

# ENTRETIEN

“Le contentieux boursier devrait être rapide, ce qu’il fut et n’est plus. Il devrait être prévisible, ce qu’il fut et n’est plus.”



## Échanges avec Marie-Noëlle Dompé

Ancienne magistrate puis directrice du service juridique de la commission des opérations de bourse  
Ancienne avocate associée du cabinet Darrois Villey Maillot Brochier

Le droit financier est un droit de pratiques, dont l'évolution aura été marquée par une juridicisation constante. Cette évolution est notamment le fait des acteurs de cette matière, du côté des praticiens du droit (régulateurs, juges, avocats), des opérateurs du marché et des agents économiques. La RCFB a donc souhaité leur donner la parole en leur permettant d'exprimer leurs points de vue : c'est l'objet de cette rubrique « Entretien ». Nous l'inaugurons en donnant la parole à des pionniers de la matière, dont l'action aura participé à faire l'évolution du droit financier.

*Arnaud Raynouard, Directeur éditorial*

**Revue du Contentieux Financier et Boursier : Vous avez dirigé le service juridique de la Commission des opérations de bourse (COB) entre 1987 et 1995, à une période où le contentieux boursier répressif reposait sur une architecture institutionnelle et procédurale sensiblement différente de celle que nous connaissons aujourd'hui. Avec le recul, pensez-vous que l'action répressive de la COB poursuivait les mêmes objectifs que ceux de l'actuelle AMF ?**

**Marie-Noëlle Dompé :** Lorsque j'ai intégré la COB en 1987, sa direction juridique s'appelait encore service juridique, car la COB était alors une émanation du Ministère des finances. J'étais magistrat en détachement et mon traitement était assuré par le Ministère des finances et non plus par le Ministère de la justice. Le Ministre des finances avait autorité sur le président de la COB. La notion d'autorité administrative indépendante n'en était qu'à ses balbutiements. Il n'existait qu'un seul précédent à la création de la COB, celui du Conseil de la concurrence devenu Autorité de la concurrence. La qualité d'Autorité administrative indépendante était alors hautement contestée par les sociétés cotées hostiles, selon leurs intérêts du moment, au contrôle exercé par la COB dans le déroulement des offres publiques d'acquisition et les maintiens de cours après cession du bloc de contrôle. Ces opérations étaient soumises d'une part, au contrôle de la Compagnie des agents de change, ancêtre du Conseil des marchés financiers, pour la conformité à son règlement, d'autre part à la COB pour la bonne information du public. Rappelons que la COB n'avait été créée que vingt ans auparavant, en vertu de l'ordonnance du 28 septembre 1967 à l'initiative du Président De Gaulle et de Michel Debré. Son organisation et son fonctionnement étaient inspirés de la SEC américaine et de la Commission bancaire belge. Établir, en 1987, que la COB était une AAI passait par une démonstration fondée sur les modalités de ses prises de décisions. Une loi de 1988 avait donné aux présidents des juridictions compétentes la possibilité d'appeler le président de la COB à émettre un avis écrit, puis oral à

l'audience, sur les opérations financières soumises à recours. Jusqu'alors, quand une enquête diligentée par le service de l'inspection caractérisait un délit pénal - initié, fausse information et manipulation de cours - le Collège de la COB statuait sur les suites à lui donner qui ne pouvaient être qu'un classement si les faits étaient insuffisamment établis, ou une transmission au parquet dans le cas contraire.

C'est la loi du 2 août 1989 qui a donné son ancrage juridique à la COB, tandis que l'ancienne Compagnie des agents de change devenait le Conseil des Bourses de Valeurs. La qualité d'AAI fut alors reconnue à la COB. Cette loi lui a également octroyé un pouvoir de sanction administrative. L'action répressive de la COB n'a donc été créée qu'en 1989. Encore a-t-il fallu rédiger et faire homologuer les règlements qui allaient servir de base juridique aux poursuites. Leur publication au JO intervint en 1990. Pour respecter le principe de légalité criminelle qui s'appliquait évidemment aux futures sanctions administratives, seuls les faits commis postérieurement à cette publication ont pu faire l'objet d'une procédure de sanction par la COB. Initialement, le Collège de la COB, se transformant en une instance de jugement, rendit les premières décisions de sanction administrative. Un arrêt de 1997 de la cour d'appel de Paris présidée par M. Guy Canivet, a jugé, à juste titre, que le collège de la COB ne pouvait pas, sans méconnaître le principe de la séparation des pouvoirs, à la fois, rédiger les règlements qui allaient servir de base juridique à la poursuite, décider de l'ouverture d'une procédure de sanction à l'issue d'une enquête que son président avait initiée, poursuivre les manquements boursiers et les juger. D'où la création de la Commission des sanctions de l'AMF, qui est moins souvent saisie depuis que ce que l'on peut appeler le « plaider coupable » a été institué.

