

On connaît depuis Max Weber l'importance des perceptions et pratiques économiques dans l'orientation politique des sociétés contemporaines. Les travaux d'historiens portant sur le Moyen Age ont confirmé cette approche en montrant l'impact du développement des activités marchandes aussi bien sur les croyances religieuses que sur les liens sociaux. Ainsi la définition de ce qui constitue un profit légitime est depuis longtemps une source de débats, allant des controverses théologiques sur l'usure jusqu'à la théorie libérale sur la rémunération

⁴ La COB, le Conseil des marchés financiers autorité professionnelle (CMF) et le Conseil de discipline et de gestion financière (CDGF).

⁵ Un troisième axe d'incertitude et de débat porte sur les possibilités de cumul des sanctions administratives et judiciaires qui constituent la « double peine des délits d'initiés ». Mais cette dimension est en dehors de l'objet précis de ce chapitre.

du risque pris⁶. Toute la question est de savoir à quelle conception du profit légitime se réfèrent aussi bien les textes législatifs que les représentations des acteurs en charge de la régulation des activités économiques. Des travaux récents sur les valeurs éthiques des dirigeants confirment la complexité du registre normatif en ce domaine⁷.

Les théologiens catholiques ont été les premiers à offrir une formulation du profit légitime au XIV^e siècle pour surmonter la contradiction entre la condamnation religieuse des pratiques marchandes et la nécessité de permettre à la bourgeoisie d'échapper à la menace de damnation. L'invention du Purgatoire est typique de ce mouvement qui garantit une issue aux marchands et aux usuriers⁸. Plus largement une distinction est introduite entre le *negotium* et les opérations effectuées *ex cupiditate*. C'est l'utilité publique, et plus particulièrement la mise en circulation des biens, qui légitime le commerce et sa rémunération. Werner Sombart estime que c'est en Italie au XV^e siècle que s'est le mieux stabilisée « la distinction bourgeoise » qui combine quatre attitudes : une conduite économique raisonnée, un esprit d'épargne, une tempérance et une loyauté envers les pairs⁹.

Une deuxième mode de raisonnement apparaît avec le mouvement de réforme religieuse du XVI^e siècle. Ce qui deviendra l'éthique protestante du capitalisme concilie le désir de profit avec une forte discipline rationnelle des conduites. L'aventure, la conquête, la spéculation sont réprochées alors que sont valorisées l'accumulation, l'épargne et la jouissance matérielle minimale.

Une troisième forme de perception intervient durant le XIX^e siècle avec les Saint-Simoniens qui s'attachent à séparer l'économique du religieux pour trouver un critère laïque de la légitimité du profit. Leur réflexion abandonne le mode de raisonnement et les clivages antérieurs qui chacun à leur façon opposaient le licite à l'illicite, pour lui substituer la distinction entre bénéfice productif et improductif qui recouvre en partie la différence entre altruiste et égoïste. Tout enrichissement, même spéculatif, sera considéré comme acceptable à condition qu'il contribue au dynamisme économique tandis que les avantages purement égoïstes se voient condamnés. L'oisif et le joueur sont particulièrement stigmatisés.

Une quatrième conception intervient au début du XX^e siècle, introduite par les théories économiques néoclassiques, comme celles de Adam Smith et J.Stuart Mill. Ils entendent

⁶ P. Lascaumes, « L'éthique du profit », *Les affaires ou l'art de l'ombre*, Le Centurion, 1986, pp.73-79 ; *Elites irrégulières*, essai sur les délinquances d'affaire, Gallimard, 1997, chap 3, pp.113 – 133.

⁷ N. Guilhot, *Financiers philanthropes, vocations éthiques et reproduction du capital à Wall street depuis 1970*, Raisons d'Agir, 2004.

