



en partenariat avec



# Quelles stratégies face aux abus de marché ?

## Réparer, transiger, sanctionner

Mercredi 27 novembre 2013 de 14<sup>H</sup> à 19<sup>H</sup>  
à la CCI Paris Ile-de-France  
27 avenue de Friedland – 75008 PARIS



Sous le patronage de  
la Représentation en France de la Commission européenne

## Ouverture des travaux

**Pierre-Antoine GAILLY**, *Président de la CCI Paris Ile-de-France*. – Mesdames, Messieurs,

C'est avec un vif plaisir que je vous accueille, aujourd'hui, au siège de la Chambre de commerce et d'industrie Paris Île-de-France, pour ce colloque du CREDA consacré aux abus de marché. Ce plaisir est d'autant plus grand que, pour traiter d'un sujet aussi pointu, nous avons la chance de bénéficier du partenariat de l'Autorité des marchés financiers ; son président, Gérard Rameix, sera là tout à l'heure pour clôturer vos travaux et je l'en remercie chaleureusement.

Ce colloque s'inscrit dans le prolongement de l'étude que le CREDA, Centre de recherche sur le droit des affaires de la Chambre de commerce et d'Industrie Paris Ile-de-France, a publiée à la fin de l'année dernière : *Les sanctions des sociétés cotées - Quelles spécificités ? Quelle efficacité ?* ( CREDA, Les sanctions des sociétés cotées – Quelles spécificités ? Quelle efficacité ? sous la dir. de A. Reygrobelle et N. Huet, LexisNexis LITEC, coll. « Le Droit des Affaires », 2012, 482 pages). Cette étude, à laquelle ont contribué, notamment, les présidents de nos deux tables rondes, Alain Couret et Arnaud Reygrobelle, propose une approche originale de l'ensemble des sanctions visant spécifiquement les sociétés cotées, quelle que soit l'autorité qui les prononce. La politique répressive de l'AMF à l'égard des émetteurs y est présentée à travers une analyse des décisions rendues par la Commission des sanctions depuis 2004. Le droit pénal, le droit fiscal, le droit de la RSE ont aussi fait l'objet d'une analyse détaillée.

Mais l'ambition du CREDA était, comme toujours, de compléter un état des lieux nécessaire par l'éclairage de droits étrangers et les apports d'autres disciplines « cousines », avant que de formuler ses propres propositions. Ainsi, d'importants développements ont été consacrés aux solutions privilégiées par le droit américain, dont la *SEC* est, on le sait, le bras armé. L'analyse économique a également été largement mise à contribution pour comprendre le mécanisme même de la sanction...

Que met en évidence cette étude ?

Que si la France ne manque pas d'outils pour réprimer un manquement ou un délit boursier (que ce soit un délit d'initié, une manipulation de cours ou la diffusion d'une information fausse ou trompeuse), nous sommes en revanche assez démunis pour réparer les dommages causés. Or cette distorsion entre indemnisation et sanctions suscite de plus en plus de critiques, notamment de la part des investisseurs lésés.

D'un point de vue purement économique, on peut considérer que les amendes infligées sont inadéquates : parce qu'elles sont sans commune mesure avec l'avantage retiré de l'abus de marché, parce que le préjudice indemnisable est particulièrement difficile à évaluer, soit encore parce que la recherche de l'infraction peut impliquer, en elle-même, un coût disproportionné avec le but recherché et le résultat obtenu.

D'un point de vue plus juridique, on peut aussi s'interroger sur la légitimité à sanctionner deux fois un dirigeant ou une entreprise à l'origine des manquements ou des violations reprochés, une première fois devant la Commission des sanctions de l'AMF, une seconde fois devant le juge pénal.

Quelles stratégies adopter alors face aux abus de marché ?

Tel est le thème livré à nos intervenants et à votre réflexion.

Peut-on aller vers une meilleure réparation des dommages causés par ces comportements répréhensibles ? Faut-il choisir de ne retenir qu'une voie répressive ? Si oui laquelle ? Faut-il privilégier la solution pénale ou la solution administrative ? les deux conjointement ? Faut-il encourager la transaction ? Quelle stratégie les entreprises peuvent-elles ou doivent-elles mettre en œuvre pour prévenir toute suspicion de manquement ou de délit ? Comment assurer le légitime droit à l'oubli en cas de prononcé d'une sanction ?

Toutes ces questions, et sûrement bien d'autres, vont être abordées et débattues par les différents spécialistes qui nous font l'amitié d'être là aujourd'hui.

Notre Chambre de commerce et d'Industrie a pris [position](#) (Réaction de la CCIP au rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, février 2011), en 2011, à la suite du [rapport de l'AMF relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs](#) (Rapport du groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 25 janvier 2011). Nous sommes favorables à ce que la Commission des sanctions prenne en compte les efforts d'indemnisation menés par les émetteurs lorsqu'elle détermine le montant de la sanction.

Le thème est aussi d'une actualité européenne toute fraîche.

On sait que les sanctions à appliquer en cas de violation des nouvelles règles relatives aux marchés financiers dans le cadre de la révision de la directive abus de marché de 2003 (Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché) suscitent des divergences entre le Parlement européen et le Conseil.

Philip Tod, de la DG Marché intérieur et services, nous en dira plus, dans quelques instants, sur l'avancée de ces travaux. Il nous éclairera sans doute sur la volonté de la Commission d'harmoniser les sanctions administratives et d'encourager les Etats à renforcer leurs sanctions pénales. Je le remercie chaleureusement de sa présence. Je sais qu'il a participé il y a quelques jours à des trilogues sur ce sujet et j'espère qu'il pourra partager avec nous quelques-unes des problématiques soulevées.

J'ajouterai, pour finir, qu'en ce domaine, peut-être plus qu'en tout autre, le droit comparé est un outil très précieux. Nous avons la chance d'accueillir deux expertes en la matière : Katrin

Deckert et Bénédicte François, qui pourront nous éclairer sur les pratiques de nos voisins allemands et américains.

Ce colloque va donc s'organiser autour de 2 tables rondes : la première traitera des réparations possibles, souhaitables.... Elle sera animée et présidée par Alain Couret. La seconde sera consacrée aux sanctions et sera animée et présidée par Arnaud Reygrobellet.

Je laisse à chacun d'eux le soin de présenter les experts qui participeront à ces deux tables rondes. Qu'ils reçoivent tous l'expression de notre profonde gratitude.

## Les projets de la commission européenne

**Philippe TOD**, adjoint au chef d'Unité G3 – Marché des valeurs mobilières, DG Marché intérieur et services, Commission européenne –

### POURQUOI UNE RÉVISION DE LA DIRECTIVE ABUS DE MARCHÉ (MAD) DE 2003?

La commission a constaté que depuis 2003 les marchés ont changé de manière drastique :

De nouvelles plateformes électroniques, en plus des marchés traditionnels, se sont développées, notamment les *multilateral trading facilities* (MTFs), qui restaient en dehors du champ de la directive de 2003. Certes, les Etats pouvaient les inclure dans le champ de leur droit national, et beaucoup l'ont fait, mais ce n'était pas une exigence de la directive. D'autres plateformes, telles les *broker crossing networks* restaient, elles aussi, en dehors du champ de la directive.

Nous avons aussi constaté la croissance de la négociation de gré à gré, le développement de nouvelles technologies, comme le *trading* haute fréquence, l'apparition de marchés de plus en plus globaux (avec un accroissement des transactions transfrontalières) et des processus de financiarisation croissante des marchés de matières premières.

La Directive abus de marché avait donc été dépassée par ces développements qui n'avaient pas été anticipés dans sa version de 2003.

La commission a également souhaité répondre à une demande de la part des autorités compétentes nationales qui nous ont fait savoir qu'elles n'avaient pas toujours les outils adéquats pour détecter et sanctionner les abus de marché.

En outre, la Commission a pu constater que les sanctions administratives et pénales pour les abus de marché n'étaient pas suffisamment harmonisées et dissuasives, et des différences très marquées existaient entre les sanctions prononcées par les différents Etats membres.

Enfin, nous avons été particulièrement inquiets, suite à la manipulation du LIBOR et de l'EURIBOR. Ce scandale a mis en évidence que le champ de la législation n'était pas suffisamment large pour clairement interdire la manipulation des indices de référence et permettre aux autorités compétentes d'imposer des sanctions, alors que de tels comportements étaient très clairement répréhensibles.

#### LES OBJECTIFS DE LA COMMISSION

Les principaux axes des propositions de la Commission ont été les suivants :

- Veiller à ce que le cadre législatif contre les abus de marché soit en phase avec l'évolution des marchés : ce qui implique d'élargir le champ de la directive aux nouveaux marchés qui se sont ajoutés aux marchés réglementés classiques (notamment pour englober la nouvelle catégorie des OTFs créée par la directive MIF)
- Adapter le cadre législatif aux nouvelles technologies (notamment le *trading* à haute fréquence) et déterminer quelles stratégies de *trading* à haute fréquence constituent des manipulations de marché
- Elargir le champ d'application de la directive aux abus de marché qui se produisent tant sur les marchés de matières premières que sur les marchés financiers qui y sont liés
- Renforcer les pouvoirs d'investigation des autorités compétentes : accès aux locaux privés et aux données téléphoniques, instauration d'un régime pour les informateurs ("*whistle-blowing*")
- Renforcer le niveau d'harmonisation des sanctions administratives, prévoir des sanctions plus sévères et des définitions harmonisées des sanctions pénales
- Renforcement du "*single rulebook*" par la voie d'un Règlement et en éliminant dans la mesure du possible les options pour les Etats membres (par exemple sur les pratiques de marché admises)
- Réduire, dans la mesure du possible, la charge administrative sur les PME – notamment en ce qui concerne les listes d'initiés et les transactions par les dirigeants d'entreprise

#### LA PROPOSITION DE RÈGLEMENT ET DE DIRECTIVE

La Commission a donc présenté deux propositions législatives en octobre 2011 pour réviser la directive abus de marché – un règlement sur les abus de marché et une directive sur les sanctions pénales. Il a été nécessaire de séparer ces deux textes car ils reposent sur des bases juridiques différentes.

En juillet 2012, nous avons modifié ces deux propositions pour veiller à ce que les manipulations d'indices de référence comme le LIBOR et l'EURIBOR soient clairement interdits et passables de sanctions administratives et pénales.

Concernant le Règlement sur les abus de marché, un accord politique a été trouvé fin juin entre le Parlement et le Conseil, qui a été approuvé par le PE en septembre. Ce texte est actuellement en cours de finalisation par les juristes linguistes, un processus qui devrait se terminer début 2014.

Concernant la Directive, les trilogues ont débuté le 13 novembre, et le prochain trilogue aura lieu demain, et un troisième est prévu le 10 décembre. La présidence finlandaise a estimé qu'il fallait prioritairement avancer sur le règlement car beaucoup de points de la directive en dépendaient.

#### LES RÉPARATIONS DANS LE RÈGLEMENT SUR LES ABUS DE MARCHÉ

Le Règlement ne précise pas d'obligations en termes de responsabilité civile ou de réparations. Mais c'est un règlement, et donc toute personne qui estime avoir subi un préjudice suite à une infraction au règlement peut tenter une action en réparation conformément au droit national.

Et quand une autorité compétente impose une sanction administrative, elle doit tenir compte de toutes les circonstances, y compris le degré de coopération de la personne responsable.

Je suivrai avec intérêt votre débat sur les réparations et les pratiques en France et dans d'autres Etats membres dans ce domaine. Je serai notamment intéressé d'en savoir plus sur la façon de calculer le préjudice pour les investisseurs d'un abus de marché, et d'identifier les investisseurs qui ont souffert de ce préjudice, et qui doivent être dédommagés.

#### LES SANCTIONS

En anticipant un peu sur la deuxième table ronde (v. infra), je voudrais rappeler les principaux éléments du Règlement et de la proposition de Directive concernant les sanctions.

Une des grandes innovations du Règlement est qu'il harmonise les sanctions administratives et cherche à élever le niveau des amendes maximales. Nous aurions souhaité aller plus loin et imposer aux Etats membres de prévoir des sanctions administratives en plus des sanctions pénales exigées par la directive. Malheureusement il n'a pas été possible d'obtenir un accord sur cette base parce que certains Etats membres ont estimé que les sanctions administratives proposées par le règlement étaient trop élevées et équivalaient, dans leur droit national, à des sanctions pénales. Ces Etats ont exigé la possibilité d'opter pour un

régime de sanctions pénales au lieu de sanctions administratives pour certaines infractions au Règlement.

Mais cette option est encadrée. Elle est limitée dans le temps, les Etats membres doivent notifier en détail leurs dispositifs et communiquer à l'ESMA les données (anonymes et agrégées) sur les investigations en cours et les sanctions infligées.

Les sanctions administratives que les Etats membres doivent au moins prévoir sont énumérées en détail, et comprennent une interdiction permanente d'exercer des fonctions de gestion dans une entreprise d'investissement (pour des infractions graves et répétées), des amendes allant jusqu'à 3 fois le bénéfice ou la perte évitée, ou 5 millions pour les personnes physiques et 15 millions (ou 15% du chiffre d'affaires) pour les personnes morales.

Le Règlement harmonise aussi les circonstances dont les autorités compétentes doivent tenir compte lorsqu'elles imposent des sanctions (gravité, durée, degré de responsabilité, revenus, bénéfice/perte évitée).

Les autorités compétentes doivent aussi coopérer et coordonner leur action pour veiller à ce que les investigations et les sanctions concourent aux résultats souhaités par le Règlement, c'est-à-dire dissuader les contrevenants éventuels et punir sévèrement les personnes coupables.

La Directive harmonise la définition des délits d'initiés et des manipulations de marché et exige que tous les Etats membres imposent des sanctions pénales au moins pour ces délits commis intentionnellement. Les Etats membres peuvent aller plus loin et pénaliser aussi en cas de négligence fautive.

Le trilogue sur cette Directive est en cours. Le Conseil souhaite que les Etats membres puissent choisir de restreindre les sanctions pénales aux infractions graves mais ne propose pas d'harmoniser les critères pour définir les cas graves ; il ne souhaite pas que soit fixé, dans la directive, de montant maximum. Le parlement européen, par contre, souhaite un champ large et veut imposer des sanctions maximales d'au moins 2 et 5 ans.

Nous verrons quel compromis sera trouvé ; nous espérons conclure un accord avant la fin de l'année.

## **Abus de marché : quelles réparations ?**

**Alain COURET**, *Professeur à l'Ecole de Droit de la Sorbonne, Avocat associé CMS-BFL.* – Notre première table ronde est consacrée à la réparation.

Cette réparation est venue tard dans les réflexions en France. Elle a été prise en considération à l'heure d'une évidente tendance à la subjectivisation de la sanction et plus généralement d'une tendance au développement des droits à quelque chose, expression d'une vision de plus en plus subjective des rapports sociaux. La répression protège le marché en général et incidemment les investisseurs dès lors que la peur de la sanction est de nature à dissuader de commettre certaines infractions. La réparation répond à une attente croissante des investisseurs qui demandent à ce que le préjudice personnellement vécu soit réparé.

Si le droit à réparation s'est introduit tard dans le débat, c'est peut-être comme on l'a dit parfois pour des raisons culturelles : la spéculation suscite une évidente réprobation dans une partie de la population qui tend à renvoyer dos à dos l'auteur d'infractions boursières et ses victimes (V. Didier MARTIN "Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard", Mélanges AEDBF Finance 2013 p. 399 et s., spécialement p. 399). Mais probablement cette considération ne fournit qu'une part de l'explication. Il faut sans doute aller un peu plus loin dans la recherche.

Notre collègue Alain PIETRANCOSTA a de manière tout à fait remarquable approfondi le pourquoi de ce caractère tardif (Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur, RTDF n° 3-2007 p. 21 et s.). Outre des raisons de politique législative nées de la volonté de faire primer l'intérêt général sur l'intérêt particulier, il a montré que la cause résidait largement dans le profil même des victimes qui mettait à l'épreuve le droit classique de la responsabilité :

*« Des victimes souvent ignorantes du dommage qu'elles subissent, en raison de la difficulté de détecter les délits et manquements ; des victimes passives, apathiques, une apathie rationnelle compte tenu de leur éparpillement et de l'absence d'instruments d'action collective efficaces face à des préjudices de masse ; des victimes conscientes, sinon partiellement consentantes, qui connaissent et sont censées assumer le risque inhérent aux coopérations de marché : peut-on prétendre à des réparations alors même que l'on a choisi de jouer en bourse (Didier MARTIN, op. cit. loc. cit.) ? Des victimes indéterminées, ou au moins rendues difficilement identifiables par le processus intermédié d'appariement des ordres sur les marchés financiers ; voire même des victimes introuvables, si l'on en croit l'analyse des délits boursiers en « victimless crimes » ; ou pire, des victimes nécessaires, sacrifiées sur l'autel de l'efficacité des marchés ; certainement, en tout cas, des victimes aux préjudices difficilement évaluables ».*

Ces arguments qui ont une vraie valeur explicative ne sont pas insurmontables surtout si l'on examine leur pertinence à l'aune du droit comparé, ce que nous ferons tout au long de cette table-ronde grâce au concours de nos collègues Katrin DECKERT, maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense et Bénédicte FRANCOIS, Professeur à l'Université de Tours.

Nul aujourd'hui ne discute l'intérêt qu'il y a à admettre une telle réparation. Comme le dit Alain SUPIOT dans son remarquable « *Homo Juridicus* », parmi les fondements dogmatiques du marché, il y a la circulation des créances, c'est-à-dire si l'on revient à l'étymologie la



circulation de croyances (Edition du Seuil 2005, Collection « Points » 2009 p. 16). Peut-on concevoir que la méconnaissance des règles du jeu de cette circulation ne soit pas réparable ? On se plait à souligner la tendance du droit de la responsabilité civile à s'immiscer dans chaque interstice de la vie économique (Didier MARTIN, op. cit., loc. cit.) ; comment pourrait-il ignorer ce domaine ? Il faut donc dépasser les obstacles précédemment évoqués et répondre à quelques questions essentielles « *qui peut agir, contre qui, où, et pour obtenir quoi ou plutôt combien ?* » ( Alain PIETRANCOSTA précité p. 24 § 7).

L'AMF a fait des propositions, que ce soit au niveau du Collège (notamment rapport du groupe de travail présidé par Jacques DELMAS-MARSALET et Martine RACT-MADOUX « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs » 25 janvier 2011) ou de la Commission des sanctions et cela peut être un utile point de départ. Maître Bernard FIELD, ancien Membre du Collège, aujourd'hui Membre de la Commission des sanctions va nous présenter dans un premier temps ces propositions.

La réflexion sur ces propositions toutefois doit être conduite en suivant un raisonnement systématique qui puisse permettre de balayer éventuellement les objections que nous avons précédemment évoquées.

Et d'abord, pour répondre à une question première : y a-t-il même un préjudice réparable ? Dominique SCHMIDT, agrégé des Facultés de Droit et avocat à la Cour de Paris, présentera ici les termes du débat.

A supposer que l'on puisse concevoir un préjudice réparable, comment définir ce préjudice : simple perte de chance, réparation intégrale du préjudice boursier ? Maître Arnaud de la COTARDIERE, avocat associé au cabinet LINKLATERS, nous apportera des éléments de réflexion.