Et oui, l'action répressive de la COB poursuit les mêmes objectifs que ceux de l'actuelle AMF - le bon fonctionnement du marché boursier et la protection des investisseurs - même si tout, surtout le corpus juridique, est devenu beaucoup plus

compliqué et moins lisible qu'à l'origine.

**RCFB :** Une carrière d'avocate vous a placée, après avoir été magistrate, de l'autre côté de la barre. Après avoir représenté et accompagné une multitude d'acteurs, ce changement a-t-il influencé votre perception des exigences du procès équitable dans les contentieux répressifs financiers et boursiers, tant administratifs que pénaux ?

**M-N.D. :** Oui, bien sûr et je pense qu'il ne peut guère en aller autrement. Voir en face les faits et la procédure dont est l'objet votre client, après avoir contribué auparavant à l'enquête et à la procédure de sanction de la COB, permet une vision à 360°. Ajoutez à cet élément, le fait que j'ai connu, au sein de l'AMF, des acteurs - et non des moindres - qui n'avaient pas particulièrement ce qu'on peut appeler, une fine culture judiciaire et les défauts des enquêtes et de la procédure de sanction n'en ressortaient que plus crûment. J'ai tout de même vu et vécu un dossier dans lequel un témoin à charge a été subrepticement appelé à témoigner par procès-verbal quelques jours avant l'instance de sanction, en fraude des droits des dirigeants mis en cause d'une société cotée, après la clôture du dossier d'enquête, après la notification des griefs et après le dépôt des mémoires en défense. C'est lors de l'audience de sanction que mes confrères et moi-même avons découvert que c'était au vu de ce « témoignage », que le Collège de l'AMF avait rendu un avis sur la sanction applicable. La cour d'appel et la cour de cassation ont donné leur bénédiction à ce procédé. La plupart du temps, quand la culture judiciaire n'est pas suffisante, le principe du contradictoire est vu comme une gêne dans le déroulement de la procédure, surtout quand le but recherché par la partie poursuivante doit être, dans son esprit, atteint.

*« Le respect du principe du contradictoire n'est pas fait pour embêter les juges. Il est fait pour provoquer, après une thèse exprimée par l'enquête, l'émergence d'une antithèse, le tout destiné sous la forme d'une synthèse, à s'approcher au plus près de la réalité des faits »*

Comme a coutume de le rappeler Jean-Michel Darrois, le respect du principe du contradictoire n'est pas fait pour embêter les juges. Il est fait pour provoquer, après une thèse exprimée par l'enquête, l'émergence d'une antithèse, le tout destiné sous la forme d'une synthèse, à s'approcher au plus près de la réalité des faits. S'il ne s'agit que de faire entrer les faits et l'intention du mis en cause dans une case préétablie qui aboutira inmanquablement à une sanction, alors oui, le principe du contradictoire vient parasiter les certitudes et le projet de sanction poursuivis. Nul ne devrait jamais oublier qu'une procédure, ce n'est pas « Les chasses du comte Zaroff », mais que derrière l'éventuel plaisir du chasseur, il y a l'honneur, les biens et souvent la liberté d'une personne. Cette approche par thèse, antithèse, synthèse, est précisément conçue pour inviter le juge, via l'antithèse, à se mettre à la place de la partie poursuivie.

**RCFB :** La création du PNF a-t-il changé de manière décisive la répression des délits financiers ?

**M-N.D. :** J'ai quitté la direction juridique de la COB en septembre 1995 et le cabinet Darrois le 31 décembre 2015. Le parquet national financier a été créé par une loi du 6 décembre 2013 et n'est entré en fonction que le 1er février 2014. Je n'ai donc quasiment aucune expérience de ce que la création du PNF a pu modifier. Ce que je puis simplement dire, c'est qu'avant le PNF, le parquet de Paris était doté d'une « section financière », dirigée par M. Jean-Claude Marin, un magistrat extrêmement brillant, d'une compétence incontestable, devenu plus tard procureur général de la Cour de cassation. Ce n'est donc pas au fond, comme on dit en droit, que le PNF a pu modifier le traitement des dossiers financiers. Le PNF créé en 2013 a, du moins à ses débuts, été conçu comme une martingale, davantage politique que juridique et ce ne sont pas les propos ultérieurs tenus par Mme Édith Boizette qui m'inclinent à penser le contraire.

**RCFB :** Au cours des dernières décennies la source européenne et la densité des normes du secteur financier se sont fortement accrues : selon vous, cela a-t-il modifié la nature du contentieux ou encore sa philosophie ?