⁸ J. Le Goff, « Métiers licites et illicites », *Pour un autre Moyen Age*, Paris, Gallimard 1977, pp. 91 – 107. et *La naissance du purgatoire*, Paris, Gallimard, 1981.

détacher leurs analyses de tout débat moral. Pour eux le profit est une notion technique, tout comme l'épargne, la production ou la consommation. Par conséquent il ne s'agit pas d'un excédent plus ou moins discutable comme dans les trois approches précédentes, c'est la rémunération du risque pris. Dans ce sens c'est également un élément clef de la croissance économique et à ce titre il devient chez John M. Keynes « efficacité marginale du capital ». Des auteurs plus récents, comme Charles F. Knight, mettent l'accent sur l'importance de l'incertitude en économie. Pour eux, le profit constitue la rémunération du risque non-assurable et c'est une source de motivation pour le dirigeant.

Ces quatre expressions du profit éthique ou valorisé sont apparues de façon successive, mais elles ne se substituent pas les unes aux autres. Elles se sont plutôt superposées et elles proposent aujourd'hui un répertoire disponible pour qualifier des situations diverses de conflit normatif lié aux activités économiques. Cependant, l'application de cette grille de critères suscite une appréciation ambivalente. En effet, les constructions d'inspiration religieuse conduisent à réprover dans tous les cas l'utilisation spéculative d'informations privilégiées. Elle est toujours illégitime parce que le gain recherché n'est pas « juste et utile » et il ne contribue ni à la circulation des richesses ni au bien commun. Il ne relève pas non plus du modèle « ascétique » car il révèle une conduite adoptée sans discipline rationnelle. Si l'on se réfère aux conceptions plus modernes, l'ambiguïté normative se renforce. La référence au « profit productif », conduit à réprover l'action de l'initié si elle est comprise comme égoïste, liée à un comportement de joueur. Mais s'il s'agit d'une spéculation effectuée en faveur d'une entreprise ou de son personnel, ou encore si l'auteur est un professionnel du marché (*trader*), le blâme est beaucoup moins clair. Il devient même tout à fait problématique selon la quatrième interprétation qui considère au contraire l'utilisation judicieuse de toutes les informations accessibles comme constituant le comportement souhaitable. Le profit dégagé est alors perçu comme rémunérant l'innovation et le risque.

Aux USA un débat est engagé pour savoir si des employés peuvent vendre ou acheter des actions de leur propre entreprise, en disposant par conséquent d'informations spécifiques sur ses perspectives d'avenir. Un membre de la SEC, Thomas Newkirk, a inventorié les arguments qui sont proposés en faveur de la suppression du délit d'initié¹⁰. Les représentants de ce point de vue considèrent que ce serait une juste rétribution pour les employés, qu'elle permettrait de verser des salaires moins importants au personnel et de mieux gratifier les

⁹ W. Sombart, *Le bourgeois*, Paris, Payot, 1966, P.104

¹⁰ Discours prononcé le 19 septembre 1998 à l'occasion du 16^e Symposium sur le crime économique, Jesus College, Cambridge, UK.

actionnaires, enfin qu'il s'agirait d'une incitation à la créativité à cause des espoirs de bénéfices importants si une invention a du succès. Les adeptes de ce mode de raisonnement estiment par ailleurs que la définition un peu floue de l'infraction pénalise de façon déloyale les entrepreneurs dont le comportement se situe à la limite de la légalité et qu'elle avantage le conformisme des autres. Dernier point, la réglementation est critiquée parce qu'elle conduirait les analystes à craindre les conséquences des « dialogues constructifs » avec les dirigeants d'entreprises.

