

**Zeitschrift:** Kriminologie / Schweizerische Arbeitsgruppe für Kriminologie SAK = Criminologie / Groupe Suisse de Criminologie GSC = Criminologia / Gruppo Svizzero di Criminologia GSC

**Herausgeber:** Schweizerische Arbeitsgruppe für Kriminologie

**Band:** 33 (2016)

**Artikel:** Répression des infractions boursières : de la prohibition de la tromperie vers celle de l'abus de faiblesse

**Autor:** Iffland, Jacques

**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-1051505>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 06.02.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

---

# Répression des infractions boursières – De la prohibition de la tromperie vers celle de l'abus de faiblesse

JACQUES IFFLAND, Lenz & Staehelin

## Table des matières

Résumé .....	163
Introduction .....	163
1. Les fondements moraux implicites du droit financier.....	165
2. La conception libérale et le droit financier suisse.....	166
3. Les incohérences du système .....	168
4. Les exceptions à l'approche libérale.....	170
5. Les évolutions législatives récentes .....	172
Conclusion.....	173

## Résumé

Le droit pénal boursier est en mutation. Actuellement, les comportements jugés répréhensibles sont généralement ceux qui tendent à tromper les investisseurs. Le fait de profiter du manque d'expérience d'une contrepartie n'est en principe pas punissable. La complexification croissante des produits et des marchés financiers bat cependant cette conception libérale en brèche. Les entorses législatives qui lui sont faites sont toujours plus nombreuses. Ainsi, la loi réprime les opérations d'initiés même en l'absence de tromperie. La jurisprudence admet qu'un investisseur puisse être lésé par la diffusion d'informations dont il n'a pas eu connaissance.

Le législateur suisse se prépare à passer un cap supplémentaire. L'avant-projet de loi sur les services financiers (LSFin) oblige les négociants en valeurs mobilières non seulement à informer leurs clients des risques encourus, mais aussi à vérifier l'adéquation des produits financiers proposés avec leur situation. La violation de cette obligation est érigée en infraction pénale. La conception libérale selon laquelle les investisseurs sont les gardiens de leurs propres intérêts est battue en brèche. Le comportement répréhensible n'est désormais plus de tromper les investisseurs, mais d'abuser de leur faiblesse.

## Introduction

Les dernières années ont vu une recrudescence de la répression pénale en matière financière. La crise de 2008 a mis en lumière des pans obscurs du monde financier, dont notamment la création et le placement de produits financiers dangereux<sup>1</sup>, la manipulation des taux d'intérêts<sup>2</sup> et des devises<sup>3</sup>, ou encore certaines fraudes de grande envergure comme celle orchestrée par Bernard Madoff. Ces révélations sont venues exaspérer une opinion publique et une classe politique déjà rendues hostiles par les relations de rémunérations excessives<sup>4</sup> et d'opportunisme fiscal<sup>5</sup> au sein des grandes entreprises.

L'une des conséquences de ces développements – en Suisse comme dans les autres places financières occidentales – a été un essor des législations financières à caractère pénal<sup>6</sup>, de même qu'une activité accrue des autorités de poursuite dans ce domaine<sup>7</sup>. Aujourd'hui encore, l'opinion s'émue de l'impunité dont le monde financier a semblé bénéficier, et du peu de personnes qui ont été appelées à répondre de leurs actes devant la justice.

Cette situation a des implications profondes non seulement sur le plan législatif et judiciaire, mais aussi quant à la façon dont la limite entre ce qui est acceptable et ce qui ne l'est pas est tracée dans le domaine financier. En simplifiant quelque peu, on peut considérer que jusqu'à récemment, le point de savoir si un comportement devait être considéré comme

---

<sup>1</sup> Voir notamment à ce sujet le rapport de la Commission fédérale des banques du 30 septembre 2008, "Subprime-Krise: Untersuchung der EBK zu den Ursachen der Wertberichtigungen der UBS AG".

<sup>2</sup> Voir par exemple le rapport de la FINMA du 19 décembre 2012, "FINMA Investigation into the Submission of Interest Rates for the Calculation of Interest Reference Rates such as LIBOR by UBS AG".

<sup>3</sup> Voir à ce sujet Rapport annuel 2014 de la FINMA, 86.