S'il y a un préjudice, qui doit payer et comment faire payer ? Il y a ici plusieurs horizons temporels pour les réponses : quels sont les moyens existants aujourd'hui ? Quels sont les moyens procéduraux qui pourraient apporter des réponses plus efficaces ? Maître Vincent PONSONAILLE présentera un exposé sur ces questions.

Cet exposé ne pourra pas ne pas faire état de la situation française caractérisée par l'existence pour un même fait de plusieurs voies procédurales qui se cumulent parfois. Ce cumul améliore-t-il les chances de réparation ? Il y a fort à parier que la réponse sera négative, d'où l'intérêt de concevoir des approches différentes.

Notre collègue Dominique SCHMIDT présentera une piste de recherche susceptible de modifier substantiellement la procédure existante de réparation.

Mais pour le moment, je cède la parole à Maître Bernard FIELD pour qu'il nous parle des projets du collège et de la commission des sanctions de l'AMF.

## LES PROJETS DE L'AMF EN MATIERE DE REPARATION

**Bernard FIELD**, *Membre de la commission des sanctions de l'AMF, Avocat à la Cour, Senior of counsel* - Le sujet qu'il m'a été demandé de développer, les propositions du collège et de la commission des sanctions en matière de réparation, est un sujet facile à traiter ; d'abord parce que c'est un sujet factuel ; ensuite parce que tout, sur ce sujet, figure dans le chapitre remarquable que notre ami et président de séance Alain Couret a rédigé dans l'ouvrage du CREDA sur les sanctions des sociétés cotées (A. Couret, La distinction Sanction / Réparation in, CREDA, Les sanctions des sociétés cotées – Quelles spécificités ? Quelle efficacité ? sous la dir. de A. Reygrobellet et N. Huet, LexisNexis LITEC, coll. « Le Droit des Affaires », 2012, p. 199 s.).

Je vais donc, pour ma part, faire une simple présentation cursive de ces propositions.

Dans le chapitre rédigé par Alain Couret auquel je viens de faire allusion, il est fait référence à un très ancien rapport annuel de la COB, de 1991. La COB avait demandé au professeur Viandier de réaliser une étude sur la réparation. Ce dernier avait conclu que la réparation civile des dommages causés aux actionnaires était quasi-nulle. Qu'en est-il vingt ans plus tard ? Car c'est le bond qu'il faut faire pour arriver au rapport du groupe de travail dont vous avez parlé à l'instant, et qui a été confié par le collège de l'AMF à deux de ses membres, Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux (Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux, membres du collège de l'AMF, 25 janvier 2011). Ce rapport, qui porte sur l'indemnisation du préjudice subi par les épargnants et les investisseurs, a été publié fin janvier 2011.

Le groupe de travail s'est longuement penché sur le sujet du colloque puisqu'on y retrouve quelque 25 pages consacrées à la réparation. Il débouche sur une série de recommandations que je vais présenter succinctement.

Le premier point consiste à privilégier le règlement amiable des litiges au sein même des établissements financiers concernés et en développant la médiation de l'AMF. L'AMF dispose d'un service de médiation qu'elle a récemment renforcé. Ce service joue un rôle particulièrement utile pour tenter de rapprocher les vues et les intérêts de ceux qui s'estiment victimes d'agissements dans ces différents domaines, et ceux des établissements ou des sociétés de gestion qui ont pu abuser les épargnants en question.

La deuxième recommandation consiste à prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures internes à l'AMF. Le rapport développe d'abord une série de propositions concernant les services proprement dits de l'AMF. D'une part, s'agissant de ceux qui contrôlent les sociétés de gestion, le rapport les encourage à poursuivre la pratique des préconisations adressées aux professionnels en vue d'indemniser les personnes qui ont pu être lésées si des manquements à leurs obligations ont été détectés par les services. D'autre part, concernant la direction des enquêtes et des contrôles, le rapport suggère aux enquêteurs

d'interroger les mis en cause, à un stade très en amont de l'enquête initiale, sur l'indemnisation éventuelle des clients qui auraient émis des réclamations sur leur comportement.

Ensuite, le rapport se penche sur la Commission des sanctions elle-même et fait plusieurs recommandations.

Dans un premier temps, il part d'un constat : la commission des sanctions prend « parfois » en compte, dans le quantum des sanctions qui sont prononcées, la question de la réparation. Et le rapport de conclure que ce « parfois » n'est pas suffisant ; il « encourage vivement la commission des sanctions à systématiser une telle démarche ».

Dans un deuxième temps, le groupe de travail propose d'instituer une sorte de procédure d'ajournement, plus ou moins calquée sur celle qui existe en procédure pénale, et qui prévoirait un renvoi à date fixe pour permettre au mis en cause d'indemniser les victimes de ses agissements.

Dans un troisième temps, il demande plus largement de prendre en compte la réparation dans la mise en œuvre du pouvoir de transaction (« composition administrative »). Ce qui revient à renvoyer la balle moins à la commission des sanctions qu'au secrétaire général de l'AMF et au collège puisque c'est le secrétaire général qui négocie le montant de la transaction avec le mis en cause, le collège donnant ensuite son aval avant que le dossier n'arrive à la commission des sanctions pour homologation. Mais il faut relever que la composition administrative est exclue en matière d'abus de marché.

Enfin, le groupe de travail s'est intéressé à l'indemnisation judiciaire, en préconisant d'organiser une contribution de l'AMF aux démarches des victimes, en permettant la transmission au juge civil, à sa demande, de toutes pièces utiles (rapport d'enquête ou de contrôle ou autre élément du dossier). Cette transmission se heurte aujourd'hui à la règle du secret professionnel à laquelle sont assujettis les membres de l'AMF et qui n'est levé par la loi qu'au profit du procureur de la République. La dernière proposition du groupe de travail en ce domaine préconise également de contribuer à l'évaluation du préjudice à la demande du juge, ce qui soulève des interrogations sur le processus qui serait suivi à cet effet.

Evidemment, la commission des sanctions n'a pas été en reste après ces propositions. Si le rapport du collège a été mis en ligne fin janvier 2011, le groupe de travail mixte qui a été composé au premier semestre 2013 entre des membres de la commission des sanctions, des membres du collège et quelques praticiens (avocats notamment) a été constitué à l'initiative de la commission des sanctions elle-même. Le rapport rédigé à cette occasion a été rendu public le 3 octobre 2013 lors du colloque de la commission des sanctions. Il s'intitule, « Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel » (Groupe de travail présidé par Claude Nocquet, présidente de la Commission des sanctions de l'AMF, octobre 2013).

Le rapport écarte d'abord une proposition qui avait été faite par le groupe de travail du collège de l'AMF : celle de la procédure d'ajournement. Cette procédure ne lui apparaît pas adéquate pour toute une série de raisons, dont l'allongement des délais que cela induirait inévitablement, l'absence de moyens suffisants pour évaluer le préjudice, et le fait que devant la commission des sanctions il n'y a pas de parties civiles, contrairement à ce qui se passe dans un procès pénal. Autrement dit, les victimes n'étant pas présentes, il est assez difficile d'imaginer une procédure destinée à l'indemnisation des victimes, réelles ou supposées, sans que celles-ci soient présentes ou représentées devant la commission.

Le rapport dévie aussi délicatement une autre proposition du groupe de travail du collège sur la systématisation de la prise en compte de l'indemnisation dans le quantum des sanctions. La réponse est faite en deux temps : il indique d'abord que, parmi les circonstances aggravantes, « sont », et continueront de devoir être, prises en compte l'existence et l'ampleur des préjudices causés aux épargnants. Puis il fait une proposition légèrement différente, cette fois en évoquant les circonstances atténuantes, et propose d'ajouter à l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, comme critère à prendre en compte pour évaluer la sanction, notamment les mesures prises par le mis en cause pour réparer les préjudices causés aux tiers. Bien entendu, cela nécessiterait de passer par la voie législative.

Tout cela a trouvé écho dans le plan stratégique de l'AMF pour la période 2013-2016 qui a été présenté en tant que projet en septembre 2013 et qui devrait, à ma connaissance, être très prochainement confirmé après la période de consultation. L'écho se trouve dans l'un des objectifs de ce plan qui s'intitule « progresser dans la réparation des préjudices ». Quatre points d'amélioration sont proposés : prolonger et renforcer l'action de médiation de l'AMF, tenir compte plus systématiquement dans les investigations et dans les sanctions de la réparation des préjudices par les mis en cause comme une circonstance atténuante, inscrire dans les accords de composition administrative, plus systématiquement et lorsqu'il y a lieu, les engagements pris en matière de réparation des préjudices et, enfin, disposer de la faculté de transmettre au juge civil, en cas de demande, les pièces qui lui seraient utiles en vue de la réparation des préjudices subis par les épargnants, ce qui nécessite, comme déjà indiqué, de procéder à une modification législative. Celle-ci est en bon chemin puisque le projet de loi sur la consommation prévoit que le juge civil peut demander à l'AMF la transmission de tout document qui lui paraîtrait utile au règlement du litige dont il est saisi (devenue la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014).

**Alain COURET** – Merci. Je vais passer la parole à Dominique SCHMIDT pour traiter de cette question, qui n'est pas si simple, et sur laquelle les comparatistes tout à l'heure porteront également leurs lumières : existe-t-il véritablement un préjudice réparable ?

## LE PREJUDICE REPARABLE

**Dominique SCHMIDT**, *Agrégé des facultés de droit, Avocat* – Y a-t-il un préjudice réparable ?

Pour qu'il y ait un préjudice réparable, il faut caractériser une faute, un préjudice et un lien de causalité.

### LA FAUTE

S'agissant de la **faute**, on constate que bien des abus de marché sont détectés par les services d'enquête de l'AMF et sont ensuite, devant la commission des sanctions, caractérisés et sanctionnés. Mais la décision de la commission des sanctions ne fait qu'établir un manquement aux obligations pesant sur les opérateurs et la commission n'a pas elle-même compétence pour caractériser une faute, civile ou pénale. Il ne suffit donc pas de se prévaloir d'une décision de la commission des sanctions relative à un abus de marché pour en déduire aussitôt l'existence d'une faute imputable à son auteur.

Y a-t-il un **préjudice** réparable au titre d'un abus de marché ?

### LE PREJUDICE

La réponse varie selon l'abus de marché en cause. Il y a trois abus de marché.

**Premier abus, l'opération d'initié** - Une personne détient des informations privilégiées qui, si elles parvenaient au marché, seraient susceptibles d'influer sur le cours de bourse. Cette personne agit sans avoir révélé ces informations ; les investisseurs peuvent s'en plaindre en arguant que si cette information avait été révélée avant que cette personne l'exploite sur le marché, le cours aurait été différent, et les investisseurs auraient pu acheter moins cher ou vendre plus cher. L'infraction d'initié aurait donc causé un tel dommage. L'argument est périlleux. En effet, l'investisseur qui opère sur le marché passe par l'intermédiation nécessaire de la chambre de compensation de sorte que son cocontractant n'est pas l'initié. Son cocontractant peut être toute autre personne qui agit sur le marché au même moment que lui. De sorte que créer un préjudice à partir d'une information privilégiée retenue par un initié demeure en France sans précédent. Il en irait différemment si l'initié avait traité de gré à gré avec son cocontractant : dans cette hypothèse, la technique civile du dol par réticence pourrait trouver application. C'est dans cette seule hypothèse, semble-t-il, qu'il pourrait y avoir, en l'état de notre législation et de notre jurisprudence, un préjudice réparable au titre d'un manquement d'initié.

**Deuxième abus, la manipulation de marché** – Il s'agit de manœuvres qui entravent le fonctionnement normal du marché en induisant autrui en erreur. Ces manœuvres consistent le plus souvent à faire passer une ou des informations sur le marché qui vont induire en erreur les autres opérateurs ; et c'est de cette erreur que profite le manipulateur au moment où il déboucle son opération. Sur le plan du préjudice réparable, cet abus se rapproche du troisième abus.

**Troisième abus, la diffusion de fausses informations** – C'est l'infraction la plus fréquente : la grande majorité des décisions de la commission des sanctions concerne des fausses informations diffusées sur le marché.

Un marché fonctionne à l'aide des informations dont disposent les investisseurs : au vu de ces informations, les investisseurs achètent, vendent, offrent et acceptent un prix. L'information contribue à la formation des prix de sorte qu'une fausse information est susceptible de produire un effet sur le cours. Cet effet se traduit par un cours artificiel, soit à la hausse si l'information fautive est trop optimiste, soit à la baisse si elle est trop décevante.

Une fautive information est de nature à causer un double préjudice aux opérateurs (V. sur ce sujet l'intervention *infra* d'Arnaud de la Cotardière) : tout d'abord, les opérateurs peuvent soutenir que s'ils avaient connu la vérité, cachée par la fautive information, ils auraient acquis moins cher, vendu plus cher ou auraient conservé leurs titres. De sorte que, en raison de la fautive information, leur consentement n'a pas été éclairé. Ce premier aspect du préjudice est analysé comme la perte d'une chance d'investir autrement, la fautive information ayant généré cette perte.

Les investisseurs peuvent également soutenir que la fautive information trop optimiste a induit un cours de 110, par exemple, alors que la connaissance de la réalité aurait conduit le marché à retenir un cours de 100. Si donc l'achat des titres a été réalisé au cours de 110, le surpris de 10 représente une perte financière. La perte financière constitue ainsi le deuxième préjudice éventuellement réparable.

#### LE LIEN DE CAUSALITE

Le problème le plus délicat concerne le lien de causalité. En effet, il ne suffit pas de constater l'existence d'une faute et d'un préjudice. Encore faut-il que les deux soient liés. Pour prouver qu'une information abusivement retenue par un initié, c'est-à-dire non dévoilée au marché, ou pour établir qu'une fautive information, par suite d'une manipulation de cours ou d'une diffusion trompeuse, a pu générer le préjudice, il faut établir trois éléments indispensables.

Il faut d'abord que la victime démontre qu'il existe une relation entre la fautive information, ou l'information retenue par l'initié, et le cours du titre. Si la fautive information n'a produit aucun effet sur le cours du titre, il n'y a pas de préjudice. La fautive information s'est noyée dans le flot des informations qui chaque jour arrivent sur les marchés. Donc une information qui n'aurait pas de relation avec le cours du titre ne provoque pas de préjudice réparable.

A supposer que cette relation soit établie, il faut encore la mesurer : quel aurait été le cours en l'absence de l'information fautive ou retenue ? Il faut enfin que la victime établisse la relation entre la fautive information, ou l'information retenue abusivement par l'initié, et sa propre décision d'investir ou de conserver : elle devra prouver que la fautive information a exercé une influence quasi déterminante sur sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver. Supposons qu'un investisseur ait opéré en bourse tel jour, mais que ce jour-là il ne connaissait pas la fautive information. Cette information aurait-elle eu un impact sur le cours, elle n'a pas dicté son arbitrage. Il faut donc qu'il démontre qu'il connaissait la fautive information et que cette fautive information l'a déterminé à acheter le titre en cause. C'est dire à quel point la preuve du lien de causalité est très difficile à rapporter.

La difficulté d'obtenir la pleine réparation du préjudice se trouve accrue par l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 9 mars 2010 : « Attendu que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé ». La formule est pénalisante sous l'angle du préjudice, puisqu'elle exclut la réparation de la perte financière. Elle est cependant intéressante sous l'angle du lien de causalité en ce qu'elle fait (en quelque sorte) présumer que la fautive information a trompé le consentement de l'investisseur. Il suffirait de constater que la fautive information a créé un contexte dans lequel un investisseur a pu perdre une chance d'arbitrer différemment. On voit ainsi que la notion de perte de chance utilisée par la Cour de cassation est en fait le palliatif d'une causalité incertaine.

## LE PREJUDICE REPARABLE EN DROIT AMERICAIN ET EN DROIT ALLEMAND

### LES PRESOMPTIONS DE LIEN DE CAUSALITE DANS LE DROIT AMERICAIN

**Bénédicté FRANCOIS**, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours* –

Aux États-Unis, le grand nombre des actions en justice engagées par les investisseurs s'explique traditionnellement par l'existence, dans le domaine financier, de lois et d'une jurisprudence favorables (V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 11th ed., Thomson Reuters, Foundation Press, 2009, p. 849 s. ; L. Loss and J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, 3rd ed, Boston, Little, Brown & Company, 1995 ; S. M. Bragg, *Running A Public Company, From IPO to SEC Reporting*, John Wiley & Sons, Inc., 2009, p. 79 ; Mathilde Sollier, *Les incidences extraterritoriales du Dodd Frank Act*, Bull. Joly Bourse, 1 janv. 2013, n°1, p. 41 n°4 ; P.-H. Conac, *La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information*, Bull. Joly Bourse, 1<sup>er</sup> mai 2007, n°3, p. 358 et *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, LGDJ, 2002, spéc., p. 197). Mais la situation évolue. En 2012, on constate une diminution de 19 % du nombre des actions collectives avec 152 cas contre 188 en 2011 (Rapport de la Stanford Law School - *Securities Fraud Class-Actions Fall as Crisis Cases Wane*, January 23, 2013, [http://securities.stanford.edu/resources\\_news\\_blog\\_excerpt.html?id=113330](http://securities.stanford.edu/resources_news_blog_excerpt.html?id=113330)). C'est le second plus bas niveau

en 16 ans. Surtout, une décision de la Cour Suprême prise le 15 novembre 2013 dans l'affaire Halliburton contre Erica John Fund devrait rendre plus difficile la démonstration du lien de causalité et de ce fait raréfier les actions en réparation (Halliburton Co v. Erica P. John Fund, Inc., 2013 WL 4855972 (2013), Supreme Court of the United States, Petition for a Writ of Certiorari, N°13-317, Sept. 9, 2013 and Nov. 15, 2013, Petition granted, <http://www.supremecourt.gov/Search.aspx?FileName=/docketfiles/13-317.htm>).

### **Originalité du régime de responsabilité civile existant.**

Au lendemain de la crise de 1929, le Congrès a adopté deux textes fondateurs de la régulation financière américaine : le *Securities Act* de 1933 et le *Securities Exchange Act* de 1934 (J. Seligman, *The Transformation of Wall Street. A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Rev. ed. Boston: Northeastern Univ. Press, 1995, chap. 2 et 3 ; V. égal. J. M. Landis, *The Legislative History of the Securities Act of 1933*, 28 *George Washington Law Review*, 29 (1959)). Des dispositions du *Securities Act* et de l'*Exchange Act* ont explicitement prévu que les investisseurs pouvaient agir en justice pour obtenir réparation (*express private right of action*).

**Le *Securities Act* de 1933** comporte trois articles (*Sections*) aménageant le régime de la responsabilité civile (*Anti-Fraud Provisions*) (<https://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>).