On le voit, le fondement axiologique du délit d'initié prête à débat. Certes, les législations française et européenne maintiennent fortement l'illégitimité de ce type de pratique. Mais la situation est naturellement très différente du côté des acteurs économiques et financiers. L'analyse transversale d'une série de cas va nous permettre de montrer dans quelles conditions se réalise la confrontation des logiques entre acteurs économiques et acteurs de la régulation, étant entendu qu'aucun de ces deux groupes n'est homogène. En particulier le contrôle sur la légitimité du profit est exercé de deux manières, par une instance professionnelle, l'AMF, qui apprécie la déontologie du comportement des acteurs, et par un tribunal pénal qui évalue l'atteinte à l'ordre public économique. Au cours des années 90, plusieurs affaires ont montré l'ambiguïté de l'articulation entre intérêt public et privé par le biais du conflit entre profit boursier légal et illégal.

Logique des acteurs économiques

Les acteurs économiques contribuent directement à la création de la richesse nationale au moyen des bénéfices qu'ils réalisent et qui sont soit appropriés, soit réinvestis. Leur expertise repose sur la recherche d'un équilibre tenable entre la prise de risque comme base de l'innovation et la réduction des aléas pour éviter les échecs commerciaux et financiers. Il s'agit par conséquent d'une logique d'action fondée sur l'anticipation dans le cadre d'une quête d'information dont la pertinence est déterminante pour l'action. A cet égard, l'homme d'affaires doit en permanence équilibrer la recherche de l'enrichissement individuel à court terme, qui autorise une interprétation extensive de sa liberté de négociation des titres, et le respect du bénéfice collectif à plus long terme qui impose l'obéissance aux règles pour garantir la loyauté du marché. Entre ces deux extrêmes, les acteurs économiques tentent de faire admettre leur point de vue aux instances de contrôle.

Ils y parviennent plus facilement lorsque leur qualité de « professionnel de la bourse » contribue à la confusion des critères qui marquent les limites entre une activité experte et une fraude. Dans l'affaire Pechiney par exemple, une série de délits d'initiés avaient été commis à l'occasion de l'achat de la firme américaine Triangle par l'entreprise publique française Pechiney. Le dossier a été transmis à la justice par la COB¹¹. Un premier acteur, Marsan, n'a pas été poursuivi parce que son profit a d'emblée été qualifié de « légitime ». Il s'agit d'un *trader* professionnel qui, entrant dans un restaurant proche de son lieu de travail, entend par hasard une conversation dans laquelle est mentionnée l'imminence d'une grosse opération d'achat à l'étranger. L'intéressé saisit une information anonyme qu'il interprète et utilise à la lumière de sa propre compétence. Dans ces conditions la plus-value réalisée est qualifiée de parfaitement licite¹² pour deux raisons : d'une part le lien avec les entreprises Pechiney ou Triangle ne peut pas être établi et d'autre part c'est bien son expertise qui permet à Marsan de traduire l'information, le risque pris est suffisant pour assurer au bénéficiaire sa légalité.

Un autre acteur, Zavala, présente un intérêt particulier parce que la qualification d'« initié » lui avait été attribuée en première instance, puis elle a été modifiée en appel. C'est un *trader* qui n'a pas réalisé de profit direct, mais il a permis à d'autres personnes de s'enrichir considérablement. La légitimité de son intervention était contestée par les premiers juges en raison des conditions dans lesquelles il avait été conduit à conseiller l'achat des titres : un de ses collègues et ami travaillant dans une société de bourse à Londres l'avait informé de l'achat massif de titres Triangle par des hommes d'affaires « qui disposaient de relations dans les domaines politique et financier ». Les premiers juges ont estimé que Zavala avait donné à son client un conseil d'investissement « sans risque », donc illicite. La cour d'appel a décidé qu'il s'agissait au contraire du comportement normal d'un bon analyste des titres américains qui a su décoder les données du marché, à savoir l'existence d'un ordre important. Ces deux exemples montrent l'incertitude de la distinction entre le licite et l'illicite. La limite entre le savoir faire professionnel, qui réduit le risque, et la fraude qui le supprime, se caractérise en effet par une gradation des situations et non par une rupture franche.