**M-N.D. :** L'empilement des normes européennes et nationales est une catastrophe pour la Place de Paris. Entre les directives, les règlements européens d'application directe, mais qui, curieusement nécessitent parfois des dispositions d'application, le règlement de l'AMF passé d'une trentaine de pages en 1989 à plus de mille articles actuellement, la doctrine de l'AMF elle-même déclinée en instructions, positions, recommandations, pratiques de marché admises et rescrits, qui peut encore prétendre que « Nul n'est censé ignorer la loi ? Les normes applicables aux sociétés cotées sont devenues un Léviathan. La réglementation boursière souffre des mêmes maux que les autres domaines du droit, en pire peut-être, tant l'inlassable créativité financière et sa technicité sollicitent la fibre épistolaire du législateur national et du législateur européen. J'ai participé jadis à Bruxelles, aux discussions relatives aux directives sur les offres publiques d'acquisition et sur les opérations d'initiés. Nul ne pourra plus me faire croire que les textes européens sont le moyen d'unifier le droit entre les États membres de l'UE. C'est en fait le moyen pour chaque délégation de faire triompher son droit national et c'est pourquoi, par exemple, on a retrouvé la jurisprudence Daimler de la CJUE dans le règlement européen sur les initiés. Heureusement, le Listing Act a mis fin à cette aberration.

Tout ce corpus juridique est devenu bavard et moralisateur. Ajoutez à ce phénomène les problèmes de traduction qui obligent à comparer la sémantique des textes européens tels qu'ils sont formulés en anglais à leur traduction en français pour y voir un peu clair. Bref, on est loin de la loi qui dispose en termes généraux et clairs. J'avais eu l'occasion de m'exprimer sur ce sujet au sein de l'ouvrage élaboré voici peu par Orphée Grosjean et Catherine Maison-Blanche, « OPA. Pratiques professionnelles et interdisciplinarité », auquel je vous

renvoie. Et je ne parle pas de la durée des procédures d'offres publiques ; sachez que lorsque j'ai débuté à la COB, un contentieux boursier durait une semaine en première instance et une semaine en appel, ce qui était tout de même l'idéal pour les initiateurs d'une offre qui empruntent des sommes considérables aux banques pour financer leurs opérations. On en est loin désormais. Je ne parle pas non plus de l'accumulation des normes déontologiques. En résumé, des Directives européennes aux normes de droit interne, le droit financier est devenu un maquis impénétrable, surtout pour celui qui ne l'a pas vu sédifier.

**RCFB : Vous avez, en tant qu'avocate associée, pu accompagner une variété d'acteurs confrontés à des contentieux boursiers particulièrement sensibles, notamment en matière d'offres publiques. Quelles sont, selon vous, les spécificités de ce contentieux par rapport à d'autres contentieux d'affaires ?**

**M-N.D. :** Le contentieux boursier est très technique et ne peut être, à mon avis, compris et utilisé que par ceux qui en connaissent la genèse et la jurisprudence. Il devrait être rapide, ce qu'il fut et n'est plus. Il devrait être prévisible, ce qu'il fut et n'est plus. Il nécessite d'aller au cœur du sujet sans se perdre dans des circonvolutions annexes et dénuées d'intérêt.

Depuis mon départ du cabinet Darrois en 2015, je suis évidemment ces procédures de beaucoup plus loin. Mais il ressort de mes discussions avec les associés du cabinet en charge du contentieux des offres aujourd'hui que la situation s'est améliorée. C'est notamment grâce au délai légal de 5 mois imparti à la cour d'appel de Paris depuis 2015 pour statuer sur les recours contre les décisions de l'AMF concernant les offres publiques. Plus largement, même lorsque ce délai est inapplicable, les juridictions tiennent compte dans une certaine mesure de l'exigence de célérité qui caractérise les offres publiques : ce fut le cas dans l'affaire Suez en 2021 et plus récemment dans l'affaire Vivendi où la Cour de cassation a statué en sept mois.

**RCFB : Au regard de votre expérience en cabinet, avez-vous constaté une évolution de l'anticipation des contentieux ? Quel est selon vous le rôle de l'avocat dans cette anticipation, notamment en matière boursière ?**

**M-N.D. :** Je ne suis pas certaine que le rôle de l'avocat dans les opérations des sociétés cotées ait évolué. De tous temps, il s'est agi pour lui de signaler le possible et l'impossible. D'anticiper les risques juridiques et judiciaires, d'examiner si une proposition formulée par les banquiers est réalisable et admissible aux yeux de l'autorité de marché ; de déterminer si un instrument financier nouveau créé pour les besoins d'une opération est ou non permis par le droit ; de définir sa nature ; de prévoir si un projet d'opération risque d'être considéré, et jusqu'à quel point, comme une information d'initié ; d'estimer si l'information donnée sera - ou non - suffisante et si elle répondra aux critères du droit boursier, etc, etc, etc.