<sup>4</sup> "Groteske Konkurrenzverbot-Abfindung – Novartis-VR gehört an den Pranger", NZZ du 20 février 2013.

<sup>5</sup> "Steueraffäre um die Ammann-Gruppe – Schicksalstage für Schneider-Ammann", NZZ du 6 février 2014.

<sup>6</sup> Voir par exemple l'art. 24 de l'ordonnance du 20 novembre 2013 contre les rémunérations abusives dans les sociétés anonymes cotées en bourse, les art. 18 ss. de la loi fédérale du 27 septembre 2013 sur la mise en œuvre de l'accord FATCA entre la Suisse et les Etats-Unis, ou encore les art. 92 ss. du projet de loi fédérale sur les services financiers du 4 novembre 2015 ("P-LSFin").

<sup>7</sup> "Swiss prosecutor blames weak laws for failure to convict HSBC", Financial Times du 4 juin 2015.

relevant ou non du droit pénal dépendait de l'existence d'une fraude ou d'une tromperie. Le faux dans les titres, le mensonge – à l'encontre d'une contrepartie, d'un client, voire d'une autorité de surveillance – était généralement considéré comme le "point de non-retour", au-delà duquel la justice pénale devait entrer en action.

Cette situation évolue cependant. Dans le monde d'après la crise financière, la frontière entre droit civil et pénal devient confuse. Dans ce nouvel environnement, l'acte pénalement répréhensible ne semble plus être seulement de tromper sa contrepartie, ses clients ou les autorités, mais aussi de profiter de la faiblesse d'opérateurs inexpérimentés ou peu sophistiqués. Les conséquences de cette évolution restent à déterminer, mais sont potentiellement profondes.

## **1. Les fondements moraux implicites du droit financier**

Les fondements moraux de la réglementation financière des places financières occidentales sont remarquablement homogènes. Cette situation tient sans doute par le fait que la finance moderne s'est développée au sein d'une communauté relativement restreinte et dont – malgré des origines culturelles, sociales et religieuses différentes – les valeurs étaient pour l'essentiel identiques<sup>8</sup>. Les pères de la finance moderne du XIX<sup>e</sup> et du début du XX<sup>e</sup> siècle tels que les Rothschild, les Baring, les Warburg, les Morgan, les Goldman ou les Seligman avaient en commun une conception libérale de la société s'articulant autour de notions de liberté et de responsabilité.

Dans cette conception, chaque individu doit avoir la faculté de décider pour lui-même, mais doit aussi assumer les conséquences de ses actes. Le corollaire est qu'il n'appartient pas à l'Etat de protéger les investisseurs des conséquences de leurs mauvaises spéculations. Le rôle de l'Etat est de s'assurer que les acteurs économiques aient la faculté de prendre leurs décisions librement et en pleine connaissance de cause, et soient protégés des voleurs et des escrocs. Peu d'égard est donné aux investisseurs dont les spéculations tournent mal. Ceux qui entendent jouir des profits de leurs

---

<sup>8</sup> Voir à ce sujet BARRY E. SUPPLE, "A Business Elite: German-Jewish Financiers in Nineteenth-Century New York", in: *The Business History Review*, Vol. 31, No. 2 (Summer, 1957), 143-178.

investissements doivent en assumer les risques. La partie faible ne rencontre que peu de commisération si elle prend des risques qu'elle se révèle incapable d'assumer par la suite. La protection des imprudents n'est dès lors pas un objectif prioritaire.

Dans un tel schéma de pensée, la notion d'*information* ou – pour utiliser le terme anglais – de "*disclosure*" occupe une place centrale. Le mal se trouvant dans la tromperie, l'information constitue un remède universel. Cette idée est souvent illustrée par la sentence de l'ancien juge américain Louis Brandeis: "*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman.*"<sup>9</sup>

Dans cette logique, le mal – l'acte répréhensible – n'est pas tant la malhonnêteté que le mensonge. Cette idée fait écho à une vision morale dans laquelle il est plus grave de nuire à autrui par ruse que par force. Le crime n'est pas de tirer avantage de la partie faible qui agit en pleine connaissance de cause; il est de tromper sa contrepartie en l'empêchant de prendre une décision éclairée<sup>10</sup>. Il n'y a pas de méfait là où les risques ont été clairement exposés.