La *Section 11* « *Civil liabilities on account of false registration statement* » permet aux investisseurs d'engager la responsabilité civile des émetteurs en cas d'informations erronées dans les documents d'enregistrement (*registration statement*) soumis à la *Securities and Exchange Commission*. L'action est ouverte aux investisseurs qui ont souscrit directement les titres lors de l'émission, mais aussi aux investisseurs du marché secondaire s'il leur est possible de démontrer que ces titres proviennent du placement originel (*shares « must be traced to the registered offering »*) (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, 11th ed., Thomson Reuters, Foundation Press, 2009, p. 850 ; V. égal. H. A. Sale, *Disappearing Without a Trace: Sections 11 and 12(a) (2) of the 1933 Securities Act*, 75 *28 George Washington Law Review*, 429 (2000)). Afin d'aider les plaignants, le *Securities Act* de 1933 a prévu des règles qui permettent de faciliter la preuve de la faute, du dommage et du lien de causalité. Tout d'abord, il faut que le plaignant prouve que les documents d'enregistrement contenaient une présentation erronée d'un fait important (*material fact*) ou omettaient de présenter un fait important qui était exigé ou nécessaire pour éviter une interprétation trompeuse. Est jugé important un fait ou une omission qu'un « investisseur raisonnable » considérerait comme significatif avant de prendre une décision d'investissement. L'investisseur peut alors engager la responsabilité des auteurs des documents d'enregistrement erronés. Pèse sur l'émetteur une présomption irréfutable de responsabilité (V. P.-H. Conac, *La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information*, op. cit., n°9). La société émettrice est donc soumise à un régime de responsabilité sans faute. Une seule exception est admise : l'émetteur doit prouver que l'investisseur était au courant de l'inexactitude ou de l'omission précitée.



Quant aux autres personnes qui ont préparé ou certifié les documents d'enregistrement (administrateurs, commissaires aux comptes, garants, experts...), leur responsabilité peut également être engagée. La présomption est simple. Mais, pour la renverser, il leur faut prouver qu'ils ont apporté à l'affaire toute l'attention requise et qu'ils ont effectué les diligences normalement attendues (*reasonable care and due diligence defenses*). Ces différents acteurs peuvent être tenus responsables conjointement ou solidairement – à l'exception des administrateurs indépendants (*Sect. 11 (f) « Joint and several liability. Liability of outside directors »*).

De plus, l'investisseur devrait en théorie prouver deux causalités (V. P.-H. Conac, La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information, *op. cit.*, n°12). Tout d'abord, il devrait arguer qu'il a cru à l'information erronée figurant dans le prospectus et que celle-ci a déclenché son achat. Or la *Section 11* du *Securities Act* de 1933 a institué une présomption irréfragable de causalité entre l'information erronée figurant dans le document et l'achat du titre (*reliance*). L'investisseur devrait établir également que l'information erronée est à l'origine de son dommage (*loss causation*). La *Section 11* a établi une présomption, simple cette fois-ci, de causalité entre l'information erronée et le dommage subi. Les modalités de calcul du montant des dommages et intérêts sont fixées à la *Section 11 (e)* (V. sur le dommage, *infra*).

La *Section 12 « Civil liabilities arising in connection with prospectuses and communications »* du *Securities Act* de 1933 a prévu également deux actions. La première, qui est mentionnée à la *Section 12 (a) (1)*, n'est pas à proprement parler une action en responsabilité puisqu'il s'agit d'obtenir l'annulation de la vente des titres (*rescission*), mais les conditions de mise en œuvre sont proches (P.-H. Conac, La responsabilité civile dans le cadre d'une action collective aux États-Unis au titre d'un manquement à l'obligation d'information, *op. cit.* n°14). Est responsable toute personne qui offre ou vend un titre en violation de la *Section 5 « Prohibitions relating to interstate commerce and the mails »*, par exemple si elle diffuse un prospectus alors que les titres, non exemptés, n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials, op. cit.*, p. 900 s.). La présomption de responsabilité est irréfragable. Le plaignant doit simplement prouver que le défendeur était un vendeur (*seller*). À ce propos, il est admis, depuis l'arrêt *Pinter v. Dahl* de la Cour suprême de 1988, que les courtiers (*brokers*) peuvent aussi être tenus pour responsables (Supreme Court of the United States, 1988. 486 US. 622, 108 S. Ct. 2063, 100 L. Ed. 2d 658). De plus, le plaignant doit montrer qu'il s'agit de commerce interétatique, que le défendeur n'a pas rempli les conditions de la *Section 5*, que l'action n'est pas prescrite et que le plaignant souhaite obtenir la nullité de la vente plutôt que des dommages et intérêts. La seule défense envisageable est d'invoquer que les titres ne relèvent pas de la *Section 5*.

La seconde action figure à la *Section 12 (a) (2)*. Engage sa responsabilité toute personne qui offre ou vend des titres, que ces derniers fassent ou non l'objet d'un enregistrement par la SEC, en recourant à un prospectus ou à une communication orale qui contiendrait un fait important erroné ou qui omettrait un tel fait. Pèse sur le vendeur une présomption simple de

responsabilité qu'il ne peut renverser qu'en démontrant qu'il ignorait ces inexactitudes et qu'il a agi avec tout le soin et toutes les diligences possibles (*reasonable care defense*). Par ailleurs, là encore, le législateur est venu faciliter la mise en œuvre de cette action en prévoyant une présomption irréfragable de causalité entre les inexactitudes et l'achat du titre (*reliance*) et une présomption simple de causalité entre les inexactitudes et le dommage (*loss causation*). Le plaignant peut obtenir la nullité de la vente ou des dommages et intérêts (V. sur le dommage, *infra*). Dans la *Section 12 (b) « Loss causation »*, il est précisé que le défendeur peut réduire le montant recouvrable seulement s'il prouve que la dépréciation du titre n'a pas été provoquée par l'inexactitude. Toutefois, dans l'arrêt *Gustafson v. Alloyd Company, Inc.* de 1995, la Cour suprême a limité le champ d'application de cet article. Elle retient une définition restrictive du prospectus : la *Section 12 (2)* ne s'applique qu'aux transactions publiques de titres (*public securities transactions*) nécessitant un prospectus au sens du *Securities Act* de 1933 ; elle ne saurait s'appliquer aux « communications » utilisées lors d'un placement privé ou lors de la vente de titres sur le marché secondaire (*a private, secondary transaction*) (Supreme Court of the United States, 1995. 513 US. 561, 115 S. Ct. 1061, 131, L. Ed. 2d 1 ; V. N. S. Guinan, *Nearly a Decade Later: Revisiting Gustafson and the Status of Section 12(A) (2) Liability in the Courts – Creative Judicial Developments and a Proposal for Reform*, 72 *Fordham Law Review*, 1053 (2004)). Cette solution, qui néglige la protection des investisseurs, n'a pas manqué d'être critiquée.

Relevons que la *Section 15 « Liability of Controlling Persons »* étend la responsabilité aux personnes qui contrôlent les personnes responsables au titre des *Sections 11 et 12* précitées. Cette disposition est utile spécialement en cas d'insolvabilité de ces dernières.

Au demeurant, la *Section 17 « Fraudulent Interstate Transactions »* traite de la négociation frauduleuse de titres, y compris des *swaps* de titres (*securities based swap*). Il est illégal d'employer des dispositifs afin de tromper les investisseurs en utilisant des faits erronés ou en s'abstenant d'indiquer des faits importants. À l'instar de la Règle 10b-5 (V. *infra*), certains tribunaux avaient admis un droit implicite d'agir en responsabilité (*implied private right of action*) (V. not. *Pfeffer v. Cressaty*, 223 F.Supp. 756 (S.D.N.Y. 1963)). Les décisions récentes y sont moins favorables (V. *Maldonado v. Dominguez*, 137 F.3d 1 (1st Cir. 1998) ; *J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, Securities Regulation, Cases and Materials, op. cit.*, p. 929).

Quant au ***Securities Exchange Act de 1934***, la *Section 20A « Liability to Contemporaneous Traders for Insider Trading »* permet aux investisseurs qui auraient acheté ou vendu un titre en même temps qu'une personne coupable d'un délit d'initié d'engager la responsabilité de celle-ci (V. sur le dommage, *infra*). Toutefois, cette action est rarement utilisée. Tel n'est pas le cas de la responsabilité pour fraude qui est fondée sur la *Section 10 (b) « Regulation of the Use of Manipulative and Deceptive Devices »*. Le Congrès entendit faire de cet article une disposition « attrape-tout » (*catchall provision*) pour empêcher les fraudes sur les marchés financiers (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185, 2022-203 (1976) citant les débats parlementaires : *Hearings on H.R. 7852 et H.R. 8720 Before the H. Comm. on Interstate and Foreign Commerce*, 73d Cong. 115 (1934) ; V. égal. *Chiarella v. United States*, 445 US 222, 246 (1980) (Blackmun, J. dissenting)).

Selon la *Section 10 (b)*, il est illégal pour toute personne, directement ou indirectement, par l'utilisation de tout moyen ou de tout instrument de commerce interétatique, de courriers ou par le biais des installations d'une Bourse, d'utiliser ou d'employer, en lien avec l'achat ou la vente de titres cotés ou non, tout dispositif ou stratagème de manipulation ou de tromperie (*manipulative or deceptive device*) en violation des règles et règlements que la *Securities and Exchange Commission* peut décider de prescrire comme nécessaires ou appropriés dans l'intérêt public ou pour la protection des investisseurs.

En 1942, la SEC a adopté la Règle 10b-5 (*Rule 10b-5*) qui détaille les opérations illicites : employer tout moyen, manœuvre ou artifice pour frauder ; faire une déclaration inexacte concernant un fait important (*material fact*) ou omettre de déclarer un fait important nécessaire pour rendre cette déclaration non trompeuse eu égard aux circonstances dans lesquelles elle a été faite ; se livrer à tout acte, pratique, ou activité dans le cadre de ses affaires qui constituerait une fraude (*fraud*) ou une tromperie (*deceit*) envers quiconque, en relation avec l'achat ou la vente de tout titre. La *Rule 10b-5* ne prévoit pas expressément une action en responsabilité (*express private cause of action*). Toutefois, depuis l'arrêt *Kardon v. National Gypsum* de 1947 (Co, 73 F. Supp. 798 (ED. Pa. 1947)), les cours d'appel fédérales ont reconnu aux investisseurs un « droit d'agir implicite » (*implied private right of action*) en ce domaine. En 1971 la Cour suprême a consacré cette solution (*Superintendent of Insurance of the State of New York v. Bankers Life & Casualty Co*, 404 US 6 (1971) ; *V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, Securities Regulation, Cases and Materials, op. cit.*, p. 933). Dans la décision *Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc.* (128 S. Ct 761 (2008)), la Haute juridiction a indiqué que le *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)* de 1995 qui amende le régime de la responsabilité avait entériné ce point en se référant aux « droits d'agir implicites ».

Les investisseurs invoquent très fréquemment ce dispositif lorsqu'ils estiment avoir été victimes d'une fraude sur les marchés financiers. En effet, le champ d'application de la *Section 10b-5* est vaste puisqu'il est loisible d'invoquer « toute violation des règles et règlements de la SEC ».

Cependant, après avoir facilité cette action, la loi, avec le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995, et la jurisprudence récente ont durci les conditions.

Pendant 80 ans, les tribunaux ont exigé que le plaignant démontre les six points suivants : une affirmation ou omission concernant un fait important (*material misrepresentation or omission*), une intention frauduleuse de la personne qui a agi ainsi sciemment (*scienter*), un rapport avec l'achat ou la vente d'un titre (*a connection with the purchase or sale of a security*), la foi accordée à ladite affirmation lors de l'achat ou la vente (*reliance*), la perte subie (*economic loss*), le lien de causalité entre l'achat ou la vente du titre et la perte subie (*loss causation*) (*V. J. A. Grundfest, Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act, Stanford Law School and The Rock Center for Corporate Governance, Working Paper Series No. 150, August 28, 2013 ; N. Waneka, Stoneridge Investment*

Partners v. Scientific-Atlanta: Rethinking the Fraud-on-the-Market Presumption and the Policy Considerations Permeating the Court's Decision, 86, Denver University Law Review 1, 3(2008)).

Le *PSLRA* de 1995 a entendu décourager les actions lancées abusivement (*frivolous claims*) : il voulait mettre fin à la routine consistant à engager une action sur le fondement de la *Rule 10b-5* dès que le cours de bourse d'un titre changeait de façon significative afin d'engager la responsabilité de l'émetteur, sans considération de la faute de ce dernier, en espérant que le mécanisme de la *discovery* permettrait d'établir un motif pour agir (*cause of action*) plausible (H.R. Rep. No. 104-369, at 41 (1995) (Conf. Rep.), reprinted in 1995 USCCAN 730).

Tout d'abord, le requérant doit prouver que le défendeur a effectué une déclaration comportant une importante inexactitude ou a omis des faits également importants (15 USC § 78u-4 (b) *Requirements for securities fraud actions* (1) *Misleading statements and omissions* ; V. *Dura Pharms, Inc v. Broudo*, 544 US 336, 341 (2005)). Dans l'arrêt *Basic Incorporated v. Levinson*, la Cour suprême a précisé qu'un fait était important si un investisseur raisonnable (*the reasonable investor*) l'aurait considéré comme tel (485 US 224 (1988), 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d, 194). De plus, le *PSLRA* exige que le plaignant identifie, dans sa demande, toute affirmation qu'il juge trompeuse, la raison ou les raisons pour lesquelles il la considère comme telle ; la demande devra se fonder « sur des faits détaillés » (*the complaint shall be state « with particularity » all facts on which that belief is formed*) (15 USC § 78u-4 (b) (1)).

Puis le plaignant doit démontrer que la fraude a été commise sciemment. C'est la difficulté principale pour l'investisseur car il ne lui est pas toujours facile d'accéder aux documents ou témoignages pouvant l'établir. Or, selon le *PSLRA*, le plaignant doit avancer de solides arguments (*strong inference*) (15 USC § 78u-4 (b) (2) A). L'arrêt *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd* (551 U.S. 308 (2007)) impose désormais de prouver de façon péremptoire (*cogent*) l'intention frauduleuse. Précisément, le plaignant doit démontrer que la personne qui a fraudé savait que l'information était trompeuse ou qu'elle manifestait quelque désinvolture (*reckless*) en méconnaissant le caractère trompeur de l'information. Il faut donc plus qu'une abstention par négligence (*negligent nonfeasance*) (*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, Supreme Court of the United States, 1976, 425 U.S. 185, 96 S.Ct. 1376, 47 L. Ed. 2d, 668).

En outre, comme nous l'avons vu, la demande doit être en relation avec l'achat ou la vente de titres. La Cour suprême examine principalement si l'information ou l'omission trompeuse est concomitante avec l'achat ou la vente de titres. Ainsi il a été jugé qu'une action pour fraude était recevable alors qu'un courtier (*broker*) avait vendu des titres de ses clients sans l'autorisation de ces derniers (*SEC v. Zandford*, 535 U.S. 122 S. Ct. 1899 (2002) ; V. égal. *Merill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc. v. Dabit*, 547 U.S. 71, 85 (2006)). Mais cette interprétation extensive de la définition « *in connection with* » va peut-être évoluer. Dans une décision du 26 février 2014 qui concerne, il est vrai, le *Securities Litigation Uniform Standards Act* de 1998 (SLUSA) et non le *PSLRA*, la Haute juridiction a rejeté la « connexion » en invoquant que les titres visés étaient des *uncovered securities*, c'est-à-dire des titres non cotés sur des bourses nationales et donc non visés par le

*SLUSA*, et qu'il fallait, de plus, que l'information ou l'omission trompeuse puisse inciter une autre personne que le fraudeur à acheter ou vendre un titre (*Chadbourne & Parke LLP v. Samuel Troice et al.*, 571 U.S. (2014)).

Enfin, deux causalités sont à démontrer. La première est celle qui existe entre l'affirmation ou l'omission trompeuse et l'achat ou la vente de titres. L'investisseur doit prouver qu'il a cru (*reliance*) à l'information donnée et que celle-ci a déterminé sa décision. Or, par la décision *Basic, Inc. v. Levinson* de 1988 (485 U.S. 224, 108 S. Ct. 978, 99 L.Ed 2d 194), la Cour suprême a institué une présomption de causalité dès lors que le marché des titres est efficient. Il s'agit d'une présomption en principe simple (*rebuttable presumption*), mais *de facto* elle est irréfragable (V. J. A. Grundfest, *Damages and Reliance Under Section 10 (b) of the Exchange Act*, *op. cit.*, p. 6 s.). On a pu voir dans cette présomption « le moteur de responsabilité civile le plus puissant jamais établi en droit américain » (*Halliburton Co and David Lesar v. Erica P. John Fund, Inc. Fka Archdiocese of Milwaukee Supporting Fund, Inc.* US. Supreme Court of the United States, On Petition for a writ of Certiorari to the United States Court of Appeals for the Fifth Circuit, Brief for Former SEC Commissioners and Officials and Law Professors as *Amici Curiae* in Support of Petitioners, No. 13-317, Oct., 11, 2013, p. 3). Cette présomption est fondée sur la théorie des marchés efficients (*Fraud on the Market Theory*), selon laquelle toute information publique, bonne ou mauvaise, est reflétée dans le cours du titre (V. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 F. J. Fin. 383 ; R. J. Dennis, *Materiality and the Efficient Capital Market Model: A Recipe for the Total Mix*, 25 Wm & Mary L.Rev. 373, 374-381 (1984) ; M. Klopfer Pelèse, *L'approche du droit nord-américain. La place prépondérante des actionnaires, in Les sanctions de sociétés cotées. Quelles spécificités ? Quelle efficacité ?*, sous la dir. A. Reygrobellet et N. Huet, Creda, LexisNexis 2012, p.153 s.).

Cette théorie de l'efficience des marchés est de plus en plus contestée. Déjà dans la décision *Amgen Inc. v. Connecticut Retirement Plans & Trust Funds* du 27 février 2013, quatre juges ont soulevé la possibilité de revenir sur la présomption de causalité posée par la décision *Basic* (133 S. Ct., 11184 (2013) ; G. C. Rapp, *Rewiring the DNA of Securities Fraud Litigation: Amgen's Missed Opportunity*, 44 Loyola Université Chicago Law Journal 1474 (2013)). Surtout, le 15 novembre 2013, dans l'affaire *Halliburton v. Erica John Fund*, la Cour suprême a accepté de réexaminer cette présomption (*Halliburton Co et al. v. Erica John Fund*, Nov. 15, 2013, Petition granted, <http://www.supremecourt.gov/Search.aspx?FileName=/docketfiles/13-317.htm>). Elle devrait rendre son jugement en juin 2014. Peut-être admettra-t-elle qu'il soit possible de renverser la présomption en montrant l'absence d'impact de l'information frauduleuse sur le cours du titre ? La décision est attendue avec un vif intérêt car la présomption facilite également la certification de classe lorsqu'une action collective est introduite – c'est-à-dire dans la quasi-totalité des cas.