Le principe de la libre disposition de la propriété tend également à brouiller la définition du profit légitime. L'affaire Pariente éclaire particulièrement bien les hésitations des instances de contrôle. Deux frères créent une société en 1980 et l'introduisent en bourse

¹¹ Plusieurs décisions sont intervenues : en première instance le 29 septembre 1993, en appel le 6 juillet 1994 et en cassation le 26 octobre 1995.

en 1993. Les documents publics du mois d'août 1994 sont très optimistes, mais les résultats annoncés en décembre s'avèrent mauvais. On découvre alors que l'un des cofondateurs a vendu des titres entre fin novembre et fin décembre, effectuant une plus-value. La COB repère l'opération et considère que le profit est illégal parce que l'intéressé a cédé ses titres alors que, contrairement au public, il connaissait la situation dégradée de son entreprise. La qualification repose sur l'objectivité des faits matériels : un chef d'entreprise a vendu ses titres sans aucun aléa pour éviter une perte. Il est condamné à une sanction pécuniaire qu'il conteste. Saisi par le procureur de la République qui analyse le comportement de l'homme d'affaires comme contraire au droit pénal, le tribunal de grande instance de Paris alourdit la peine. Mais la cour d'appel prononce la relaxe, estimant que la conduite du chef d'entreprise est légitime parce qu'elle concerne une société dont le capital est principalement détenu par une même famille ce qui lui donne un caractère spécifique, très proche d'un bien totalement privé. Alors qu'un tel comportement serait critiquable dans une entreprise dont les actions sont largement diffusées dans le public, les bénéfices réalisés par ce dirigeant sont licites car il est fondé à gérer les valeurs mobilières de son patrimoine au mieux de ses intérêts¹³.

De même, lorsqu'un entrepreneur peut faire état d'une brillante réussite individuelle l'incertitude de la séparation entre légalité et illégalité augmente. Deux dirigeants d'une société en commandite par actions, Pierre Bergé et Yves Saint-Laurent, ont vendu des actions de leur groupe avant que de mauvais résultats soient connus du public. La COB, dont la décision est confirmée par la cour d'appel et la Cour de cassation, décide qu'il y a eu faute professionnelle car les faits matériels qu'elle établit montrent que ces hommes d'affaire sont intervenus alors qu'ils disposaient d'informations certaines concernant des pertes futures. Ce raisonnement s'appuie sur l'analyse des normes de loyauté qui s'imposent à l'intérieur d'une entreprise dans les relations entre la direction et les actionnaires. En revanche le juge d'instruction, saisi par le procureur de la République, s'appuie sur des arguments techniques pour dire que ce profit est légitime au regard de l'ordre public économique et il rend une ordonnance de non-lieu. La difficulté de construire un raisonnement qui, tout en rétribuant le succès industriel, assure la transparence du marché boursier apparaît clairement ici. En effet toutes les décisions prises, y compris celles qui prononcent une sanction, sous-entendent que dans les circonstances de l'espèce le profit est fautif mais légitime parce que la réussite

¹² Il en irait sans doute différemment aujourd'hui parce que la loi du 15 novembre 2001 a considérablement étendu la définition de l'« initié ».

¹³ « On ne saurait interdire au dirigeant d'une société familiale, qu'il a contribué à constituer et à développer, de gérer sans fraude les valeurs mobilières de ce patrimoine au mieux de ses intérêts au seul motif que les informations qu'il tient de ses fonctions ne sont pas encore publiées. »

spectaculaire de l'entreprise résulte du travail novateur de deux hommes qui, aujourd'hui, se trouvent sous la pression de leur banque pour apurer une situation personnelle gravement débitrice.