## 2. La conception libérale et le droit financier suisse

La conception libérale qui sous-tend la réglementation financière occidentale trouve des échos en droit suisse. De nombreuses infractions pénales répriment la diffusion d'informations fausses ou trompeuses en matière financière<sup>11</sup>. Une telle diffusion peut également engager la

---

<sup>9</sup> LOUIS D. BRANDEIS, "Other people's money, and how the bankers use it", New York, Frederick A. Stokes Company, 1914.

<sup>10</sup> Cette conception trouve des échos aujourd'hui encore. Commentant les révélations sur les opérations suisses de la banque HSBC, un journaliste relève que "*Lord Green [l'ancien président de la banque], also an ordained priest, now stands accused of hypocrisy — and hypocrites are, oddly, often harder to forgive than villains*" (Andrey Hill, "Lord Green's shame is a setback for purposeful leadership", Financial Times du 16 février 2015).

<sup>11</sup> Voir par exemple les art. 146 (escroquerie), 151 (atteinte astucieuse aux intérêts pécuniaires d'autrui), 152 (faux renseignements sur des entreprises commerciales) et 251 (faux dans les titres) CP; art. 40a (manipulation de cours) et 42 (violation des obligations de la société visée par une offre publique d'acquisition) LBVM; art. 148 lit. f et 149 al. 1 lit. d LPCC; art. 45 (fausses informations) LFINMA.

responsabilité patrimoniale de son auteur, en particulier si les informations en question se trouvent dans un prospectus d'émission ou de cotation<sup>12</sup>. Dans de nombreux domaines, la loi exige que les investisseurs soient avisés des risques de leurs investissements<sup>13</sup> ou soient adéquatement informés des conséquences des décisions qu'ils sont appelés à prendre<sup>14</sup>. En revanche, notre ordre juridique n'assortit qu'exceptionnellement de sanctions pénales l'exploitation de l'ignorance ou la faiblesse d'une contrepartie. La prohibition de l'*extorsion*<sup>15</sup> et de l'*usure*<sup>16</sup> n'ont que peu de portée pratique. Sur le plan civil, l'*exception de jeu*<sup>17</sup> ne joue qu'un rôle anecdotique.

L'idée selon laquelle les sanctions pénales impliquent le plus souvent, en matière financière, une forme de tromperie se retrouve dans la jurisprudence du Tribunal fédéral. Ainsi, selon la haute Cour, "*l'auteur d'une manipulation de cours trompe activement les investisseurs en intervenant dans le processus de formation du cours*" et peut donc se rendre coupable d'*escroquerie*<sup>18</sup>.

Le Tribunal fédéral ne permet pas non plus que des investisseurs malheureux puissent tirer argument *a posteriori* de leur ignorance ou de leur inexpérience pour échapper aux conséquences de leurs spéculations. Selon la haute Cour, en l'absence d'engagement contractuel spécifique à ce sujet, un négociant en valeurs mobilières est seulement tenu d'informer ses cli-

<sup>12</sup> Art. 752 et 1156 CO.

<sup>13</sup> Voir par exemple l'art. 11 LBVM (obligation du négociant en valeurs mobilières d'informer ses clients des "risques liés à un type de transactions donné"); art. 5 al. 2 LPCC (mention des "risques significatifs supportés par l'investisseur" dans les prospectus simplifiés de produits structurés).

<sup>14</sup> Art. 24 LBVM (obligation de l'auteur d'une offre publique d'acquisition de publier un prospectus contenant des informations "exactes et complètes" sur l'offre).

<sup>15</sup> Art. 156 CP.

<sup>16</sup> Art. 157 CP.

<sup>17</sup> Selon l'art. 513 al. 2 CO "[l]es marchés différentiels et autres marchés à terme sur des marchandises ou valeurs de bourse [ne donnent aucun droit de créance] quand ils offrent les caractères du jeu ou du pari". Cette disposition a toujours rencontré la méfiance des tribunaux, et a été interprétée de façon restrictive. Dans un arrêt de 1952, le Tribunal fédéral, considérant l'argument d'un spéculateur qui avait collaboré au sein d'une banque, mais faisait remarquer ne jamais avoir travaillé au service de bourse de l'établissement, considérait que la circonstance était "*sans pertinence, sinon on en arriverait à devoir admettre l'exception de jeu toutes les fois que le prétendu joueur n'est pas un connaisseur rompu aux choses de la bourse, ce qui n'a certainement pas été dans l'intention du législateur*" (ATF 78 II 61 c. 3b).