Enfin, le plaignant doit établir non seulement la perte subie (*economic loss*) mais aussi le lien de causalité entre l'achat ou la vente du titre et ladite perte (*loss causation*) (15 USC § 78u-4 (b) (4)). Dans un arrêt *Dura Pharmaceuticals, Inc. V. Broudo* de 2005, la Cour suprême a estimé que le plaignant n'avait pas démontré cette causalité de façon pertinente en se contentant d'établir qu'il avait payé un prix artificiellement gonflé au moment de l'achat (544 US 336 (2005), 125 S. Ct. 1627, 161 L.Ed. 2d 577; V. D. H. Gold, *Loss Causation at the Proof Stage 5 Years After Dura*, 29 Securities

Reform Act Litigation Reporter, 1 (2010); W. F. Sullivan et al., Pleading and Proving Loss Causation: Litigating Securities Fraud in a Post-Dura World, *Blomberg Law Reports*, 2010). En effet, le plaignant n'a subi alors aucune perte. Celle-ci n'est intervenue qu'au moment de la révélation du caractère frauduleux de l'information et lorsque les prix ont chuté. La Haute juridiction exige donc de prouver que les déclarations frauduleuses ont été à l'origine d'une baisse des cours lorsqu'elles ont été rendues publiques («... *that Dura's share price fell significantly after the truth became known* »). Le marché fournit donc un critère objectif mais rend plus difficile la preuve de cette causalité. Ainsi, dans une décision de 2012 (*NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co*), le *second Circuit* a estimé que la nécessité de prouver la causalité entre la perte et le dommage pouvait aboutir à exclure toute réparation qui ne pouvait pas être distinguée de la « crise financière globale » et des facteurs associés. Elle a identifié des critères que le plaignant aurait dû démontrer : la liquidité du marché, le risque et un élargissement des *spreads* (*NECA-IBEW Health & Welfare Fund v. Goldman Sachs & Co*, 693 F. 3d. 145, 167 & n.15 - 2d Cir. 2012 ; V. D. R. Owen, *Recession-Era Loss Causation: Disentangling Under Dura*, Cahill, 3 juin 2013).

#### L'ACTION EN RESPONSABILITE EN DROIT ALLEMAND

**Katrin DECKERT**, *Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense*

#### LES FONDEMENTS DE L'ACTION EN RESPONSABILITE EN DROIT ALLEMAND

La sanction des abus de marché, et notamment celles concernant les informations financières fausses ou omises, peut se traduire par l'engagement de la responsabilité civile. Mais de nombreux obstacles demeurent encore dans la recherche de la responsabilité civile par les victimes, en particulier les investisseurs. Ces obstacles sont d'ordre matériel, mais aussi d'ordre procédural, même si le législateur allemand a emprunté de nouveaux chemins afin de faciliter la mise en jeu de la responsabilité civile, renforçant ainsi la protection des investisseurs et, indirectement, celle des marchés financiers.

En Allemagne, des régimes légaux spéciaux relatifs à la responsabilité civile existent : notamment les §§ 21 et ss. de la *Wertpapierprospektgesetz* et la loi sur les prospectus de valeurs mobilières, en matière de prospectus ; les §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz* ainsi que la loi sur la négociation des valeurs mobilières, en matière d'informations privilégiées fausses ou omises. Ces dispositions prévoient l'aménagement de certains éléments de responsabilité délictuelle, adaptée à la situation spécifique du marché financier et de l'investisseur, permettant ainsi une mise en cause plus facile de l'auteur du préjudice. Ces dispositions ont cependant un champ d'application très restrictif. Ainsi, les §§ 21 et ss. de la *Wertpapierprospektgesetz* s'appliquent uniquement en matière de prospectus à établir et à publier lors d'une offre au public de valeurs mobilières ou d'une admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé. Les §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz* quant à eux ne concernent que la responsabilité civile de l'émetteur du fait d'informations privilégiées fausses ou omises (autres que le prospectus). Plus

précisément, le § 37 b de la *Wertpapierhandelsgesetz* concerne le cas où l'émetteur ne respecte pas ses obligations issues du § 15 al. 1, 2 et 3 de la *Wertpapierhandelsgesetz* (omission de la publication d'une information privilégiée), et son § 37 c s'applique aux cas où l'émetteur publie de fausses informations privilégiées ; en outre, les §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz* ne s'appliquent qu'aux instruments financiers admis aux négociations d'un marché réglementé et seul l'investisseur-victime peut se fonder sur ces dispositions pour demander réparation.

La responsabilité délictuelle de droit commun (§§ 823 et ss. du *Bürgerliches Gesetzbuch*, le code civil) peut également servir de fondement juridique pour une demande en réparation, et un contentieux important existe en matière d'information financière fautive ou omissive. Il est particulièrement intéressant pour l'investisseur-victime de fonder une action en responsabilité civile sur le § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch*, qui concerne la responsabilité civile pour contrariété aux bonnes mœurs. Plus précisément, et concernant en particulier la publication d'une fautive information privilégiée, les conditions de la responsabilité civile selon le § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch* ont été élaborées par la jurisprudence allemande, et pour la première fois par la *Bundesgerichtshof*, la Cour fédérale de justice compétente en matière civile et commerciale, dans les décisions *Infomatec* du 19 juillet 2004, confirmées ainsi que précisées ensuite dans la décision *EM.TV* du 28 novembre 2005, plusieurs décisions rendues dans l'affaire *ComROAD* en 2007 et 2008 et la décision *IKB* du 13 décembre 2011. La *Bundesgerichtshof*, sur le fondement du § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch*, consacre ainsi une obligation de réparation des dirigeants (membres du directoire) parce que la publication intentionnelle de fautes informations privilégiées est contraire aux bonnes mœurs, et donc condamnable.

#### LES CONDITIONS DE MISE EN ŒUVRE DE LA RESPONSABILITE CIVILE

Concernant ensuite les conditions de la mise en œuvre de la responsabilité civile, il convient de noter que le droit allemand exige, à l'instar du droit français, une faute, un préjudice et un lien de causalité.

La **faute**, d'abord, n'est pas très problématique, même si l'élément subjectif est variable en fonction du fondement juridique, allant de la légèreté simple à l'exigence d'une faute intentionnelle.

Ensuite, concernant le **préjudice**, celui-ci est généralement reconnu en cas d'information financière fautive ou omissive sur le marché primaire et le marché secondaire ; est plus problématique la reconnaissance d'un tel préjudice, notamment de l'investisseur-victime, en cas d'une manipulation de marché ou plus encore en cas d'opération d'initié.

Soulignons à ce titre quelques problèmes particuliers.

S'agissant du préjudice réparable, il convient de noter que la jurisprudence et le législateur allemands adoptent une approche large de celui-ci. Y sont inclus, notamment, même si de légères différences existent en fonction des fondements légaux, les préjudices patrimoniaux et en particulier la différence de cours ou de prix, dont l'évaluation exacte peut se faire à l'aide de calculs mathématiques et d'experts. Notons aussi que dans le cadre du § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch*, les préjudices non patrimoniaux sont également réparables. Ainsi, l'atteinte portée à la formation de la volonté de l'investisseur par une fausse information (privilégiée) de même que l'obligation (non voulue) de l'investisseur de payer le prix d'achat pour les titres financiers constituent un préjudice réparable. En effet, dans l'un des arrêts *Infomatec* du 19 juillet 2004, la *Bundesgerichtshof* a adopté un raisonnement analogue en reconnaissant comme préjudice réparable le prétendu « préjudice de conclusion de contrat » : la conclusion de contrat (provoquée notamment par un dol) peut constituer un préjudice réparable.

**Le lien de causalité** - Il est aussi nécessaire d'établir que le préjudice de l'investisseur-victime a été causé par l'information financière fautive ou omise ; cette causalité fait défaut lorsque les informations inexacts ou omises n'ont pas conduit au préjudice. Ceci est notamment le cas si le préjudice est survenu en l'absence de comportement fautif ou si la victime a subi le préjudice indépendamment de l'information financière en question. Ainsi, si le préjudice est totalement aléatoire et/ou lié à des circonstances exclusivement étrangères, s'il repose donc sur d'autres circonstances que des informations fausses ou incomplètes, par exemple sur une baisse de la valeur des titres financiers consécutive à une crise économique générale, le lien de causalité doit être nié. La causalité entre l'information financière fautive ou omise et le préjudice peut toutefois être retenue si celle-ci est au moins co-responsable du préjudice.

Il convient de noter que ce lien de causalité est présumé concernant le prospectus. Selon le § 21, al. 1 de la *Wertpapierprospektgesetz*, il est présumé que l'acquisition de valeurs mobilières après la publication du prospectus et dans les six mois suivant la première admission de ces titres aux négociations sur un marché réglementé (ou six mois après la première offre au public de valeurs mobilières, selon le § 22, n° 1 de la *Wertpapierprospektgesetz*) a eu lieu à cause du prospectus (et donc des informations fausses et/ou incomplètes qu'il contient). La décision d'investissement est donc présumée résulter, sauf preuve contraire, du caractère faux ou incomplet des informations contenues dans le prospectus lorsque celui-ci était susceptible de créer un sentiment positif ou d'influencer positivement le prix d'acquisition des valeurs mobilières à placer. C'est ce « climat d'investissement » (*Anlagestimmung*) qui fait que la preuve par l'investisseur de sa connaissance du prospectus avant sa prise de décision d'investir n'est plus nécessaire. Autrement dit, la causalité est présumée en présence d'un tel climat. La question se pose de savoir combien de temps dure ce « climat d'investissement ». Le législateur allemand pose à ce titre des limites afin, notamment, d'écarter des actions inopportunes ou hasardeuses qui troubleraient ce « climat » : d'une part, l'avantage probatoire offert par le § 21, al. 1 de la



*Wertpapierprospektgesetz* ne vaut que pour les six mois suivant l'admission des valeurs mobilières aux négociations sur un marché réglementé ou suivant la première offre au public de valeurs mobilières ; d'autre part, l'avantage s'entend d'une « causalité transactionnelle » : la présomption ne joue qu'au profit de celui qui a acquis ou vendu des valeurs mobilières dans le laps de temps où l'information en question a pu influencer sa décision.

Une solution aussi favorable à l'investisseur en matière de causalité transactionnelle n'est pas admise pour les autres cas de responsabilité civile, qu'elle soit spéciale ou de droit commun ; et le renversement de la charge de la preuve par une application analogue de la *Wertpapierprospektgesetz* n'est pas possible. Des facilités quant à la preuve du lien de causalité ne doivent en effet pas conduire à un élargissement illimité du risque pour l'émetteur de voir sa responsabilité engagée ; certains auteurs allemands ajoutent que le risque du marché doit être supporté par l'investisseur et non par l'émetteur. Toutefois, concernant les informations privilégiées, la jurisprudence allemande n'exclut pas que, dans des cas particuliers, l'investisseur puisse profiter d'un « climat d'investissement » en tant que preuve apparente de cette causalité dans le cadre du § 826 du *Bürgerliches Gesetzbuch* ; une information due au marché financier pourrait donc créer un tel climat. Cela étant, en pratique, les exigences pour un climat d'investissement sont très élevées. D'ailleurs, le législateur allemand n'a pas souhaité faciliter la preuve du lien de causalité transactionnelle en faveur de l'investisseur dans le cadre de la responsabilité spéciale des §§ 37 b et 37 c de la *Wertpapierhandelsgesetz*. Ces deux dispositions protègent en effet uniquement l'intégrité de la formation de volonté de l'investisseur, et non sa confiance dans le fonctionnement des marchés financiers. Plus précisément, elles protègent l'investisseur face à une influence déloyale sur la formation de sa volonté ; par conséquent, le fait de faciliter la preuve en se basant ou en s'inspirant de la « *fraud-on-the-market theory* » doit être exclu. Toutefois, il n'est pas nécessaire de prouver que l'investisseur connaissait concrètement l'information qui l'a incité à acquérir ou à vendre les titres en question ; il doit seulement apporter la preuve que l'information a influé sur le cours du titre au moment de la transaction (*Preiskausalität*).

#### LA REPARATION

**Arnaud de LA COTARDIERE, Avocat associé, Linklaters** – Assez souvent, principalement dans le cadre de contentieux en matière contractuelle, des clients me demandent de déterminer leur préjudice. Ils sont en général rassurés quand je leur réponds que le préjudice n'est pas une notion juridique, mais économique ; et qu'ils sont mieux placés que moi pour le déterminer. Il y a certes quelques bases juridiques à ne pas ignorer...mais il est vrai que le pragmatisme plus que la « règle » doit conduire à la recherche de la réparation la plus appropriée. On va voir que cela est un peu plus compliqué dans la matière qui nous intéresse aujourd'hui.

## L'EVALUATION DU PREJUDICE

Si la France a plutôt été précurseur dans le domaine boursier, notamment pour la procédure de sanction, la réparation est un domaine dans lequel nous tâtonnons encore. La jurisprudence a pris une position assez claire. Dominique Schmidt a cité tout à l'heure l'arrêt du 9 mars 2010 ([Com. 9 mars 2010](#), n° 08-21.547 et 08-21.793) qui établit que l'on ne peut invoquer que la « perte de chance » ; mais ce serait sous-estimer nos magistrats que de croire qu'ils vont s'arrêter là. Car en réalité, cette jurisprudence n'a fait qu'ébaucher le sujet. Beaucoup de questions se posent encore et les magistrats saisis de ce type d'affaire ne manqueront pas de l'affiner. Les réponses à ces questions dépendront toujours d'une analyse économique la plus fine possible, de la détermination aussi précise que possible du préjudice « réel », par opposition au préjudice « estimé » sur la base de règles juridiques parfois inadaptées. La notion de « perte de chance » est certes très utile, très intelligente, mais elle a été inventée pour calculer l'incalculable... et elle ne doit pas faire oublier que le but doit systématiquement être de se rapprocher le plus possible de la vérité.

Pour illustrer la notion de « perte de chance », on donnait traditionnellement comme exemple aux étudiants en droit, le cas de cet étudiant qui a été empêché, par la faute d'un tiers, d'aller passer son examen. On calculait le pourcentage de chance que cet étudiant avait de rater ou de réussir son examen. C'est incalculable ! On a tous vu des cancre réussir leurs examens et des très bons étudiants les rater... C'est une évaluation par défaut. On est très loin de la notion de préjudice « réel ». Mais dans un tel cas, il n'y a pas d'autre solution.

Le domaine du droit boursier est un domaine dans lequel les juges s'attachent plus au lien de causalité qu'au préjudice. C'est pourquoi je préfère remplacer le traditionnel « faute/préjudice/liens de causalité » par « faute/liens de causalité/préjudice ».

Je m'explique.

Dominique Schmidt vous a dit qu'en matière de délit d'initié, il n'y a pas nécessairement, voire pas du tout, de lien de causalité. Parce qu'un investisseur X, qui va vendre ou acheter sur le marché, aurait pu être amené à le faire quand bien même il n'aurait pas eu, en face de lui, quelqu'un qui exploitait une information privilégiée. C'est probablement vrai.

Mais il y a une limite à ce raisonnement : en cas de vente d'un bloc de titres représentant un pourcentage important, y aurait-il eu une contrepartie si celle-ci n'avait pas une information privilégiée ? Plus le bloc est important, plus on peut en douter. S'il s'agit d'une vente de gré à gré, le co-contractant « trompé » est protégé par le droit civil, car il peut entamer une action pour dol. Mais qu'en est-il en cas de vente d'un bloc sur le marché sans que le vendeur n'ait été en contact avec l'acheteur ? Dans un tel cas, l'action pour dol est très certainement vouée à l'échec et la seule protection efficace reste celle qu'offre la sanction et la réparation du délit

d'initié. Et la situation est probablement la même en cas de vente de gré à gré par l'intermédiaire d'un tiers, par exemple une banque ayant créé un produit complexe comprenant les titres cotés. Comme par exemple dans l'affaire EADS, sur laquelle l'AMF a déjà statué, où les blocs de certains actionnaires ont été vendus par l'intermédiaire d'une banque qui avait restructuré les actions. Sans prendre position sur ce dossier particulier, pourrait-on retenir un délit d'initié dans un cas semblable s'il était démontré que le vendeur était initié ? Y aurait-il un lien de causalité entre la faute – le délit – et le dommage ? La réponse doit à mon avis être positive, mais en regardant cas par cas. Car il faut tenir compte de l'influence exercée non par le vendeur (celui-ci n'ayant pas eu de contact avec l'acheteur), mais par sa présence sur le marché. Si le bloc n'est pas en vente – parce que le vendeur attend que l'information soit rendue publique avant de céder ses titres - par définition, il ne peut pas y avoir d'acheteur. Ou plutôt, l'acheteur n'a rien à acheter ! Il ne peut donc pas être victime d'un délit d'initié.

On doit donc retenir que peuvent découler d'un délit d'initié (la faute), un dommage et un lien de causalité. On peut dès lors commencer à s'intéresser à l'indemnisation et à son mode de calcul.

Dans le cas d'un délit d'initié d'abord. Évidemment, plus la causalité est improbable, plus le juge va être tenté d'appliquer un pourcentage faible au dommage subi. Voire exclure tout lien de causalité. Plus le titre sera liquide, plus le pourcentage sera faible. Plus le bloc sera important, plus le pourcentage sera élevé. Si des initiés vendent ne serait-ce que 3 ou 4 % d'un titre, comment ne pas en tenir compte ? Comment va-t-on calculer ce préjudice ? Au doigt mouillé... Car on portera plus d'attention au lien de causalité qu'au préjudice.

En matière de fausse information, la situation semble plus simple. Pour l'achat d'un titre à 100 qui tombe le lendemain à 80 car la fausse information est corrigée, le préjudice est évident. S'agit-il encore d'une perte de chance ou d'un préjudice certain ? Là encore les juges retiennent aujourd'hui la notion de perte de chance ; ce qui ne leur interdit toutefois pas d'appliquer un pourcentage élevé. Il est arrivé qu'ils appliquent un pourcentage de 90%. Mais alors une autre question peut se poser : économiquement, y a-t-il véritablement un dommage si l'acheteur garde les titres et que ceux-ci s'avèrent être une bonne affaire en surperformant le CAC 40 pendant 3 ans ? Si on applique la jurisprudence de façon stricte, on va regarder la différence de cours entre le jour de l'achat et le jour de la révélation de l'information cachée. C'est très court-termiste. Peut-être que si cette information avait été connue, l'investisseur n'aurait pas acheté le titre ; le titre a pu être acheté parce qu'une information concernant l'émetteur a été dissimulée. Mais si le cours du titre chute à la suite de la révélation de l'information cachée, puis surperforme pour des raisons totalement étrangères à l'information cachée, peut-on dire qu'il y a un préjudice ? En l'état de la jurisprudence, oui. Mais économiquement, la réponse est moins certaine, si l'on prouve toutefois que l'investisseur se serait détourné du titre (quel qu'en soit le cours) s'il avait été correctement informé. C'est pour cela que je disais tout à l'heure qu'il faut s'attendre à ce que les magistrats évoluent sur cette question ; je ne sais comment, je ne sais quand...

Pour compliquer encore la situation, un dernier exemple en matière de délit d'initié. Si vous achetez un bloc sur le marché et que ce bloc s'avère être vendu par un initié, qui peut démontrer que vous avez été influencé par la non-connaissance de l'information cachée ? En d'autres termes, auriez-vous eu cette information, peut-être auriez-vous quand même acheté ce bloc au même prix. Peut-être même l'auriez-vous acheté à un prix supérieur...

Il n'en reste pas moins qu'il est nécessaire d'indemniser autant que possible les victimes de délits boursiers. Je crois que l'on est tous d'accord sur ce point. Il y a une faute, il y a des victimes, mais on ne sait pas toujours quelles sont les victimes. Le système de la perte de chance permet d'indemniser des victimes supposées, qui seront parfois les bonnes, parfois les mauvaises, mais cela vaut mieux que rien ; et il y aura eu cette pénalité supplémentaire qu'est l'indemnisation.

#### L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND ET AMERICAIN

##### *L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND*

**Katrin DECKERT** – La question de la réparation du préjudice soulève aujourd'hui encore de nombreux problèmes et fait objet de débats doctrinaux très vifs en Allemagne. Soulignons ici seulement quelques points particulièrement intéressants.