C'est donc toujours à la lumière du contexte que s'interprètent les intentions des hommes d'affaires. Or leur réussite professionnelle est fondée sur la réalisation de plus-values grâce à la réduction des risques. Dans cette perspective, un bénéfice est toujours licite. Comme le proclament certains entrepreneurs : les criminels sont les régulateurs qui entravent la liberté d'action des producteurs de richesses. D'ailleurs la plupart des opérations de fusion - acquisition sont précédées de mouvements « anormaux » sur le titre concerné. Ainsi, certains interviennent dans les mêmes conditions qu'un « joueur » pour qui la chance consiste à ne pas être repéré lorsqu'il triche. Bien que beaucoup de ces infractions restent impunies, on peut citer quelques cas repérés. Au mois d'octobre 2000, par exemple, un administrateur de la société Rizzoli Corriere della Serra, Claudio Calabi, achète des actions Flammarion au moment même où il négocie la fusion des deux sociétés. Deux ans plus tard, la COB le condamne à une amende de 600 000€ De la même façon, mais réalisant une avancée supplémentaire dans l'organisation de la fraude, la presse a rapporté que Claude Cherki, PDG des éditions du Seuil, avait obtenu des profits considérables en spéculant sur le titre de son entreprise lors de son rachat par le groupe La Martinière, alors que ses salariés avaient été convaincus de vendre leurs actions deux ans auparavant¹⁴. Dans la même catégorie que celle des intervenants plus ou moins « tricheurs » on peut mentionner également les individus qui, bien conseillés par des juristes, opèrent à la faveur de l'incertitude des règles.

L'ambiguïté des normes a été attestée par la COB qui, dans l'affaire Société générale, a estimé que le droit ne permettait pas de tracer une frontière précise entre le licite et l'illicite¹⁵. Dans ces conditions les acteurs économiques saisissent souvent la ressource que constitue la règle de droit pour réaliser des bénéfices qui seront reconnus comme légaux si les autorités de contrôle ne parviennent pas à déterminer le caractère infractionnel de leur comportement.

Logique des contrôleurs

¹⁴ La valeur retenue pour la vente est 97€ en 2004, alors que les ventes de 2002 ont été conclues à 18€

¹⁵ Des personnes contactées lors d'un tour de table avaient refusé de participer au raid contre la Société générale, mais elles avaient spéculé sur le titre.

Les autorités de contrôle disposent de peu de moyens pour décider de la légitimité d'un profit. Elles se heurtent en effet à deux difficultés, d'abord la faible visibilité du délit et son repérage aléatoire, mais aussi l'incertitude persistante quant à la rationalité professionnelle ou pénale qui sous-tend les poursuites.

La découverte des plus-values illégales demande un gros travail d'expertise et elle impose la mise en œuvre de moyens importants. Depuis 1998 la COB dispose d'un « système de suivi des marchés financiers » (SMF) automatisé qui exploite une base de données des activités du marché depuis 1989. Le détail des transactions réalisées sur les valeurs cotées est enregistré quotidiennement et un « contrôle en différé » détecte les anomalies par référence à l'évolution du cours dans les derniers mois. Cette observation systématique est complétée par une méthode empirique d'analyse quotidienne du marché. Il s'agit d'un mécanisme extrêmement complexe et sophistiqué dont l'apport est nécessaire mais insuffisant car il ne permet de repérer que des irrégularités statistiques, à l'exclusion de toute information concernant la légalité des échanges. A cet égard, l'internationalisation a rendu plus incertaine encore la recherche des interventions qui ne sont pas conformes au droit, la coopération internationale peine à être concrétisée. C'est cependant de cette manière qu'ont été découverts les profits illégaux réalisés dans le cadre de l'affaire Péchiney. Comme les négociations avaient eu lieu sur la bourse de New York, c'est la *Securities and Exchange Commission* qui en a été avertie et qui a alerté la COB, lui indiquant qu'elle remarquait des mouvements anormaux sur le titre Triangle à partir d'ordres émis de France. Depuis cette date¹⁶, les deux institutions coopèrent régulièrement. Mais avec d'autres pays il n'en va pas de même. D'une façon générale, comme c'est la norme en matière pénale, la moitié des enquêtes diligentées sont signalées par une dénonciation qui émane du milieu des acteurs économiques eux-mêmes. Toute la question est de savoir qui a le pouvoir et la légitimité de parler au nom des actionnaires¹⁷. Dans l'affaire des Ciments belges¹⁸, par exemple, c'est une société de courtage luxembourgeoise, Petercam, qui en octobre 1990 a saisi la commission bancaire et financière belge au nom des intérêts des actionnaires minoritaires dont elle gérait les titres. Ceux-ci s'estimaient lésés par les conditions dans lesquelles la société des Ciments français avait acheté les Ciments belges. La commission bancaire belge a saisi la COB. C'est de même une