<sup>18</sup> ATF 122 II 422, 428 c. 3a) aa). Voir aussi l'ATF 113 Ib 170 et l'arrêt du Tribunal fédéral 1A.51/1989 du 8 juin 1989.



ents des risques liés à un type de transactions donné. Il n'a pas l'obligation de s'assurer que la transaction envisagée est adaptée à la situation du client<sup>19</sup>. Il n'a pas non plus l'obligation de prévenir ses clients des dangers qui menacent leurs investissements une fois ceux-ci effectués<sup>20</sup>.

### 3. Les incohérences du système

La conception libérale qui sous-tend la réglementation financière se révèle cependant de plus en plus détachée de la réalité du monde financier. Les causes de ce décalage sont diverses. Elles sont liées à l'évolution des technologies, à l'internationalisation des marchés, aux quantités toujours plus importantes d'informations disponibles et à la sophistication croissante de l'ingénierie financière.

Dans ce contexte, l'idée selon laquelle les acteurs financiers sont à même de défendre leurs propres intérêts sans qu'il soit nécessaire pour l'Etat de les protéger se révèle de plus en plus théorique, à tout le moins pour les investisseurs non professionnels. Cette situation se traduit en pratique par certaines *hypocrisies légales*, c'est-à-dire au recours par le législateur à certaines fictions dont l'expérience quotidienne de la vie montre le caractère erroné.

Par exemple, la législation financière suisse est fondée sur l'hypothèse – implicite – que les investisseurs *lisent la documentation qui leur est remise*. Si tel n'était pas le cas, il serait vain d'exiger comme le fait la loi la publication de prospectus d'émission ou de cotation<sup>21</sup>, de prospectus d'offre<sup>22</sup> ou encore de rapports du conseil d'administration des sociétés visées par une offre publique d'acquisition<sup>23</sup>. Il serait également vain de requérir

---

<sup>19</sup> "Nicht unter die börsengesetzliche Informationspflicht fallen grundsätzlich die Erforschung der finanziellen Verhältnisse des Kunden sowie die Beurteilung, ob eine Transaktion für einen bestimmten Kunden geeignet ist (Suitability-Prüfung). Aus Art. 11 BEHG kann keine entsprechende Erkundigungs- und Beratungspflicht des Effekthändlers abgeleitet werden [...]. Die anglo-amerikanische Suitability-Doktrin, die in die Gesetzgebung der Europäischen Gemeinschaft Eingang gefunden hat, ist nach zutreffender Lehrmeinung vom schweizerischen Gesetzgeber nicht in das BEHG übernommen worden." (ATF 133 III 97, 101 c. 54).

<sup>20</sup> Arrêt du Tribunal fédéral 4A\_525/2011 du 3 février 2012 c. 8.

<sup>21</sup> Art. 752 et 1156 CO; art. 8 LBVM; art. 27 ss. du Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange du 6 mai 2015.

<sup>22</sup> Art. 24 al. 1 LBVM.

<sup>23</sup> Art. 29 al. 1 LBVM.

– comme le fait l'article 11 de la loi sur les bourses – que les négociants en valeur mobilière informent leurs clients des risques liés aux investissements qu'ils réalisent. En pratique, cette information se fait par la remise de documents standards, qualifiés de "*risk disclosure statements*"<sup>24</sup>. Une telle démarche n'a de sens que si on admet que les investisseurs lisent les documents qui leur sont remis, et prennent leurs décisions d'investissement sur la base des informations qui y sont contenues.