Concernant spécifiquement la forme que la réparation du préjudice peut prendre en droit allemand, les modalités varient selon le fondement légal de la responsabilité civile. Pour simplifier, généralement, la réparation du préjudice se fait souvent, au choix de l'investisseur et si cela est possible, en nature, en restituant les titres contre le prix d'acquisition (*Vertragsabschlussschaden*), ou en argent sous forme du paiement de la différence des cours (*Kursdifferenzschaden* ou *Alternativinteresse*). Le législateur allemand semble toutefois avoir une certaine préférence pour la réparation en nature, notamment pour ne pas mettre tous les risques à la charge de la personne responsable.

##### *L'EVALUATION DU PREJUDICE EN DROIT AMERICAIN*

**Bénédicte FRANCOIS** – En ce qui concerne les actions engagées sur le fondement de la *Section 11* du *Securities Act* de 1933, la *Section 11 (e)* indique que seuls des dommages et intérêts peuvent être octroyés. Elle détaille le mode de calcul applicable. Ces dommages et intérêts représentent la différence entre la somme payée pour ce titre et la valeur de celui-ci au moment de l'introduction de l'instance, ou le prix auquel le titre a été vendu sur le marché avant l'introduction de l'instance, ou le prix auquel le titre a été vendu sur le marché après l'introduction de l'instance mais avant que le jugement ne soit rendu à condition que ces dommages et intérêts représentent la différence entre la somme déboursée pour le titre et la valeur au moment de l'introduction de l'instance où l'action a été intentée. La *Section 11 (g)* plafonne le montant des dommages et intérêts : en aucun cas, les sommes perçues par le plaignant ne peuvent excéder le prix auquel le titre a été offert au public.

La *Section 12 (a) 2* du *Securities Act* mentionne expressément la possibilité de demander l'annulation (*rescission*) de la vente ou de l'achat de titres et d'obtenir le remboursement de la somme payée majorée d'un intérêt et diminuée de toute somme reçue entre-temps. Le plaignant peut obtenir des dommages et intérêts (*rescissory damages*) seulement s'il n'est plus en possession des titres – ce qui est très souvent le cas en pratique. Les dommages et intérêts seront égaux à la différence entre le prix d'achat et le prix de revente du titre par le plaignant, majorée des intérêts et diminuée des dividendes reçus.

Quant au *Securities Exchange Act* de 1934, nous avons vu que la *Section 20A* donne aux investisseurs ayant opéré sur un titre en même temps que l'auteur du délit d'initié le droit d'obtenir des dommages et intérêts qui ne pourront excéder le profit réalisé ou la perte évitée. De plus, ils pourront être diminués du montant des sommes exigées au titre du reversement (*disgorgement*) par la *Securities and Exchange Commission*. Toutefois, cette action est rarement utilisée.

En ce qui concerne la *Section 10 (b)* et la Règle *10b-5*, la possibilité de demander l'annulation de l'achat ou de la vente des titres n'est pas expressément prévue, mais elle peut être sollicitée (V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1145 s.). Ajoutons que, faute de standards légaux, les tribunaux adoptent une approche *in concreto*. Le plus souvent, ils examinent le prix versé par le plaignant pour l'acquisition ou la vente du titre et le cours de bourse de celui-ci après la révélation de la fraude (*out-of-pocket measures of damages*). Plusieurs types de dommages et intérêts peuvent être versés : pour la perte encourue (*out-of-pocket damages*), pour d'autres pertes subies en lien avec la fraude (*consequential damages*), plus rarement pour le gain manqué (*benefit of the bargain damages*) si celui-ci peut être établi avec une raisonnable certitude, par exemple en cas d'échec d'une OPA alors que le prix offert aurait été certainement supérieur au marché... (V. *Ibid*, p. 1158 et 1159). Des dommages et intérêts punitifs (*punitive damages*) peuvent également être prononcés. Ils sont déterminés par le jury dans le cadre d'un procès civil lorsque le délit a été commis avec malveillance (*malice*). Une des possibilités pour les contester est de démontrer que ces *punitive damages* ont été déterminés par le jury avec passion et préjugé (*passion and prejudice*) (Harmsen v. Smith, 693 F. 2d, 932, (9th Cir. 1982) ; Overview of the Law of Insider Trading, H. S. Davis). Au demeurant, les injonctions de mettre fin au dommage (*injunctive relief*) sont très rarement demandées par les plaignants qui ne découvrent la fraude que trop tard (V. *Rondeau v. Mosinee Paper Corp.*, 422 US 49 (1975)).

## LA REPARATION DU PREJUDICE : QUI DOIT REPARER ET COMMENT REPARER ?

**Vincent PONSONNAILLE**, *Avocat associé, Linklaters* –

### AUPRES DE QUI OBTENIR INDEMNISATION ?

Le paradoxe de l'indemnisation de l'abus de marché repose sur le lien particulier existant entre la société et son actionnaire : l'actionnaire doit-il être considéré comme un tiers à la société ou, au contraire, en fait-il partie ?

Deux principaux responsables peuvent être poursuivis par les victimes d'un abus de marché.

Le responsable naturel d'un abus de marché, par exemple d'une diffusion d'information trompeuse sur la situation d'un émetteur, est le dirigeant. C'est la personne la plus évidente auprès de laquelle demander indemnisation mais ce n'est pas forcément celle vers laquelle les investisseurs lésés vont se tourner en premier, surtout s'ils sont nombreux, car ce n'est pas nécessairement la personne la plus solvable.

Il est également possible de poursuivre la personne morale, l'émetteur lui-même. Mais, paradoxalement, dans ce cas l'actionnaire qui a investi dans la société sur la base d'une information trompeuse relative à la santé de l'émetteur, va demander indemnisation à cette même société (qui est déjà dans une situation plus grave que celle qu'il avait anticipée lors de son investissement), et donc indirectement faire supporter une charge supplémentaire aux associés de la société, dont il peut toujours faire partie... L'effet peut être extrêmement marginal si peu d'actionnaires sont concernés, ou massif si la société est déjà dans une situation difficile et si un grand nombre d'actionnaires, étant dans une situation similaire, décident d'agir ensemble.

### COMMENT OBTENIR REPARATION ?

Le système français actuel offre deux principales voies de recours : la voie civile et la voie pénale, qui ont chacune des inconvénients et des avantages.

La voie civile nécessite de démontrer la faute, le lien de causalité, le préjudice. Je ne vais pas revenir sur les concepts qui viennent d'être parfaitement analysés. La preuve, on l'a vu, est compliquée à apporter, et nécessite des moyens d'investigation qui, s'ils ne sont pas réservés à l'action pénale, sont beaucoup plus difficiles à mettre en œuvre dans une action civile. La partie demandant indemnisation au juge civil sur la base d'une action en responsabilité aura plus de mal à obtenir l'information. Prenez l'exemple très intéressant des enquêtes de l'AMF : l'obtention des conclusions ou des documents produits dans le cadre d'une enquête de l'AMF

est possible en matière pénale mais pas en matière civile. Il est intéressant de faire le parallèle avec le domaine proche du droit de la concurrence et de la protection des consommateurs : il est en effet déjà possible à l'Autorité de la concurrence de communiquer, dans le cadre du procès civil, ses conclusions ou des informations, ou de participer, en tant que sachant, à la procédure. L'AMF, dans un de ses rapports, avait suggéré de transposer cette procédure à la matière boursière.

Dans le procès pénal, la difficulté ne tient plus à l'établissement de la preuve. En revanche, comme la direction du procès est confiée à l'action publique, d'une certaine manière, le plaignant est écarté de la procédure ; il ne la contrôle plus. En tant que partie civile, il bénéficie, le cas échéant, d'une indemnisation à l'issue de la procédure, mais il n'y participe que de façon accessoire. L'objet premier de cette procédure n'est pas l'indemnisation des victimes des abus de marché.

Des systèmes coexistent donc mais aucun ne présente la totalité des avantages que pourrait offrir un système unique dédié.

#### LES CLASS ACTIONS OU ACTIONS DE GROUPE

Comment s'apprête-t-on à les envisager dans le système français ?

Première remarque, les actions groupées, c'est-à-dire les actions d'une pluralité de demandeurs agissant par l'intermédiaire d'une association d'investisseurs, existent déjà dans le dispositif juridique français. Il est possible, pour une association d'investisseurs, d'intenter une action en demande d'indemnisation. Dans les faits, je crois que cela ne s'est jamais concrétisé en matière boursière. On l'a vu, mais très rarement, en droit de la concurrence. Pour un certain nombre de raisons liées à la difficulté de la procédure, à la prise en charge des coûts par l'association (le procès civil est long et coûte cher), à la responsabilité de l'association vis-à-vis de ses mandants (car l'association agit en tant que mandataire des différents plaignants) ces actions groupées sont inexistantes, dans le contexte juridique actuel, en matière boursière. Elles font pourtant l'objet de nombreuses demandes et propositions de la part des autorités à l'origine de projets de réformes sur le sujet.

Concernant les procédures boursières, l'action de groupe a été envisagée. Un des amendements au projet de loi sur la consommation actuellement en discussion a introduit cette action de groupe. Mais en l'état actuel du projet, cet amendement n'a pas été retenu.

Le concept d'action de groupe soutenu par l'AMF et différents intervenants consisterait à offrir une action plus facile, en deux temps. Dans un premier temps, le juge se prononcerait sur la faute et la réalité du préjudice, et dans un second temps, sur l'ampleur du préjudice lui-même et les demandes d'indemnisation. Ce qui permettrait aux plaignants de ne rallier l'action qu'une fois la faute confirmée. Cette action serait ouverte à des associations agréées, ce qui traduit la grande prudence du système français par rapport au système américain, et sur la base d'un

système d'*opt-in*, c'est-à-dire que les personnes concernées par l'action ne seront pas automatiquement parties à l'action sous prétexte qu'elles font partie de cette catégorie d'investisseurs lésés, mais devront volontairement décider d'intervenir. Cette règle devrait permettre d'éviter le risque que des actions massives soient intentées par une personne pour le compte de toute une classe d'investisseurs. Le projet est en débat ; il pourrait concerner la matière boursière et pourrait apporter des solutions à ce type de procédures qui n'ont pas eu beaucoup de succès jusqu'à présent dans le système français.

#### LA REPARATION DU PREJUDICE EN DROIT ALLEMAND

**Katrin DECKERT** – En droit allemand, il existe des solutions intéressantes.

D'abord, qui doit réparer le préjudice ?

La réparation incombe en principe à l'émetteur, personne morale. En effet, la responsabilité civile des personnes morales est unanimement reconnue en droit allemand.

Notons ici un problème qui fait débat en Allemagne. Si la société anonyme est tenue pour responsable, cela signifie, en Allemagne, que l'investisseur peut, s'il est encore en possession de ses titres, demander à la société, à titre de réparation, le remboursement du prix d'acquisition contre restitution des titres. La société doit, en conséquence, acquérir ses propres actions. C'est la raison pour laquelle certains auteurs allemands refusent une responsabilité de la société anonyme. Ils estiment qu'une telle forme de réparation est contraire aux dispositions de la loi sur les sociétés par actions concernant le maintien du capital et, plus particulièrement, au § 57, al. 1, phr. 1 de l'*Aktiengesetz*, qui interdit en principe l'acquisition de ses propres actions ; cette forme de réparation n'est d'ailleurs pas non plus couverte par le § 71 de ladite loi concernant le rachat par la société de ses propres actions. Toutefois, une grande partie de la doctrine et la jurisprudence en Allemagne règlent ce conflit en faveur de la responsabilité civile de la société.

A titre exceptionnel, le dirigeant peut (aussi) être tenu de réparer le préjudice des investisseurs-victimes, même si, en pratique, cela est rare. La jurisprudence allemande retient toutefois dans certaines hypothèses bien déterminées la responsabilité personnelle des dirigeants ; se dégage même l'impression que la jurisprudence allemande récente vise de plus en plus les dirigeants et les rend davantage personnellement responsables.

Il convient de signaler ici le cas de la responsabilité civile du dirigeant à l'égard des tiers en matière de prospectus. Le droit spécial en matière de responsabilité du fait du prospectus énumère de manière limitative les personnes qui peuvent être responsables. Ainsi, ne peuvent être responsables d'après le § 21, al. 1, phr. 1, 1° et 2° de la *Wertpapierprospektgesetz* que les personnes qui assument la responsabilité du prospectus et celles dont il émane. Les personnes qui assument la responsabilité du prospectus, appelées aussi éditeurs du prospectus (*Prospekt-Erlasser*), sont les personnes qui ont établi le prospectus et qui sont reconnaissables en tant



que telles. Elles sont facilement reconnaissables, car elles signent le prospectus et établissent une attestation. Ces personnes peuvent être responsables parce que, par la signature et l'attestation (imposées par la loi ou volontaires), elles donnent l'impression à l'investisseur qu'elles ont la volonté d'assumer l'exactitude du prospectus, qu'elles veulent s'en porter garantes ; il y a donc une sorte de confiance qui est créée. Le droit allemand va toutefois plus loin encore : d'après § 21, al. 1, phr. 1, 2° de la *Wertpapierhandelsgesetz* peuvent aussi être responsables les initiateurs du prospectus (*Prospekt-Veranlasser*). Ce sont les véritables auteurs du prospectus, les initiateurs de l'opération, qui ne sont toutefois pas pour autant identifiables comme tels de l'extérieur. Ces personnes ne se montrent pas, mais elles agissent en arrière plan. C'est une catégorie de personnes qui peut se révéler très large. La responsabilité personnelle du dirigeant (mais aussi du membre du conseil de surveillance) à l'égard des tiers selon les §§ 21 de la *Wertpapierprospektgesetz* est seulement envisageable si celui-ci peut-être considéré comme une personne qui assume la responsabilité du prospectus ou comme l'initiateur du prospectus. Or, une responsabilité en qualité de personne ayant établi le prospectus est rare, car les dirigeants qui le signent assument la responsabilité du prospectus pour le compte de leur société et non en leur nom propre ; et les initiateurs du prospectus vont seulement être pris en considération s'il apparaît qu'ils ont un « intérêt propre » à l'opération.

Les PSI (prestataires de services d'investissement) peuvent également dans certains cas, au moins en théorie, être tenus pour responsables.

La situation est bien plus complexe, et la question est fortement débattue en doctrine, concernant les commissaires aux comptes. Il est généralement admis que les commissaires aux comptes ne sont pas responsables à l'égard des investisseurs selon les §§ 21 de la *Wertpapierprospektgesetz*, car ils n'assument en principe pas la responsabilité pour l'intégralité du prospectus. Leur responsabilité selon ces dispositions peut toutefois être mise en jeu s'ils assument la responsabilité pour l'intégralité du prospectus ou si celui-ci émane des commissaires aux comptes, c'est-à-dire s'ils ont un intérêt propre ; dans ce cas, ils peuvent être responsables à l'égard des investisseurs en tant que personnes desquelles le prospectus émane. Ils pourraient d'ailleurs aussi être responsables à l'égard de l'émetteur selon le droit civil du fait d'une *Legal Opinion* ou d'une *Comfort Letter*. Mais la tendance générale est réservée en ce qui concerne leur responsabilité civile.

Concernant la procédure, le droit allemand propose une solution innovante, intéressante.

La *Gesetz zur Einführung eines Kapitalanleger-Musterverfahrens*, la loi sur l'introduction d'une procédure modèle en faveur de l'investisseur du 16 août 2005, a introduit en droit allemand la *Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten*, la loi sur les procédures modèles dans les litiges en droit des marchés financiers, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre 2005.

Elle crée un outil procédural novateur en prévoyant que soit rendue une décision unique en réponse à des questions similaires soulevées dans plusieurs plaintes.

Le législateur allemand poursuit plusieurs objectifs avec cette procédure modèle : renforcement de la protection des investisseurs en réduisant notamment le coût et les risques des actions en réparation ; facilitation et simplification du traitement des procès de masse et désengorgement des tribunaux ; institution d'une compétence exclusive au profit du tribunal du siège de l'émetteur afin d'empêcher le *forum shopping* des investisseurs.

La *Gesetz über Musterverfahren in kapitalmarktrechtlichen Streitigkeiten* a toutefois un champ d'application étroit, car la procédure modèle ne peut être mise en œuvre que pour des actions en réparation d'un préjudice subi à la suite de la diffusion d'une information fautive ou trompeuse ou de la dissimulation ou l'omission d'une information pertinente au marché. Les demandes tirées de l'inexécution d'une obligation souscrite par l'auteur d'une OPA bénéficient également de cette loi.

En outre, la procédure modèle ne constitue pas une véritable action collective. En effet, une décision unique tranche les questions (de fait et de droit) communes aux différents litiges au fond qui présentent entre eux un lien de connexité. Ainsi, une fois la décision modèle rendue, le tribunal saisi de ces litiges n'aura plus qu'à trancher les questions propres à chacun d'entre eux. Mais cette loi n'institue pas d'exception au principe de l'exercice personnel de l'action en justice.

La loi prévoit une procédure à deux ou trois degrés. Elle est initiée par la juridiction saisie de la ou des instances au fond, et est ensuite mise en œuvre par le tribunal régional supérieur territorialement compétent qui rend une décision s'imposant à tous les litiges concernés par les questions qu'il tranche. L'introduction de cette procédure est toutefois conditionnelle et compliquée. Sa mise en œuvre a lieu devant le tribunal régional supérieur. Une fois la décision modèle rendue par le tribunal régional supérieur, le tribunal saisi des litiges au fond n'a plus qu'à statuer sur les questions spécifiques à chacun d'eux ; en pratique toutefois, la procédure peut être parfois longue et complexe.

Cette loi sur les procédures modèles a reçu un accueil mitigé de la doctrine allemande qui considère qu'elle constitue une réponse trop timorée au défi des procès de masse qui se sont multipliés ces dernières années. Le législateur allemand n'a notamment pas osé s'écarter des principes traditionnels de la procédure civile allemande. Ceci explique certainement aussi pourquoi il a construit un dispositif très complexe et ferme. La procédure modèle présente aussi quelques inconvénients et lacunes regrettables. De plus, la justice n'est pas vraiment « désencombrée » comme cela est souhaité car il reste beaucoup d'étapes de procédure à franchir. Se posent également les questions de savoir si la procédure modèle est réalisable ou peut se dérouler de manière optimale avec un très grand nombre de participants et si tout fait dommageable peut relever d'une telle procédure. Toutefois, la loi allemande a aussi de nombreux mérites et intérêts et propose des solutions originales.

## LA REPARATION DU PREJUDICE EN DROIT AMERICAIN

### Bénédicte FRANCOIS -

#### Qui doit réparer le préjudice ?

Comme nous l'avons rappelé, les *Sections 11 et 12* du *Securities Act* font peser une présomption irréfragable de responsabilité sur la société émettrice et seulement une présomption simple sur les autres acteurs à l'origine de l'information erronée contenue dans le document d'enregistrement, le prospectus ou la communication orale.

S'agissant des actions fondées sur la *Section 10b* de l'*Exchange Act*, la mise en jeu de la responsabilité de la société émettrice est facilitée. En revanche, celle des dirigeants est très peu engagée. Ils bénéficient de surcroît d'assurances (*Director & Officer Liability Insurance*). Quant aux autres personnes qui n'auraient fourni qu'une simple aide au fraudeur (*aiding and abetting*), il n'est pas possible de les poursuivre sur le fondement de la *Section 10b* (Central Bank of Denver, NA v. First Interstate Bank of Denver, 511 US 164 (1994)). Seule la SEC dispose de ce droit depuis le *PSLRA* de 1995 (V. Stoneridge Investment Partners LLC v. Scientific Atlanta, Inc., 128 S. Ct 761 (2008) ; V. N. Waneka, Stoneridge Investment Partners v. Scientific-Atlanta: Rethinking the Fraud-on-the-Market Presumption and the Policy Considerations Permeating the Court's Decision, *op. cit.* p. 9).