¹⁶ Décembre 1988.

¹⁷ Il semble néanmoins que cette source d'information soit suffisamment pertinente pour que les autorités américaines aient décidé, par une loi du mois de mai 1988, de rémunérer ces « *whistleblowers* », informateurs-révélateurs, sur les sommes récupérées par les amendes.

¹⁸ Les faits se sont produits en 1990. Le 22 septembre 2000 le juge prononce des relaxes.

société de bourse qui, dans l'affaire Bergé, a signalé une animation inhabituelle sur le titre YSL à la fin de l'été 1992.

Par ailleurs la question de la preuve demeure d'une très grande actualité car la sophistication et la multiplication des moyens de dissimulation augmentent plus rapidement que les ressources dont disposent les autorités de contrôle. En effet, parce que le délit d'initié est conçu comme une atteinte à l'ordre public économique, sa poursuite est principalement confiée aux juridictions pénales. Cette option induit des difficultés considérables en matière de définition et de justification de l'infraction puisque ce droit est d'interprétation stricte. Face à l'inventivité des fraudeurs, les instruments du juge sont impuissants. Comme le montrent les exemples concrets, la plupart du temps l'enquête fait apparaître un spéculateur plus avisé que les autres et les moyens manquent pour établir le contraire. C'est ce qu'enseigne l'affaire Léoni, qui est emblématique de ce point de vue. Il s'agit d'un homme d'affaires français installé en Suisse d'où il fait fructifier son capital grâce à des opérations boursières. En 1996 il réalise des profits énormes à l'occasion de l'offre publique d'échange entre AXA et UAP. Ayant repéré ces faits, la COB estime que seule l'utilisation d'une information privilégiée fournirait une explication plausible au caractère « systématiquement gagnant » des opérations. Toutefois, le refus de coopérer joue en faveur du suspect et, ne disposant d'aucun élément pour démontrer que le profit n'était dû ni au hasard ni à une bonne connaissance du marché, le procureur de la République propose un non-lieu. Effectivement dans ce type d'affaire les faits matériels sont, la plupart du temps, discontinus et hétéroclites, ce qui rend leur assemblage délicat.

A cet égard, la distinction entre autorités administrative, civile et pénale est décisive. En effet, l'enquête apporte au moins des indices relatifs aux liens avec l'entreprise ou aux relations d'affaires, aux liens amicaux ou aux entretiens téléphoniques, etc. Toutefois le réseau comprend souvent des sociétés ou des fonds localisés dans des pays où la coopération avec la justice est difficile (Suisse, Luxembourg, Hollande). A partir des informations ainsi recueillies, la COB travaille sur la base de procédures administratives qui l'autorisent à relier plus facilement les faits entre eux, par induction à partir de leur observation. La juridiction pénale au contraire est contrainte par la nature des textes qu'elle applique et elle ne peut procéder que par déduction en fonction des preuves matérielles. C'est pourquoi les conditions dans lesquelles l'instance chargée du contrôle est habilitée à construire sa conviction constituent un enjeu central.