Cette vision du processus d'investissement ne correspond cependant pas à la réalité. Les prospectus d'émission et les documents d'information remis aux investisseurs sont généralement d'une taille et d'une complexité telle qu'ils ne sont lus que par une petite minorité d'entre eux. La réglementation cherche à remédier à cette situation en exigeant que les prospectus soient "*rédigé[s] de façon aisément compréhensible pour l'investisseur moyen*"<sup>25</sup> et en imposant la publication de "prospectus simplifiés"<sup>26</sup>, d'"informations clés"<sup>27</sup>, de "résumés"<sup>28</sup> ou de "feuilles d'information de base"<sup>29</sup>. Ces remèdes sont cependant souvent inefficaces. La décision éclairée que présuppose l'approche libérale implique que les investisseurs aient analysé l'information qui leur a été communiquée. La simplification et la standardisation de cette dernière permet d'en faciliter la compréhension. Elle ne peut en revanche pas dispenser les investisseurs d'une analyse des particularités des produits financiers souvent complexes qui leur sont offerts.

Le fait de considérer qu'il suffise que *les investisseurs prennent connaissance des informations qui leur sont communiquées pour en comprendre la signification* constitue une autre hypocrisie de la réglementation applicable. Là encore, cette hypothèse ne correspond pas à la réalité. Souvent, l'information fournie ne peut pas être comprise sans une formation adéquate ou des explications détaillées et reste par conséquent hermétique pour les non-professionnels. D'ailleurs, les professionnels eux-mêmes manquent parfois de comprendre les informations qui leur sont

---

<sup>24</sup> Art. 3 des Règles de conduite pour négociants en valeurs mobilières applicables à l'exécution d'opérations sur titres de l'Association suisse des banquiers de 2008.

<sup>25</sup> Voir l'art. 2 lit. b LPCC.

<sup>26</sup> Art. 5 LPCC; Directive de l'Association suisse des banquiers de septembre 2014 concernant l'information des investisseurs sur les produits structurés. Voir aussi l'art. 76 LPCC.

<sup>27</sup> Art. 76 LPCC.

<sup>28</sup> Art. 45 P-LSFin.

<sup>29</sup> Art. 66 ss. P-LSFin.



communiquées. L'arrêt *Lehman Brothers* de 2012<sup>30</sup> offre un exemple d'une telle situation. Dans cette affaire, un investisseur – pourtant professionnel – se plaignait de ne pas avoir été rendu attentif au risque de défaut de l'émetteur du produit structuré qui lui avait été vendu. S'agissant d'un produit structuré complexe, l'investisseur aurait en théorie dû en analyser et en comprendre la structure avant de l'acquérir. L'élément le plus fondamental du produit – le fait qu'il était émis par une société du groupe Lehman Brothers et que l'investisseur assumait donc un risque de contrepartie sur cette société – lui avait pourtant échappé. Selon le Tribunal fédéral, il s'agissait là d'un risque usuel, sur lequel le distributeur du produit n'avait pas à attirer spécifiquement l'attention de son client et que ce dernier aurait dû connaître.

#### 4. Les exceptions à l'approche libérale

La déconnexion croissante entre le modèle libéral qui sous-tend la législation financière suisse et la réalité des marchés modernes conduit les tribunaux – et dans certains cas le législateur – à s'écarter du dogme selon lequel l'investisseur qui n'a pas pris connaissance des informations qui lui ont été communiquées est par principe indigne de protection.

Ainsi, le Tribunal fédéral admet dans certains cas qu'*un investisseur puisse être trompé par des informations erronées dont il n'a pourtant pas eu connaissance*. Il admet par exemple qu'un investisseur puisse être lésé par la publication d'un prospectus erroné – et soit donc légitimé à agir en responsabilité contre l'auteur du document – *même s'il n'a pas lu le prospectus en question*. Cette position repose sur le postulat selon lequel le marché des capitaux est efficient et que le cours de bourse reflète par conséquent l'ensemble des informations disponibles<sup>31</sup>. Le cours de bourse est ainsi vecteur d'informations, qui influencent les décisions des investisseurs. En affectant le cours de bourse, la diffusion d'informations fausses lèse l'ensemble des participants au marché, que ces derniers en aient eu connaissance ou non. Dans la même ligne d'idée, le Tribunal fédéral considère que le fait d'influencer le marché boursier peut constituer une forme de tromperie de l'ensemble des participants, que ces derniers aient

---

<sup>30</sup> Arrêt du Tribunal fédéral 4A\_525/2011 du 3 février 2012.