En définitive, certains auteurs, notamment le Professeur J. C. Coffee, ont démontré que les dommages-intérêts versés par la société étaient en réalité supportés par les actionnaires de celle-ci (Reforming the Securities Class Action: An Essay on Deterrence and its Implementation, 106 Columbia Law Review, 1534). Il y a finalement un transfert de richesse des actuels actionnaires de la société vers les investisseurs qu'il faut dédommager. C'est donc un processus circulaire qui sous-tend ces actions en responsabilité. En moyenne, ces procès détruisent 3,5 % de la valeur des actions d'une société ; au moins 24,7 milliards de la richesse des actionnaires furent balayés ainsi par ces contentieux (*Ibid.*, p. 1535, note 2). Cette situation bénéficie aux plaignants et à leurs avocats. Le Professeur Coffee suggère soit de plafonner le montant des dommages et intérêts, soit d'interdire tout recours contre la société. Les investisseurs ne pourraient poursuivre que les dirigeants et les « gardiens » (*gatekeepers*) (agence de notation, analystes, intermédiaires, commissaires aux comptes).

Enfin, le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 a prévu une exemption (*safe harbor*) : il protège la société émettrice contre la mise en jeu de sa responsabilité lorsque les déclarations ne sont pas fondées sur des faits historiques, mais se présentent comme des données à caractère prévisionnel (*forward looking statements*) (S. M. Bragg, Running A Public Company, From IPO to SEC Reporting, *op. cit.*, p. 185). Un avertissement doit l'indiquer au public (*meaningful cautionary statements*) (*Securities Act* § 27A (c) et *Securities Exchange Act* § 21E(c)).

## Quelle est la procédure applicable ?

Les actions en responsabilité sont intentées par les investisseurs. Depuis le *Insider Trading Sanctions Act* de 1984, la *Securities and Exchange Commission* peut également demander à un tribunal fédéral des sanctions pécuniaires (*civil monetary penalties*) et une restitution des profits réalisés (*disgorgement*). Depuis le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 (SOX), les fonds obtenus peuvent servir à indemniser les investisseurs (V. Sanctions, *infra*).

Au niveau procédural, plusieurs dispositifs, propres au droit américain, facilitent ces actions en responsabilité : l'échange de toutes informations entre les parties (*discovery*), les honoraires conditionnels (*contingent fees*), les actions collectives (*class actions*), la transaction (*settlement*) (V. N. Rontchevsky, Réparation du préjudice des actionnaires victimes de manipulations ou tromperies en matière financière : des *foreign cubed class actions* à une action de groupe à la française ? RTDcom., 2010, p.753 ; P.-H. Conac, La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), spéc., p. 197 et 198). Lorsque le plaignant souhaite lancer une action sur le fondement de la *Section 10b* et de la *Rule 10b-5*, il présente une demande devant un tribunal fédéral de 1<sup>ère</sup> instance. Le défendeur réplique en déposant une demande de rejet en application de la règle *12 (b) (6)* des *Federal Rules of Civil Procedure* (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, Securities Regulation, Cases and Materials, op. cit., p. 1051 s.). L'étape clé est le moment de la recevabilité ou du rejet de la demande par le tribunal (*motion to dismiss*). En effet, afin d'éviter des demandes abusives (V. *supra*), le *Private Securities Litigation Reform Act* de 1995 a conditionné la *discovery* à la recevabilité de la demande. C'est seulement si le tribunal estime que les faits allégués dans la demande sont suffisants pour donner lieu à une action fondée sur la *Section 10b*, que le plaignant peut obtenir du défendeur qu'il lui procure l'ensemble des informations liées au contentieux et obliger celui-ci ou d'autres témoins à faire des dépositions (*discovery*). Ainsi la recherche des preuves est facilitée mais la *discovery* est coûteuse, longue et chronophage (V. *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd*, Supreme Court of the United States, 2007, 551 U.S. 308, 127 S. Ct. 2499, 168, L.Ed 2d 179).

Ce premier obstacle franchi, le plaignant cherchera le plus souvent à lancer une **action collective** (*securities class action*). À cette fin, il demandera la certification de la classe (*class certification*) en invoquant les dispositions de la Règle 23 des *Federal Rules of Civil Procedure*. Rappelons qu'une action collective permet à un ou plusieurs membres de la classe d'intenter une action en justice au nom de tous si la classe est tellement nombreuse que la jonction des demandes de tous les membres est impossible en pratique, s'il y a des questions de droit et de fait communes à la classe, si les demandes des parties représentantes sont typiques des demandes de la classe et si ces parties protégeront avec loyauté et pertinence les intérêts de la classe. En pratique, la présomption (quasi) irréfragable de causalité posée par l'arrêt *Basic Inc. v. Levinson* entre l'omission ou l'information trompeuse et l'achat ou la vente de titres (*the fraud-on-the market presumption of reliance*) facilite la certification de la classe puisque les tribunaux

n'exigent pas que cette causalité soit établie au cas par cas, d'où l'importance d'un éventuel revirement (*V. supra, Halliburton Co et al. v. Erica John Fund*). Si la Cour accepte cette certification alors l'action collective pourra prospérer (*V. In re Initial Public Offering Securities Litigation, United States Court of Appeals, Second Circuit, 2006, 471 F. 3d 24*). La décision s'appliquera à tous les membres de la classe, y compris à ceux qui ne sont pas intervenus dans la procédure, à l'exception toutefois de ceux qui ont décidé expressément de se retirer (*opt out*).

Ce sont des jurys populaires qui fixent les dommages et intérêts en première instance. De ce fait, les montants retenus peuvent être élevés, même s'ils peuvent être réduits en appel par des tribunaux composés de juges professionnels. En outre, la plupart du temps, les plaignants n'ont pas à supporter les frais de procédure car les avocats se voient verser des honoraires conditionnels (*contingent fees*). Il n'y a pas de prohibition du pacte *de quota litis*. Tous ces éléments constituent une incitation forte à conclure une transaction (*settlement*). Ainsi, le 19 novembre 2013, JP Morgan s'est résolue à payer la somme record de 13 milliards de dollars pour solder une série de litiges liés à la crise des *subprimes* (*D. Barrett and D. Fitzpatrick, JP Morgan, US Settle for \$ 13 billion, Wall Street Journal, Nov. 22, 2013*).

**Bernard FIELD** – Je souhaiterais revenir sur le projet de loi actuellement en discussion au Sénat en matière d'**action collective**.

Monsieur Marini, président de la commission des finances, a présenté un amendement qui ouvrirait la possibilité aux associations agréées de défense des investisseurs d'agir pour obtenir la réparation des préjudices individuels subis par un groupe d'investisseurs placés dans une situation identique ou similaire, causés par un même professionnel ou émetteur du fait de manquements à ses obligations. Le gouvernement, par la voix de Monsieur Hamon, a clairement dit qu'il était défavorable à élargir à des associations de défense des investisseurs la possibilité d'engager une action de groupe, ce qui a pu paraître surprenant. Mais le ministre a indiqué qu'il avait choisi de ne qualifier que les associations de consommateurs agréées, qui sont parfaitement capables de mener des actions de groupe, et que si on acceptait les associations de défense des investisseurs, il n'y aurait aucune raison de ne pas élargir le champ de son texte et que cela reviendrait à ouvrir la boîte de Pandore et à remettre en cause l'équilibre du texte. L'amendement de Monsieur Marini n'a donc, *in fine*, pas été adopté.

Concernant la transmission des pièces des dossiers de l'AMF au juge civil, elle a aussi fait l'objet d'un amendement devant le Sénat en première lecture, qui a reçu l'avis favorable du gouvernement. Cet amendement prévoit, comme je l'ai indiqué tout à l'heure, que l'AMF peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice, qui en fait la demande, les rapports d'enquête ou de contrôle et les procès-verbaux qu'elle détient et dont la production est utile à la solution du litige.

## UN INSTRUMENT DEDIE A LA REPARATION DES PREJUDICES BOURSIERS ?

**Dominique SCHMIDT** – Je crois qu'il faut d'abord dresser l'état des lieux. Cet état des lieux est assez décevant en ce qui concerne la réparation du préjudice boursier.

En premier lieu, on sait que la plupart des abus de marché sont détectés par l'AMF et sanctionnés par la commission des sanctions : or, devant la commission des sanctions, la victime de l'abus de marché n'a pas sa place et ne peut rien demander et rien obtenir.

En deuxième lieu, la Cour de cassation, par son arrêt du 9 mars 2010, décide que celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, incomplètes ou trompeuses perd **seulement** une chance d'investir ses capitaux différemment. Cet arrêt casse un arrêt de la Cour d'appel de Limoges qui avait estimé que la perte financière subie par les actionnaires de la société Gaudriot était égale au montant de leur investissement puisqu'ils avaient investi une somme alors que les actions de la société ne valaient rien. En cassant cet arrêt, la Cour suprême empêche le contentieux de la perte financière d'arriver devant les TGI, les tribunaux de commerce et les cours d'appel. On perd **seulement** une chance ; et rien d'autre.

En troisième lieu, les moyens procéduraux actuellement utilisables en cette matière sont gravement inadaptés. Un abus de marché peut faire l'objet de trois séries de procédures : procédures administratives devant la commission des sanctions, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation, procédures civiles devant le TGI ou le tribunal de commerce, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation, et procédures pénales devant le tribunal correctionnel, puis la cour d'appel, puis la Cour de cassation. Dans chacune des affaires Vivendi Universal, Gaudriot, Marionnaud, et bien d'autres, ces trois séries de procédures et ces trois étapes ont été mises en œuvre.

Ce cumul des procédures ne permet même pas d'aboutir à une pleine réparation. La procédure devant la commission des sanctions ne connaît pas la victime ; la procédure devant le TGI ou devant le tribunal de commerce est limitée par la Cour de cassation à la seule perte d'une chance ; la procédure pénale est désespérément longue et fort rarement (une douzaine de procédures en 5 ans) mise en œuvre.

En outre, ces trois séries de procédures concernent les mêmes faits sous des qualifications différentes. Tantôt il s'agit d'un manquement administratif, tantôt d'une faute civile, tantôt d'une faute pénale. La même personne, le même émetteur, va être jugé trois fois et éventuellement condamné trois fois, ce qui est d'autant moins satisfaisant que cela n'aboutit pas à une pleine réparation.

Ce système favorise les contradictions de décisions. La commission des sanctions avait sanctionné le président de la société Nortène pour utilisation d'une information privilégiée, mais le tribunal correctionnel, un an et demi plus tard, juge que si le président détenait bien une information privilégiée, les opérations passées sur le marché ne l'avaient pas été en utilisation de cette information ; il a donc été relaxé.

Enfin, observons que ces triples procédures ne débouchent que très rarement sur une indemnisation. Didier Martin, dans l'article cité par Alain Couret (Didier MARTIN "Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard", Mélanges AEDBF Finance 2013 p. 399 et s.), a relevé que l'AMF, entre 2004 et aujourd'hui, a prononcé 220 sanctions pour fausses informations diffusées sur le marché, et, dans le même temps, les procédures en indemnisation ne s'élèvent pas à plus d'une dizaine. Pourquoi ? Parce que c'est cher, que cela dure longtemps et qu'il y a une totale incertitude sur la notion de préjudice et plus encore sur l'évaluation du préjudice qui pourrait être éventuellement reconnu.

Les réformes proposées sont largement insuffisantes.

On pourrait donc réfléchir à la proposition suivante :

Elle consiste à ériger la commission des sanctions de l'AMF en un véritable tribunal, en un tribunal des marchés financiers (Anne-Valérie Le Fur et Dominique Schmidt, *Il faut un tribunal des marchés financiers*, Dalloz 2014, p. 551). Cette proposition n'est pas révolutionnaire puisqu'aujourd'hui la commission des sanctions fonctionne comme une juridiction : ses décisions sont motivées, elles sont rendues par un organe collégial créé par la loi, les droits de la défense sont respectés, ses membres sont indépendants ; toutes les caractéristiques d'une véritable juridiction sont là.

L'intérêt serait de confier à ce tribunal des marchés financiers non seulement l'actuelle compétence de la commission des sanctions mais aussi des compétences supplémentaires : celle d'apprécier la faute civile au sens de l'article 1382 du code civil et d'ordonner la réparation du dommage, ainsi que celle de connaître de la faute pénale, de sa sanction et de sa réparation.

Cette juridiction financière disposerait de moyens importants puisque non seulement elle aurait accès à l'enquête administrative de l'AMF mais aussi aux procès-verbaux de police judiciaire, c'est-à-dire à l'enquête préliminaire diligentée par le procureur de la République financier. Elle pourrait aussi délivrer les autorisations de visites domiciliaires alors que, pour l'instant, elles sont délivrées par le juge des libertés et de la détention, qui voit un ou deux dossiers boursiers par an. Elle pourrait enfin ordonner en référé, aux lieu et place du président du TGI de Paris, la publication forcée des rapports financiers semestriels et annuels.

Le système proposé permet d'éviter le cumul des procédures et la contrariété des décisions puisqu'il n'y aurait qu'un seul juge pour toutes les qualifications. Enfin, le tribunal des marchés financiers disposerait de juges spécialisés, des magistrats et des professionnels, rendant leurs

décisions dans les délais qui sont actuellement ceux de la commission des sanctions, soit environ 18 mois. Nous sommes très loin des délais en matière civile et en matière pénale.

Cette proposition pourrait aussi améliorer considérablement les perspectives de réparation du préjudice : éclairé par les analyses produites par les compétents services de l'AMF, le tribunal des marchés financiers, comprenant en son sein des professionnels des marchés, serait à même d'apprécier l'existence non seulement de la perte d'une chance mais aussi de la perte financière et d'évaluer (au besoin après recours à un expert) le montant d'une pleine réparation.

#### DEBATS

**Silvestre TANDEAU de MARSAC**, *Avocat* – Dire que le préjudice est la perte d'une chance de ne pas avoir réalisé un autre investissement règle éventuellement la question du lien de causalité mais cela ne règle pas, comme vous l'avez souligné, la question de l'évaluation du préjudice, qui reste entière. Et même si on retient votre proposition, on reste toujours sur sa faim. La question fondamentale n'est-elle pas plutôt de savoir si la cour de cassation entend contrôler l'évaluation du préjudice ou laisser, en la matière, un pouvoir souverain aux juges comme c'est la cas à l'heure actuelle, y compris d'ailleurs dans l'évaluation de la perte de chance. Car une fois que la perte de chance est établie, rien n'empêche le juge d'en fixer le montant à 90 % de la perte, pour autant que ce n'est pas 100 %. N'a-t-on pas plutôt un déficit de règles concernant l'évaluation du préjudice ?

**Edith BOIZETTE**, *Président de la Chambre de l'instruction compétente en matière financière, Cour d'appel de Paris* – J'ai eu par le passé à connaître de certains délits d'initiés. Le juge judiciaire et le juge pénal que je suis, Monsieur le professeur Schmidt, ne peut pas s'empêcher de réagir à la proposition que vous venez de faire.

Je reste parfaitement convaincue que l'AMF est largement plus compétente que les magistrats de l'ordre judiciaire, qu'ils soient civilistes ou pénalistes, pour apprécier les aspects techniques. Je me suis confrontée à ces aspects techniques par le passé, avec une COB qui n'était pas très coopérative, beaucoup moins que la SEC, mais je ne peux pas penser qu'on puisse donner tous les pouvoirs d'enquête, de contrôle de l'enquête, de la régularité de procédure, à une autorité qui est, pour le moment, une émanation d'une autorité administrative, serait-elle indépendante. Je trouve que cela fait beaucoup et que cela serait une abdication totale, de la part du magistrat de l'ordre judiciaire, du moins au premier degré de juridiction, de l'ensemble de ses fonctions.

Ne pourrait-on pas plutôt envisager une sorte d'échevinage, et mettre, AMF et juge pénal, lorsque nous sommes saisis, nos compétences en commun pour travailler mieux et plus vite ? Etant entendu, qu'en amont, il serait bon que l'AMF et l'autorité de poursuite du parquet de



Paris fassent un tri entre les affaires qui mériteraient d'aller vers la voie pénale et celles qui pourraient rester de la compétence de l'AMF.

Car je suis bien d'accord avec vous : des instances pénales qui durent 10 ans, 15 ans, pour aboutir à une décision en première instance, ce qui nécessitera quelques années de plus s'il y a appel, ce n'est pas admissible. Cela n'a pas non plus toujours été le cas. Des procédures ont parfois abouti plus vite.

**Dominique SCHMIDT** - Je me suis peut-être mal exprimé. La proposition que j'ai formulée prévoyait bien que la commission des sanctions serait érigée en un tribunal composé de magistrat et de professionnels. Il n'y aurait aucune abdication de la part des magistrats.

En première instance existent une quinzaine de juridictions spécialisées dont notamment le tribunal des affaires de sécurité sociale, le conseil des prud'hommes, le tribunal paritaire des baux ruraux, etc. On aurait un tribunal des marchés financiers. La coopération entre le parquet, le cas échéant le juge d'instruction, et ce tribunal est évidemment très souhaitable.

**Bernard VATIER**, *Ancien Bâtonnier, Avocat* – Je voudrais faire trois observations.

La première, c'est que rassembler toutes les procédures devant une même juridiction implique que ce soit le juge judiciaire qui soit saisi puisque notre constitution prévoit que le gardien des libertés est le juge judiciaire. Et dès lors qu'il y a un aspect pénal, par la force des choses, c'est le juge judiciaire qui doit tenir la barre.

Il est vrai que cette proposition présente un avantage. Pour les avocats, il est toujours désagréable d'avoir un même fait poursuivi de façon répressive sur le plan administratif et sur le plan pénal, d'autant qu'on observe une tendance des juges à refuser d'appliquer la règle *ne bis in idem*, au motif qu'une décision du conseil constitutionnel prévoit qu'il peut y avoir double poursuite dans les limites du maximum de l'amende. Ceci étant, on n'a pas encore statué sur la compatibilité entre une décision de la commission des sanctions, qui relaxe et, parce qu'un juge d'instruction a décidé de poursuivre, une condamnation pénale. Peut-il y avoir une cohérence alors que, pour un même fait, on a deux appréciations distinctes sur la réalité de l'élément matériel ? Confier la procédure à une même chambre réglerait, à cet égard, la question.

Ma deuxième observation porte sur la notion de perte de chance.