Or la qualification juridique ne découle pas mécaniquement des faits matériels mais du processus qui conduit à leur production. Le juge doit, par exemple, distinguer une opération

professionnelle décidée à partir d'une rumeur ou d'une connaissance du marché et une intervention « initiée » fondée sur l'utilisation d'informations confidentielles. Il doit de plus, pour établir l'illégalité du profit, qualifier la motivation du spéculateur. Or la vie des affaires enseigne que nombre de projets sont évoqués mais peu d'entre eux se réalisent effectivement, ce qui rend mouvante la frontière entre une information initiée, une intention spéculative, ou bien encore le « suivisme » d'un autre opérateur. Cette incertitude explique que la COB ait beaucoup hésité avant d'ouvrir une enquête dans l'affaire Société générale par exemple. Dans ce dossier, une société anonyme créée à cet effet, la SIGP¹⁹, tente un « raid » sur la première banque privatisée en France. On découvre par la suite que plusieurs personnalités ont refusé de participer mais ont acheté des titres. Face à cette situation, le juge dispose de peu de moyens pour contester la légalité des profits recueillis. En effet, la date à partir de laquelle la décision d'intervenir devient certaine est difficile à fixer puisque le montage du projet a exigé de nombreux « tours de table ». De plus il est légitime pour des hommes d'affaires avertis de spéculer sur le titre d'une entreprise récemment privatisée. Enfin à partir du moment où la SGIP commence à procéder au ramassage des actions, on doit considérer que l'information émane du marché. En bref, les acteurs économiques agissent rapidement en fonction des hasards de leurs rencontres et en saisissant les opportunités du marché pour réaliser des profits. Face à cette souplesse que sous tend une logique du résultat, les contrôleurs sont contraints par les normes strictes de définition et de preuve de l'infraction. Celles-ci ne leur permettent pas toujours d'établir le caractère illégal d'un profit dont la légitimité leur semble pourtant contestable à la lumière d'une pluralité d'indices laissant supposer que le critère du risque manque.

Conclusion

Les principales difficultés relatives à la distinction entre profit légitime et illégitime proviennent des interprétations différentes des activités et intentions des acteurs économiques ; c'est en effet à ce niveau que se manifestent directement les conflits normatifs entre la logique des financiers et celle des régulateurs. Jusqu'à présent l'articulation entre ces deux mondes s'est réalisée au moyen du « délit d'initié », infraction pénale qui est difficile à manier parce que les affaires criminelles relèvent d'une interprétation stricte de la norme. De plus, en

¹⁹ Société immobilière de gestion et de participation.

matière boursière, la fraude n'est pas fondamentalement distincte matériellement de l'activité légale. C'est ce qui explique le développement des autorités administratives indépendantes dont bien des observateurs estiment qu'elles interviennent de façon beaucoup plus efficace que les juridictions pénales pour clarifier le comportement et les buts des acteurs économiques à la lumière d'une conception du profit légitime qui équilibre les intérêts des investisseurs et ceux de la bourse.

La grille de lecture établie à partir des diverses conceptions de l'éthique du profit montre ses limites. Il apparaît finalement qu'elle est difficilement utilisable pour la construction judiciaire du profit illégitime dans le cas des poursuites du « délit d'initié ». Il semble en effet qu'elle présente une trop grande rigidité, autorisant ou interdisant sans nuance le profit financier. Or l'articulation entre l'intérêt général et les intérêts particuliers sur le marché boursier a été pensée par les autorités politiques et administratives de façon à laisser une marge de jeu au contrôleur pour apprécier un comportement dont la légitimité se déduit du contexte dans lequel il est intervenu. Dans ce cas l'incertitude n'est pas un inconvénient mais une méthode de contrôle fondée sur l'ambiguïté de la distinction entre profit licite et illicite qui n'est pas propre à la France. Elle est adoptée en particulier aux USA où la Securities and Exchange Commission estime que le flou de la différenciation constitue pour elle le meilleur moyen de contrôler la loyauté des marchés tout en ménageant les intérêts des hommes d'affaires.