<sup>31</sup> "*Unter der Annahme eines effizienten Kapitalmarktes darf der Erwerber nämlich davon ausgehen, dass die Preisbildung am Markt unter Einbezug der Informationen aus dem Emissionsprospekt zustande gekommen ist*" (ATF 132 III 715, 721 c. 3.2.1).

ou non eu connaissance des mensonges qui ont affecté le cours de bourse, et peut donc être constitutif d'*escroquerie*<sup>32</sup>.

A strictement parler, ces jurisprudences ne dérogent pas au principe selon lequel la responsabilité (civile ou pénale) de l'émetteur de produits financiers présuppose une tromperie des investisseurs. Elles donnent cependant à la notion de tromperie une portée abstraite, détachée de la situation individuelle d'investisseurs particuliers, et liée exclusivement à l'impact présumé du comportement de l'auteur sur le processus de formation des prix dans le marché boursier. Surtout, elles se distancient de la fiction légale selon laquelle les investisseurs sont réputés avoir pris connaissance des documents d'informations qui leur ont été remis ou auxquels ils peuvent avoir accès.

La jurisprudence récente offre d'autres exemples de situations dans lesquelles la responsabilité pénale d'un intermédiaire financier peut être mise en cause malgré l'absence de tromperie concrète d'un investisseur particulier. Par exemple, l'*omission d'un gérant de fortune de restituer à son mandant les rétrocessions reçues dans le cadre de son mandat* est désormais régulièrement appréhendé sous l'angle pénal<sup>33</sup>. Jusqu'à récemment, les autorités de poursuite et les tribunaux voyaient dans ce type d'affaires des questions relevant principalement de la justice civile, et refusaient le plus souvent d'entamer des procédures pénales en vertu du principe – quelque peu mystérieux il est vrai – de subsidiarité du droit pénal par rapport au droit civil<sup>34</sup>. Tel n'est désormais plus le cas. Le juge pénal s'aventure désormais toujours plus fréquemment dans ce qui était jusqu'à récemment le territoire du droit civil.

---

<sup>32</sup> ATF 122 II 422.

<sup>33</sup> Arrêt de la Chambre pénale de la Cour cantonale du Canton de Berne SK 2012/218; voir aussi l'arrêt du Tribunal fédéral 6B\_845/2014 du 16 mars 2015. La jurisprudence reste pour l'heure restrictive. Le simple fait d'omettre de restituer au mandant une commission reçue d'un tiers n'est pas considéré – à lui seul – comme un acte de gestion déloyale. La frontière entre la responsabilité civile et pénale devient cependant floue dans ce domaine. Voir à ce sujet DANIEL TUNIK, "*Suite du feuilleton des rétrocessions dans le domaine bancaire et financier: le juge pénal fera-t-il son apparition dans le prochain épisode?*" in: *Regards de marathoniens sur le droit suisse – Mélanges publiés à l'occasion du 20<sup>e</sup> "Marathon du droit"*, Genève 2015, 427 ss.

<sup>34</sup> ATF 141 IV 71, 75-77 c. 7 et 8.

## 5. Les évolutions législatives récentes

Les développements qui précèdent montrent que la conception libérale qui sous-tend la réglementation financière – fondée sur la notion de "disclosure" et empreinte de responsabilité personnelle – n'offre souvent plus de réponse satisfaisante à la réalité des marchés du XXI<sup>e</sup> siècle. Outre la protection de la liberté de décision des investisseurs, la législation la plus récente met également en avant la protection de la bonne foi sur le marché et la protection des investisseurs les moins expérimentés.

Par exemple, les art. 33e et 40 LBVM sanctionnent *l'exploitation d'informations d'initiés*. Or comme le Tribunal fédéral a eu l'occasion de le relever, les opérations d'initiés n'impliquent aucune tromperie de la part de leurs auteurs<sup>35</sup>. Il s'agit d'un "délict sans victime", dont la répression doit assurer le fonctionnement régulier du marché des capitaux dans son ensemble, et non la liberté de décision d'investisseurs individuels<sup>36</sup>. Même si les circonstances qui ont conduit à l'introduction du délict d'initié dans la législation pénale suisse sont exceptionnelles<sup>37</sup>, cette dernière n'en constitue pas moins une exception au principe selon lequel la répression pénale présuppose généralement – en matière financière – une tromperie d'un investisseur.