On voit que la cour de cassation développe la théorie de la perte de chance parce qu'elle n'est pas du tout à l'aise sur le fait générateur. Elle ne l'est pas non plus sur le préjudice ni même sur le lien de causalité. Au fond, la perte de chance, c'est une catégorie subsidiaire pour dire qu'il y a effectivement un préjudice. Mais la difficulté à laquelle on est confronté dans la qualification de ce préjudice, c'est qu'en réalité, on s'en remet à l'arbitraire du juge. Vous avez dit que la perte de chance était incalculable. Je ne vois pas comment la cour de cassation peut essayer d'unifier l'appréciation de la perte de chance à partir du moment où il s'agit d'une

appréciation souveraine des juges du fond fondée sur des éléments qui échappent aux possibilités de discussion de la part des parties. Il me semble que dans le concept même de la perte de chance il y a une atteinte aux droits de la défense redoutable puisqu'on laisse place à l'arbitraire du juge. Il me semble donc utile de confronter ce concept de perte de chance avec la protection des droits de la défense et la sécurité juridique et on peut se poser la question de savoir s'il y a compatibilité entre cette catégorie de préjudices et les principes fondamentaux. A cet égard, je me tourne vers les spécialistes des droits européens et étrangers pour savoir si dans la jurisprudence américaine, ou dans la jurisprudence des pays européens, la notion de perte de chance existe. Il serait intéressant de pouvoir faire des études comparatives sur ce point...

Ma troisième observation est la suivante. En réalité, l'appréciation du préjudice subi du fait de la diffusion d'une information trompeuse est délicate à faire parce que, en réalité, la principale victime est la collectivité émettrice. On se trouve dans une situation paradoxale où une victime risque de se trouver débitrice de l'action en réparation.

Je me tourne vers le Professeur Schmidt, qui est un grand spécialiste de la matière : la diffusion de l'information trompeuse ne serait-elle pas une faute détachable ?

**Dominique SCHMIDT** – Il est vrai que l'émetteur peut être lui-même victime de la fausse information livrée au marché par ses dirigeants.

Les dirigeants, lorsqu'ils livrent une fausse information au marché, commettent-ils une faute détachable de leur fonction, c'est-à-dire une faute susceptible d'engager leur responsabilité personnelle et d'enlever l'écran de la personne morale ? Cette question a heureusement été tranchée par la cour de cassation dans l'affaire Kalisto il y a une dizaine d'années (Cass. 31 mars 2004, n ° 03-14.991). Il s'agissait d'une procédure de sanction administrative et la Cour de cassation a répondu par la négative. Va-t-elle maintenir sa décision à propos d'une procédure civile ? Il faut le souhaiter. Rappelons que la chambre criminelle de la Cour de cassation n'applique pas la théorie de la faute détachable.

On regrette parfois que la réparation d'un préjudice subi par des investisseurs pèse sur la société émettrice et non pas sur les dirigeants qui ne seraient pas solvables. D'abord, il y a des dirigeants solvables... Ensuite, la société émettrice est évidemment responsable de la diffusion par ses dirigeants de fausses informations lorsque ces dirigeants agissent au nom de la société. La société est donc responsable. C'est bien la raison pour laquelle la banque J P Morgan a accepté de payer en 2013 environ treize milliards de dollars en indemnisation des préjudices subis du fait notamment de ses pratiques de *subprimes*. Cela dit, les autorités américaines n'ont pas poursuivi le président de la banque. Peut-on alors se poser la question suivante : l'indemnité versée par la banque n'a-t-elle pas pour effet, voire pour objet, de mettre fin à des poursuites personnelles contre le dirigeant ?

Finalement, si la société est responsable des fausses informations et des abus de marché commis par ses dirigeants, il est normal qu'elle paie. Les actionnaires qui détiennent des titres au jour du paiement en souffrent, mais cette souffrance ne peut pas légitimer l'absence de réparation du préjudice.

**Dominique LEDOUBLE**, *Expert* – Je voudrais revenir sur la notion de perte de chance sur laquelle tout le monde crie haro en disant que c'est imprévisible, pifométrique et, qui plus est, dans la main du juge du fond de telle sorte qu'on ne peut pas espérer une unification au niveau de la cour de cassation.

Je ne veux pas trancher sur ces points juridiques, je veux juste revenir sur des aspects plus techniques. Il est vrai que, pour l'instant, il est assez difficile de justifier de la façon dont les pertes de chance sont quantifiées. Est-ce du fait de leur nature ou du fait de la pratique ? J'aurais tendance à penser qu'au XXI<sup>ème</sup> siècle, alors qu'il y a des pages entières sur les *big data*, c'est plutôt la pratique qui veut qu'il en soit ainsi. Je reprends l'exemple, tout à fait classique, de la perte de chance de ce garçon qui, du fait d'un accident, ne peut pas passer son concours. La perte de chance est-elle pifométrique ? Elle l'est à son niveau individuel, sans aucun doute. Mais l'intérêt du concept de perte de chance est qu'on ne demande pas un calcul déterministe ; on demande un calcul probabiliste. La probabilité qu'un étudiant normalement constitué passe un examen et le rate est statistiquement connue, à la virgule près. Il n'y a même pas besoin des *big data*. Quelle est la probabilité pour qu'un très bon élève, d'une très bonne prépa ne réussisse pas le concours d'HEC ? Les éléments statistiques de la réponse existent aujourd'hui. De même l'effet boursier d'un évènement significatif - il y en a des centaines sur des dizaines d'années – peut être statistiquement calculé.

Ce que je veux dire par là, c'est que c'est probablement à nous, experts, AMF, et d'autres, qui disposons de ce type de données, d'en tirer un certain nombre de statistiques. A ce moment-là, peut-être, pourra-t-on estimer que la théorie de la cour de cassation, qui a quand même beaucoup d'avantages sur le plan juridique, pourrait aboutir à des indemnisations qui ne seraient pas purement pifométriques.

**Alain GHOZI**, *Professeur à l'Université Panthéon-Assas (Paris II)* – Je voudrais prolonger ce que Monsieur Ledouble vient de dire.

Premier point. La jurisprudence de la Cour de cassation sur la perte d'une chance est moins sommaire que ce que l'on en dit. Par des arrêts récents, notamment de la première chambre civile, elle a donné une définition rigoureuse de la perte d'une chance : c'est la disparition d'une éventualité favorable. De sorte que si l'éventualité n'est pas établie, il n'y a pas perte d'une chance. Il faut quand même se souvenir de la genèse de cette jurisprudence. Avant la consécration jurisprudentielle de la réparation de la perte d'une chance, il y a trente ans environ, la victime, dans des circonstances comme celles qui sont évoquées ici, n'avait droit à rien car elle était incapable d'administrer la preuve de la causalité entre le dommage souffert et

le fait générateur. De sorte que la perte d'une chance est effectivement un substitut de l'incertitude de la causalité.

Deuxième point. La création d'une juridiction unique, idée qui me paraît fort intéressante, ne supprimera pas la question de la perte d'une chance. On restera toujours confronté à cette question, parce que le seul moyen d'en sortir, c'est d'en appeler au délit civil. Car on bute sur le fait que notre système de responsabilité est, dans son principe, un système de responsabilité subjective : notre responsabilité extracontractuelle est marquée par la trilogie faute, relation de causalité, dommage, quel qu'en soit l'ordre. Il n'y a, il me semble, que deux portes de sortie. L'une, que l'on connaît bien dans les conventions portant loi uniforme, est la responsabilité forfaitaire : les conventions portant loi uniforme, notamment en matière de transport, reposent sur des jeux de présomptions et de contre présomptions, avec des responsabilités forfaitaires. Ainsi en est-il en droit maritime, droit du traitement du risque par excellence ... L'autre soupape, ce sont les délits civils et l'indemnisation forfaitaire indépendamment de la prise en considération d'une causalité plausible ; le comportement est sanctionné en lui-même.

**Dominique SCHMIDT** – Je parle uniquement en matière boursière. Avant l'arrêt du 9 mars 2010, les juridictions, y compris la Cour de cassation, ont réparé à la fois la perte de chance et la perte financière. La première fois c'était dans l'affaire Société Générale de Fonderie en 1993, où la chambre criminelle a expressément approuvé les juges du fond d'avoir estimé le préjudice de victimes de fausses informations à la différence entre le prix qu'elles avaient payé et le prix réel qui aurait été observé en l'absence de fausses informations. Puis il y a eu les affaires Flammarion, Euromarketing et quelques autres, où les deux préjudices, perte de chance et perte financière, ont été reconnus. L'arrêt du 9 mars 2010 est un revirement de jurisprudence qui peut s'expliquer parce que, me semble-t-il, le juge civil, mais aussi le juge pénal, n'est pas formé pour calculer une perte financière ; il n'a pas les outils pour le faire. Il pourrait se rapporter à un expert, mais ce serait, finalement, l'expert qui rendrait la décision. Donc on préfère se tenir à l'écart de la détermination de la perte financière.

Si ce tribunal des marchés financiers voit le jour, je ne doute pas que ces problèmes techniques soient bien résolus.

**Michel BAERT**, *Juge des sanctions au tribunal de commerce de Paris* – J'avais une question pour le professeur Schmidt qui nous parlait du sort du Président de JP Morgan. Ne pourrait-on pas imaginer que les dirigeants qui ont commis des fautes pourraient être poursuivis en sanction, personnelle ou pécuniaire ?

**Dominique SCHMIDT** – Je pense qu'ils pourraient l'être. Les textes existent. On peut les poursuivre. Mais ils ne sont pas poursuivis.

**Joanna GHORAYEB**, *Magistrat au bureau économique et financier, Direction des affaires criminelles et des grâces, Ministère de la justice* – Je me permets d'intervenir pour rebondir sur la proposition de tribunal unique.

Elle répond sans doute à un souci de pragmatisme indispensable dans la matière boursière, mais elle se heurte à d'autres réalités qui risquent de rabaisser les ambitions de cette institution unique. S'il y a deux choses qui ne me paraissent pas conciliables, c'est la nature pénale des poursuites d'un côté et la nature civile et/ou administrative des autres procédures de l'autre. Je ne vois pas comment un tribunal spécialisé, quand bien même son existence garantirait davantage d'efficacité dans l'appréhension et le traitement des dossiers dans le temps, pourrait faire fi, dès lors qu'il serait également compétent au pénal, d'un procureur de la République et d'un éventuel juge d'instruction, c'est-à-dire des institutions qui permettent de gérer les aspects qui sont au cœur du droit pénal, à savoir la liberté individuelle. Qui va statuer sur un placement en détention éventuel ? Qui va statuer sur les mesures de sûreté ? Qui va prononcer les sanctions pénales et les mettre à exécution par la suite ? Et par voie de conséquence, cette institution unique ne risquerait-elle pas de pâtir des inconvénients que connaissent déjà les juridictions civiles et pénales et que ne connaît pas l'AMF, c'est-à-dire de la « lourdeur » de la procédure judiciaire ?

Je voulais aussi formuler une petite observation qui pourra peut-être susciter des réflexions par la suite... Un projet de loi relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière actuellement en cours de discussion institue un procureur de la République financier national. Il s'agit d'une autorité judiciaire d'une nature un peu particulière, qui serait, aux côtés du Procureur de Paris, sous l'autorité du Procureur général de la Cour d'appel de Paris, et à qui serait transférée la compétence exclusive du procureur de Paris pour les délits boursiers. Peut-être le fait que ce parquet financier, doté d'un nombre de magistrats restreint et dédiés permettra-t-il, aussi, d'accélérer le traitement des procédures. Je lance cette réflexion à la sagacité de l'assemblée. Cela est en tout état de cause susceptible d'avoir une incidence sur le traitement des procédures pénales relatives aux abus de marché.

**Yves CHAPUT** – *Professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne), ancien directeur scientifique du CREDA* - Une simple remarque sur cette question des pouvoirs juridictionnels de l'AMF et de la règle, *non bis in idem*.

Le groupe de travail sur la dépénalisation de la vie des affaires dite commission Coulon, du nom de son Président, à laquelle le Président Field et moi avons participé, avait dès 2008 fait des propositions tendant à rendre cohérentes les deux approches administrative et judiciaire. En résumé, avait été évoquée la création d'équipes communes d'enquête sous l'"autorité" (au sens latin du mot !) du procureur de la République, *a fortiori* avec un parquet indépendant de l'exécutif.

En second lieu, il avait été proposé une adaptation de la composition de la juridiction, avec adjonction à la formation collégiale aussi bien en première instance qu'en appel, de deux assesseurs supplémentaires désignés par arrêté conjoint des ministres de l'économie et de finances et de la justice en raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'investissements financiers.

Je ne peux donc, pour l'approfondissement de l'articulation entre sanction pénale et administrative, que renvoyer à ce rapport qui évoque aussi les possibilités d'action civile par voie directe. Étant entendu que ces approches doivent être appréhendées en contemplation de la CEDH.

## Abus de marché : quelles sanctions ?

**Arnaud REYGROBELLET**, *Professeur à l'université Paris Ouest Nanterre La Défense, Conseiller scientifique du CREDA.* – En ouvrant ce chapitre plus spécifiquement consacré aux sanctions, nul doute qu'on aborde le cœur du dispositif relatif aux abus de marché. L'arsenal des sanctions apparaît à la fois comme la quintessence de ce dispositif et le signe de son échec. S'il faut sanctionner, c'est que l'ensemble des mesures préventives s'est révélé impuissant à conjurer la survenance du manquement ou du délit. C'est aussi que la crainte de la sanction n'a pas été suffisamment dissuasive.

Autre évidence, l'histoire relativement récente de la lutte contre les abus de marché est celle d'un permanent et substantiel alourdissement de la répression.

Si on considère la seule question du quantum, tout le monde a en tête le bond en avant réalisé par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, qui a porté le plafond de la sanction pécuniaire susceptible d'être prononcée par l'AMF à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés.

Quant aux éléments matériels des manquements et des délits constitutifs d'abus de marché, leur champ n'a cessé de s'étendre, la dernière évolution en date remontant à la fameuse loi de séparation et de régulation des activités bancaires en date du 26 juillet 2013.

Devant ce constat d'une aggravation certaine du dispositif répressif, on doit s'interroger. Assez souvent, un tel phénomène, lorsqu'il intervient dans d'autres domaines, est le signe d'une répression qui manque son objet. Certains se rappellent peut-être de la situation qui fut celle de la répression des chèques sans provision. Mais est-ce le cas ici ? L'accroissement de la répression n'est-il pas plutôt le signe d'une prise de conscience de la gravité intrinsèque des comportements susceptibles de relever des abus de marchés ? Le signe qu'on ne peut admettre que le fonctionnement normal du marché et la confiance que les investisseurs peuvent avoir dans le marché se trouvent ainsi altérés.

Mais bien entendu, la pertinence d'une politique répressive ne saurait se mesurer uniquement à l'aune de l'aggravation de la répression. En toute occurrence, il importe que les sanctions soient « effectives, proportionnées et dissuasives ». Il importe aussi ne pas nourrir cette folle prétention de penser pouvoir éradiquer définitivement tout abus de marché.

En somme, il est clair que le dispositif est encore perfectible. Sur quels points des évolutions seraient-elles susceptibles d'être apportées ? Telle est la question qui va courir tout au long de la table ronde.

Pour répondre à cette ambitieuse interrogation, nous avons sollicité des spécialistes issus d'horizons divers. Des spécialistes qui vont nous indiquer comment, à partir de la position qui est la leur, la sanction des abus de marché se présente en droit positif et comment elle pourrait se présenter dans un monde idéal. Des spécialistes que je remercie très vivement d'être présents autour de cette table ronde.

Permettez-moi de vous les présenter rapidement.

D'abord, Monsieur Jean-Claude Hassan, conseiller d'Etat. Monsieur Jean-Claude Hassan était particulièrement qualifié pour intervenir dans ce débat. D'abord, parce qu'il assure la présidence de la seconde section de la commission des sanctions. Ensuite, parce qu'il a été partie prenante dans l'élaboration d'un récent et fort intéressant rapport publié sous l'égide de l'AMF et portant sur *Le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel*.

Ensuite, nous entendrons mon éminente collègue Sophie Schiller, Professeur à l'université Paris Dauphine, mais aussi membre du Club recherche de l'IFA (Institut français des administrateurs). Nous connaissons tous les belles analyses que Madame Schiller a développées s'agissant de la réparation du préjudice dont ont souffert les épargnants. Mais elle a aussi beaucoup à nous dire, et à nous apprendre, sur ce qui relève de la sanction.

Nous entendrons également Monsieur Hervé Delannoy en sa double qualité de directeur juridique de la société RALLYE et de président de l'Association française des juristes d'entreprise. Monsieur Hervé Delannoy présentera le point de vue des entreprises et des dirigeants d'entreprises. Ceux sur lesquels pèse la menace de sanction.

Bien entendu, comme lors de la première table ronde, l'éclairage du droit comparé sera apporté, chaque fois que nécessaire, par mes deux collègues Bénédicte François pour le droit américain et Katrin Deckert pour le droit allemand.

La discussion sera articulée autour de quatre prises de paroles, suivant en partie la chronologie du processus de sanction. Nous évoquerons ainsi, après avoir présenté la politique répressive de l'AMF, successivement : la prévention, la procédure d'enquête, et enfin la condamnation.

Mais commençons d'abord par planter le décor.

#### LA POLITIQUE REPRESSIVE DE L'AMF

**Jean-Claude HASSAN**, *Conseiller d'Etat, Président de la seconde section de la Commission des sanctions de l'AMF* –

#### Réparation vs sanction

Pour commencer je dirai que, s'agissant d'abus de marché, il y a un certain paradoxe à ce que ce soit la seconde table ronde qui aborde le problème des sanctions, après que la première a traité de la réparation. Je crois, en effet, qu'en matière d'abus de marché, la sanction prime, notamment pour les manquements d'initiés et les manipulations de cours. La chose est peut-être un peu différente s'agissant des manquements à la bonne information du public.

La question ne se poserait pas très différemment si devait être retenue, un jour, une proposition aussi audacieuse que celle de Maître Schmidt, audacieuse y compris au regard de la Constitution et de l'office du juge pénal. La proposition est d'ailleurs plus une réponse à la question – pour ceux qui se la posent dans les mêmes termes que Maître Schmidt – du respect du *non bis in idem*, qu'une réponse au souci de la réparation des préjudices qui seraient nés d'abus de marché.

Je fais partie de ceux qui souhaitent que la question de la réparation avance. Mais elle avancera certainement plus vite du côté des prestataires régulés ayant manqué à leurs obligations professionnelles que pour les abus de marché. En matière d'abus de marché, c'est en effet très différent. Il n'y a pas de clients et il paraît plus difficile de procéder à une réparation préalablement au prononcé d'une éventuelle sanction. Que penserait-on d'une personne morale accusée de manipulation de cours qui commencerait à procéder à des réparations tout en prétendant, bien entendu, que cela ne vaut en rien début de reconnaissance de culpabilité ? C'est très compliqué pour la raison simple, me semble-t-il, qu'en réalité, en face de tout vendeur, il y a un acheteur (sauf dans le cas où la personne mise en cause est intervenue sur des instruments financiers uniquement de gré à gré, comme évoqué tout à l'heure) ; et s'il y a parmi eux des malheureux, les acheteurs par exemple, qui n'auraient pas eu connaissance à temps d'informations révélant la mauvaise santé de la personne morale, il y a eu, en même temps, et à chaque fois, des vendeurs heureux, en quantité égale et pour des montants égaux. Je me dis que compte tenu que l'on ne réclamerait rien aux personnes heureuses et qu'on envisagerait plutôt la réparation des préjudices subis par les personnes malheureuses, ce serait une véritable aubaine, pour les acteurs du marché, que viennent à se multiplier les abus de marché réparés. Ce serait peut-être une nouvelle forme d'aléa moral.