Il faut bien avoir à l'esprit que, dans le feu de l'action, certes,

on réfléchit à tout. Mais la réaction de ceux qui auront à juger cette opération que l'on prépare la nuit et le jour pendant un certain laps de temps, souvent dans l'urgence, sera la même que la nôtre ? Pas nécessairement. Le regard rétrospectif est toujours plus aisé que celui que l'on a dans la création et l'action, avec la fatigue accumulée des nuits blanches. Ceux qui auront à apprécier les analyses qui furent les nôtres en pleine guerre des nerfs, face à une cible ou à un concurrent qui aura semé des chasses-trappes, seront tranquillement installés dans le fauteuil de leur bureau ou d'une salle d'audience. Ils ne sauront jamais rien de la période de crise traversée dans chaque opération financière ou dans chaque aménagement de l'activité d'une société cotée confrontée à un pari ou à un accident de sa vie.

En matière de contentieux répressif, je garde par exemple un souvenir amer de la sanction infligée à une société cotée active dans le domaine du transport aérien, qui avait dû faire face dans l'urgence aux conséquences de l'éruption inattendue du volcan islandais Eyjafjallajökull, lequel avait, en avril 2010, perturbé tout l'hémisphère nord du ciel aérien, ce qui avait permis - soit dit en passant - à la compagnie britannique concurrente d'en profiter pour se tailler des nouvelles parts de marché. Cette société s'était vue notifier des griefs du chef de mauvaise information, en particulier sur les conséquences de l'éruption de ce volcan. J'étais là, le jour de l'audience devant la commission des sanctions de l'AMF, aux côtés de mes confrères, de l'ancien dirigeant et des représentants de la société poursuivie. En face de nous, nos juges examinaient rétrospectivement un problème qui, sur le moment, fut insurmontable et aussi compliqué à assumer que la prononciation du nom du volcan islandais. Eux, ne mesuraient manifestement pas ce que représente l'éruption d'un volcan aussi énorme pour une compagnie aérienne. Ils étaient tranquilles et sereins. L'auraient-ils été s'ils avaient été à la place des dirigeants ? Évidemment non, mais cette dure réalité ne leur venait même pas à l'esprit.

**RCFB : Quels contentieux boursiers vous ont particulièrement marquée dans votre carrière d'avocate et de directrice juridique à la COB ? Serait-ce toujours le cas si ces contentieux avaient lieu aujourd'hui ?**

**M-N.D. :** À la COB, si je dois en choisir un, ce sera le dossier Perrier de 1992. Il s'agissait d'une bataille boursière entre un opérateur déjà actionnaire, le groupe italien IFIL et la société suisse Nestlé qui avait formulé une contre-offre sur la première offre amiable. La découverte de pactes d'actionnaires dans les tiroirs du banquier d'affaires en charge de l'opération boursière, avait déclenché un contentieux boursier qui fut jugé à Nîmes, siége de Perrier. Le président de la COB d'alors avait été sollicité par le tribunal de commerce de Nîmes dont, avec une vanité mal placée de parisiens habitués de la COB et du Conseil des Marchés financiers, nous doutions de la compétence en matière boursière. Nous avions bien tort ! Ce fut donc toute une armada des meilleurs avocats en matière de droit des sociétés cotées, plus moi pour la COB, qui se sont déplacés à Nîmes pour confronter nos arguments en droit et sur les faits - à mon avis contraires à la discipline des offres,

comme on disait alors - sous l'empire d'une loi nouvelle qui n'avait pas eu le temps de donner lieu à la moindre jurisprudence. L'atmosphère était tendue dans la salle d'audience, comme souvent, je dois dire, dans de tels cas de figure. S'y ajoutait un bataillon de la CGT, mobilisée pour l'occasion par le dirigeant de Perrier et que j'entendais murmurer de façon inquiétante lorsque j'ai pris la parole pour donner le point de vue de la COB. C'est la seule fois de ma vie où je suis sortie d'un tribunal entre deux haies de syndicalistes auxquels, apparemment, je n'étais pas sympathique. Puis le jugement a été très rapidement rendu : de la dentelle ! Une rédaction ferme, claire, nette sur une problématique tout de même originale et surtout sur les dispositions de la loi de 1989 qui servaient pour la première fois de base à ce type de contentieux.

Je ne peux répondre à votre seconde question. Mais d'après mes discussions avec les avocats en exercice, il arrive parfois, encore aujourd'hui, que des décisions remarquables par leur motivation soient rendues – y compris de la part de juges qui ne sont pas des experts de la matière boursière. Cela nécessite un peu d'audace car la matière peut rebuter par sa technicité, mais l'implication des juridictions est indispensable pour contrebalancer le prisme naturel du régulateur boursier qui est celui du marché plus que des sociétés cotées. Seuls les juges peuvent appréhender les enjeux de droit des sociétés qui sont une composante essentielle des offres publiques.