Le projet de loi fédérale sur les services financiers offre un autre exemple de cette évolution. Le projet prévoit d'obliger les prestataires de services financiers à catégoriser leurs clients – c'est-à-dire à distinguer les clients privés, professionnels et institutionnels – et à s'assurer du caractère approprié des produits proposés à chacun d'entre eux compte tenu de leurs connaissances spécifiques<sup>38</sup>. A moins que le service rendu se limite à l'exécution ou à la transmission d'ordres<sup>39</sup>, le prestataire de service ne peut

<sup>35</sup> ATF 109 Ib 47, 54-56 c. 5b.

<sup>36</sup> BSK StGB-MICHAEL TRIPPEL/GUIDO URBACH, Art. 161 N 4.

<sup>37</sup> Dans un arrêt de 1992, le Tribunal fédéral avait remarqué que la disposition du Code pénal réprimant les opérations d'initiés "*wurde [...] vor allem deshalb erlassen, weil es im Rechtshilfeverkehr mit den USA bei Insiderfällen Schwierigkeiten gegeben hatte*" (ATF 118 Ib 543, 547 c. 3b aa). Dans un article de 1984, le professeur Schubarth qualifiait l'infraction de "*reiner Rechtshilfeatbestand*" (MARTIN SCHUBARTH, "Insidermissbrauch – Zur Funktion und zum Hintergrund eines neuen Straftatbestandes", in: *Gedächtnisschrift für Peter Noll*, Zurich 1984, 303 ss).

<sup>38</sup> Art. 11 à 16 P-LSFin. En cas de gestion de fortune et de conseil en placement tenant compte de l'ensemble du portefeuille du client, la vérification doit également s'étendre à la situation financière et aux objectifs de placement du client (art. 13 P-LSFin).

<sup>39</sup> Art. 14 P-LSFin.

plus se limiter à informer le client des risques encourus. Il doit adapter son offre de services et de produits aux besoins et aux connaissances de ses clients. Dans les cas graves, la violation intentionnelle de cette obligation constitue une infraction pénale, passible d'une amende pouvant aller jusqu'à CHF 100'000<sup>40</sup>. Il en va de même de la violation des dispositions en matière de restitution des rémunérations reçues de tiers (rétrocessions)<sup>41</sup>.

## **Conclusion**

L'évolution des marchés et des circonstances oblige nos tribunaux et notre législateur à reconsidérer certains postulats fondamentaux – factuels et moraux – sur lesquels repose notre réglementation financière. Cette évolution est positive. L'application aveugle au XXI<sup>e</sup> siècle de schémas de pensée issus du XIX<sup>e</sup> conduit souvent à des hypocrisies, voire à des absurdités. Il est donc nécessaire et sain que la pertinence des principes qui sous-tendent notre réglementation financière soit reconsidérée à l'aune des réalités de notre temps.

Remettre en cause un modèle est cependant plus facile que d'en créer un nouveau. Malgré ses limites, l'idée selon laquelle une répression pénale suppose un mensonge ou une tromperie – et que les instruments civils ou administratifs assurent une protection suffisante dans les autres cas – avait l'avantage de la simplicité. Elle offrait une boussole morale claire aux intervenants, et assurait la prédictibilité et la cohérence du système.

Le nouveau modèle de pensée – emprunt de considérations de protection de la bonne foi et de la partie faible – est beaucoup moins lisible. La frontière entre ce qui est moralement répréhensible et pénalement punissable y devient floue.

Le risque dans ce contexte est de remplacer une hypocrisie par une autre. De passer de la fiction d'un consentement éclairé de l'investisseur à celle de conseils toujours parfaits et irréprochables de prestataires de services omniscients. On passerait alors d'un régime de quasi-impunité institutionnelle à un régime de devoirs irréalistes, où le prestataire de services financiers serait toujours coupable de quelque chose, et serait donc toujours passible de sanctions. Avant de céder à la tentation de multiplier les dispositions pénales pour satisfaire une opinion et une classe politiques à la recherche de responsables de la crise financière de 2008 et de ses

---

<sup>40</sup> Art. 92 lit. b P-LSFin.

<sup>41</sup> Art. 92 lit. c P-LSFin.

conséquences, il peut être bon de considérer que – dans l'histoire – les régimes qui ont mêlé trop intimement morale et droit pénal étaient généralement totalitaires.