En fait, c'est la même difficulté, en plus simple, que celle que nous rencontrons dans le cas des prestataires régulés assurant le service d'investissement de gestion d'organismes de placement collectif (OPC) et qui commettent le manquement de ne pas rafraîchir les valeurs



liquidatives au rythme qu'édictent les procédures de ces OPC. Car alors, il y a non seulement des gagnants et des perdants, mais cette fois-ci ils ne sont pas face à face pour les mêmes montants dès lors que nous avons affaire à des sociétés à capital variable. Il peut y avoir plus de souscriptions que de rachats ou le contraire. Mais le problème est de même nature.

### **La sanction des abus de marché**

En ce qui concerne le repérage de possibles abus de marché, ce sont évidemment les services d'enquête et de contrôle de l'AMF qui sont les véritables moteurs. D'où l'importance, d'une part, de la qualité de leurs automatismes et, d'autre part, du caractère coercitif de leurs moyens d'investigation.

Ce qui revient à la commission des sanctions c'est, lorsque les affaires y sont propices (elles ne le sont pas toutes), de fixer, par exemple, un cadre pour l'établissement de la preuve. A cet égard, je crois que la décision KRAAY du 12 mai 2011 - et c'est bien ainsi, me semble-t-il, qu'elle a été interprétée – si elle est sans doute une « petite décision » compte tenu du manquement qui a été sanctionné et du montant des sanctions prononcées, est très intéressante pour fixer le cadre d'éventuelles sanctions, repérage d'abord, sanctions ensuite, de micromanipulations de cours effectuées dans le cas d'un négoce à haute fréquence.

**Spécificité de la sanction** ; je dirais même primat de la sanction lorsqu'un profit a été constaté. D'abord grâce à la spécificité de la règle du décuple, qui a d'ailleurs permis dans le passé, ainsi qu'il est rappelé dans l'excellente étude du CREDA (CREDA, Les sanctions des sociétés cotées – Quelles spécificités ? Quelle efficacité ? LexisNexis LITEC, coll. « Le Droit des Affaires », 2012, préc. p. 266), de dépasser le plafond forfaitaire lorsqu'il était fixé à des montants plus bas qu'aujourd'hui.

Mais les choses pourraient changer. Avec un plafond forfaitaire de 100 millions d'euros, les conditions me semblent réunies pour que la jurisprudence évolue et qu'elle décide de faire jouer le décuple comme un sous-plafond lorsqu'un profit réalisé est mesurable. Un profit de un million d'euros peut-il donner lieu à une sanction supérieure à 10 millions d'euros ? Aujourd'hui, c'est le plus élevé des plafonds auquel on s'intéresse, mais dans le cadre d'une jurisprudence née lorsque les forfaits étaient beaucoup plus bas. Cette règle, spécifique des situations dans lesquelles les profits sont mesurables, notamment dans la plupart des manquements d'initiés et des abus de marché, a été étendue aux pertes évitées et s'est probablement durcie, disent certains, non pas seulement en raison des multiples pratiqués par la commission des sanctions de l'AMF, ou d'autres institutions précédemment avant elle, mais aussi en raison du fait que les plus-values sur valeurs mobilières qui n'ont pas toujours été taxées, le sont de plus en plus, du moins en France. Or le juge ne prend pas en compte le profit net pour l'éventuel auteur d'un manquement d'initié, mais uniquement le profit brut.

**Calcul du montant de la sanction.** Cette spécificité se donne aussi à voir dans le fléchage, si j'ose dire, de cette modalité de calcul des sanctions, sur les seuls abus de marché,

alors que, comme le rappelle également l'étude du CREDA, une telle spécificité n'existe pas dans la loi. On pourrait parfaitement appliquer la règle du décuple, à condition de l'étendre un peu, aux charges évitées par tel prestataire régulé qui aurait manqué sur plusieurs années à donner le juste effectif à ses services de contrôle interne et aurait de ce fait eu des charges réduites. D'ailleurs, au cours d'une très récente séance publique, le représentant du collège, s'expliquant sur le quantum qu'il réclamait pour la sanction du prestataire, a, parmi les critères énumérés, mentionné la masse salariale évitée en raison d'un effectif insuffisant des services de contrôle.

Il y a lieu aussi de mentionner une décision très récente : vous avez vu que la Cour de cassation a transmis hier, à la Cour de justice de l'Union européenne, une importante question préjudicielle, s'agissant de notre sujet : celle du point de savoir si, pour être précise, une information qui doit avoir une incidence sur les cours, doit avoir une incidence positive ou une incidence négative clairement prévisible, ou une incidence sans sens déterminé (Cass. com. 26 nov. 2013, n° 12-21.361, P+B).

#### LA POLITIQUE REPRESSIVE DE LA SEC

**Bénédicte FRANCOIS**, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours – Aux États-Unis*, ce sont les procureurs fédéraux (*United States Attorneys*) qui sont chargés des poursuites pénales devant les tribunaux fédéraux. La *Securities and Exchange Commission* ne s'est pas vu reconnaître de pouvoir en la matière. La *Section 21 (d)* de l'*Exchange Act* de 1934 autorise simplement la Commission à transmettre au Département de la Justice (*Department of Justice – DOJ*), des éléments de preuves susceptibles d'avoir une coloration pénale (J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1363 s. et 1480 s.).

Cependant, la SEC peut agir devant les tribunaux dans le cadre d'une procédure civile afin que des sanctions soient prises. Le Conseil de la *Commission* prend cette décision, après présentation du cas par la Division de l'Exécution (*Division of Enforcement*) (P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, *op. cit.*, p. 111 s. ; M. Klopfer Pelèse, *L'approche du droit nord-américain. La place prépondérante des actionnaires*, *op. cit.*, p.168 s.).

Tout d'abord, en cas de violation du *Securities Act* de 1933 et de l'*Exchange Act* de 1934, la SEC peut agir en justice pour obtenir des injonctions (*civil injunctions*). Elle peut demander à un tribunal fédéral de faire cesser tel comportement, mais il lui faut aussi prouver la vraisemblance d'une nouvelle violation (*the likelihood that the wrongdoing will recur*) (SEC v. Caterinicchia, 613 F. 2d 102, 105 (5th Cir 1980) ; V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1443). À cet effet, elle s'appliquera à obtenir une injonction de faire (*mandamus*), une injonction temporaire de ne pas faire (*temporary restraining order*), ou encore une injonction préliminaire à l'encontre d'une personne qui est sur le point d'enfreindre une disposition (*preliminary injunction*). La SEC peut aussi solliciter le gel temporaire des avoirs

(*freeze of assets*) d'une personne dont elle craint un transfert hors des Etats-Unis (v. SEC v. Unifund SAL, United States Court of Appeals, Second Circuit, 1990, 910 F.2d 1028). Au surplus, ces mesures d'injonction ne sont pas sans conséquences pour les dirigeants de la société. Selon la *Section 20 (e)* du *Securities Act* et la *Section 21(d)(2)* de l'*Exchange Act* « *Authority of a Court to prohibit persons from serving as Officers and Directors* », les sociétés dont l'un des dirigeants ou administrateurs (*director* ou *Officer*) a fait l'objet d'une injonction doivent l'indiquer pendant cinq ans dans les documents enregistrés auprès de la SEC...

Par ailleurs, la SEC peut obtenir, en équité, du tribunal fédéral que la personne mise en cause restitue les profits indûment acquis (*disgorgement*). Ces sommes sont versées aux investisseurs lésés et à des fonds qui leur sont dédiés, ou au Trésor (v. *supra*). C'est seulement à partir de l'*Insider Trading Sanctions Act* de 1984 que la SEC a été autorisée à demander aux tribunaux des sanctions financières (*civil monetary penalties*) à l'encontre de l'auteur d'un délit d'initié (*insider trading*). Elles ne sauraient dépasser trois fois le gain réalisé ou la perte évitée (*Section 21 A (a) (2)* du *Securities Exchange Act*). L'*Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act* de 1988 permet à la SEC d'engager également la responsabilité de la personne « contrôlant » (*controlling person*) l'auteur du délit et de lui demander une sanction d'un montant d'un million de dollars et même au-delà jusqu'à trois fois le gain réalisé ou la perte évitée (*Section 20 of the Securities Exchange Act*). Enfin, le *Securities Law Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* de 1990 habilite la SEC à demander aux tribunaux fédéraux de prendre des sanctions pécuniaires (*civil fines*) contre toute personne ayant violé toute disposition du *Securities Act* ou de l'*Exchange Act* et des règlements que la SEC a adoptés (*Section 21 (a) (3)* du *Securities Exchange Act*). Leur montant varie selon la gravité de la violation (selon qu'elle implique une fraude ou une manipulation ou non), l'auteur de la violation (personne physique ou morale) et les conséquences de cette violation (si elle a provoqué une perte importante ou généré un risque substantiel pour d'autres personnes) (*Section 21 (a) (3) B. i, ii, iii of the Securities Exchange Act*). Pour une personne physique, la sanction maximale encourue est de 5 000 dollars en l'absence de fraude, 50 000 dollars en cas de fraude et 100 000 dollars si, en plus de la fraude, une perte ou un risque substantiel a été causé à autrui. Pour une personne morale, la sanction maximale encourue est de 50 000 dollars en l'absence de fraude, 250 000 dollars en cas de fraude et 500 000 dollars si, en plus de la fraude, une perte ou un risque substantiel a été causé à autrui.

Depuis le *Securities Law Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* de 1990, la SEC peut également demander à un tribunal fédéral d'interdire de manière permanente ou temporaire, conditionnelle ou inconditionnelle, à toute personne qui a été jugée coupable d'avoir commis une fraude d'être dirigeant ou administrateur d'une société cotée si celle-ci montre une inaptitude à accomplir ses fonctions (*Sect. 20 (e)* du *Securities Act* et *Section 21 (d) 2* de l'*Exchange Act*. *Corporate Bar Orders* ; V. SEC v. Patel, United States Court of Appeals, Second Circuit, 1995, 61 F. 3d 137).

La SEC dispose également d'un pouvoir de sanction direct. Toutefois celui-ci est limité car le Congrès américain hésitait à confier à la SEC un pouvoir de sanction pécuniaire dans le

cadre de procédures non disciplinaires (P.-H. Conac, La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), *op. cit.*, p. 112 et 113). Ainsi la SEC a disposé depuis 1964 d'un pouvoir d'injonction lorsque les émetteurs ne respectaient pas leurs obligations d'information. Mais c'est seulement depuis le *Securities Law Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act* de 1990 qu'elle peut prendre, à l'égard de toute personne, des injonctions de ne pas faire (*cease and desist order*) pour violation des dispositions anti-fraudes du *Securities Act* et de l'*Exchange Act* (*Section 8A* du *Securities Act* de 1933 et *Section 21 (a) (3) D* de l'*Exchange Act* de 1934 ; V. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1460). Il y a désormais autant d'injonctions prononcées par la SEC que par les tribunaux fédéraux. Au demeurant, le *Sarbanes-Oxley Act* de 2002 permet à la SEC d'interdire, à l'instar des tribunaux, aux personnes sanctionnées d'un *cease and desist order* d'être administrateur ou dirigeant d'une société cotée. Enfin, la SEC peut imposer la restitution des profits illégaux (*disgorgement*), mais non prononcer une sanction financière plus importante.

Cette description laisserait penser que le rôle de la SEC est modeste. Il n'en est rien en raison du recours presque systématique à la transaction (*settlement*). Celle-ci présente l'avantage d'épargner les frais d'un long procès et, pour le mis en cause, de limiter la mauvaise publicité qui l'accompagne. Or la transaction est négociée avec les services de la Commission et approuvée par son Conseil. Dans le cadre d'une transaction, la SEC détermine la sanction financière qu'elle propose en échange de l'abandon des poursuites judiciaires civiles. Le mis en cause accepte la transaction « sans confirmer ni contester les faits » qui lui sont reprochés (*neither admit nor deny*). Certes l'accord est soumis au juge pour lui donner force exécutoire (*consent decree*), mais le quantum de la sanction a été en fait déterminé par la SEC qui exerce par ce biais un pouvoir de sanction pécuniaire.

En 2013, la SEC a engagé 686 actions. Elle a prononcé des sanctions pécuniaires d'un montant record de 3,4 milliards de dollars, soit 10 % de plus qu'en 2012 et 22 % de plus qu'en 2011 (SEC, For immediate Release 2013-264, Dec. 17, 2013, <http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370540503617#.UyYE8vI5OSo>). La Division de l'*Enforcement* indique qu'elle utilise trois critères pour se décider à transiger : la force des éléments de preuve et des moyens de défense, le délai pour restituer les fonds aux investisseurs lésés, les ressources exigées pour le procès (R. Khuzami, *Testimony on « Examining the Settlement Practices of U.S. Financial Regulators »*, May 17, 2012, [http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1365171489454#.UyYAJ\\_I5OSo](http://www.sec.gov/News/Testimony/Detail/Testimony/1365171489454#.UyYAJ_I5OSo)). Toutefois, la tendance actuelle est de limiter le champ d'application des transactions ne confirmant ni contestant les faits. La SEC exige même que le mis en cause reconnaisse son inconduite lorsque l'acceptation de sa responsabilité va dans le sens de l'intérêt public (SEC, For immediate Release 2013-264, Dec. 17, 2013, *op. cit.*).

Pour mémoire, nous signalerons que la SEC dispose aussi d'un pouvoir disciplinaire à l'égard des professionnels de marché.

## LA POLITIQUE REPRESSIVE EN ALLEMAGNE

**Katrin DECKERT**, *Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense* – En Allemagne, l'idée que l'investisseur et les marchés financiers doivent être protégés des abus de marché par une action étatique notamment est bien présente.

Des abus de marché y sont ainsi sanctionnés pénalement, même si ces condamnations pénales ne sont pas très fréquentes en pratique. Ce constat ne permet pas de conclure à l'absence d'infractions en la matière, bien au contraire. De nombreux abus de marché sont sans doute commis tous les jours, mais il est souvent difficile d'identifier les auteurs de ces infractions et d'en rapporter la preuve.

Un abus de marché peut également constituer un manquement administratif et être sanctionné à ce titre ; la répression administrative en la matière s'est même développée ces dernières années en Allemagne. Plusieurs manquements administratifs sont prévus à ce titre (v. not. § 30 de la *Wertpapierprospektgesetz* ; § 39 de la *Wertpapierhandelsgesetz*), avec toutefois des différences parfois sensibles de régime par rapport au droit français (champ d'application des manquements, conditions de leur mise en œuvre, etc.). La *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin), l'autorité des marchés financiers, a aujourd'hui un rôle central en la matière; elle dispose notamment d'un pouvoir important d'investigation, mais aussi de sanction et d'injonction en matière d'abus de marché.

**Arnaud REYGROBELLET** – Maintenant que le décor est planté, première interrogation. En amont de la sanction, comment faire pour éviter de se mettre dans une situation qui va aboutir au prononcé d'une sanction ? Quelles sont les stratégies préventives à mettre en place dans les sociétés cotées pour éviter le plus possible la survenance de tels manquements ?

## LES STRATEGIES PREVENTIVES

**Sophie SCHILLER**, *Professeur à l'Université Paris Dauphine* – La prévention est un très beau sujet, certainement le plus sympathique, parce que si la prévention est efficace, il n'y a plus d'abus ; s'il n'y a plus d'abus, il n'y a plus de sanctions. On pourrait imaginer que la prévention existe du simple fait que des sanctions existent. Dans un monde où chacun tremblerait devant des sanctions particulièrement efficaces, ces dernières suffiraient, par elles-mêmes, à prévenir tous les manquements. Dans notre droit positif, les sanctions sont efficaces mais elles ne permettent pas d'éviter totalement les manquements, ce qui justifie de s'interroger sur d'autres modes de prévention.

Ce sujet est très beau, mais il est également très vaste. Les manquements sont variés : manquement d'initié, manquement à la bonne information du public, manipulations de cours, manquement en matière d'offre au public etc. et les acteurs potentiels de la prévention sont également nombreux. Ces propos n'aborderont pas les aspects de droit du travail et se limiteront au rôle des dirigeants dans la prévention des abus de marché.

La notion de dirigeant est large. Elle varie suivant le type de manquement et il est impossible de la définir strictement pour ce sujet (Pour le manquement d'initié sont visés « membres du conseil d'administration, du directoire, du conseil de surveillance, directeur général, directeur général unique, directeur général délégué ou le gérant » L621-18-2 CMF). Tous ces dirigeants auront en commun d'avoir un rôle central dans la réalisation des abus de marché, mais ils doivent également être les plus actifs pour prévenir ces actes si on envisage une gouvernance conforme aux principes de *Corporate Governance*. En effet, cette théorie préconise deux principes fondamentaux riches en conséquences pour prévenir les abus de marchés : d'une part, il est essentiel de mettre en place dans la société des contre-pouvoirs et de prévenir les difficultés en permettant aux différents organes de direction de se surveiller les uns les autres et, d'autre part, autre idée très liée à la première, ces contre-pouvoirs pourront en particulier s'exercer grâce à une bonne circulation de l'information. Ces deux idées, prévention et information, renvoient directement à notre sujet, mais montrent toute la difficulté de ce sujet. Il ne suffit pas de dire qu'en augmentant les contre-pouvoirs et l'information, on préviendra les manquements, car trop de diffusion d'informations entraînera au contraire un développement des manquements. En particulier, si les dirigeants reçoivent trop d'informations, ils augmentent leurs risques d'agir en profitant d'informations particulières c'est-à-dire de commettre des manquements d'initiés. Il apparaît donc que cette prévention doit suivre deux voies a priori assez contradictoires. Ce qui est attendu des dirigeants c'est tout d'abord des abstentions, mais également des actions.

#### ABSTENTIONS DEMANDEES AUX DIRIGEANTS

Les dirigeants doivent respecter deux abstentions correspondant à deux manquements tout à fait différents : une obligation de s'abstenir, en premier lieu d'agir et, en second lieu, de parler.

#### **Obligation de s'abstenir d'agir**

Selon le Règlement Général de l'AMF, toute personne détenant une information privilégiée en raison de sa qualité de membre des organes d'administration, de direction, de gestion, de surveillance de l'émetteur doit s'abstenir de l'utiliser (Art. 622-1 et 622-2). Certains mandataires détiennent si souvent des informations privilégiées qu'ils risquent ne jamais pouvoir agir. Il existe une solution très simple qui consisterait à poser une interdiction catégorique de détention de titres. Les dirigeants seraient ainsi certains de ne jamais vendre ou acheter de titres de la société. Une telle prohibition semble impossible, pour des raisons pratiques, mais aussi car cette solution serait contraire à tous les principes de la *corporate governance* qui prônent l'actionnariat des dirigeants afin de restreindre les situations de conflits d'intérêts et enclencher un cercle vertueux de performance. Il est souhaitable que les dirigeants détiennent des titres pour éviter les conflits d'intérêts et il faut donc qu'ils puissent les céder. Comment alors prévenir les manquements d'initiés ?

L'AMF, dans un guide publié en novembre 2010, donne de nombreuses pistes de réflexion pour répondre à cette question (Rec. AMF n°2010-07, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées. Doc. créé le 3 nov. 2010, modifié le 8 juill. 2013).

- Porter à la connaissance du public dès que possible toute information pour éviter qu'elle demeure privilégiée.
- Limiter l'accès aux informations privilégiées aux seules personnes dont les fonctions et responsabilités le justifient, en essayant par exemple de limiter le nombre de participants aux réunions, de vérifier régulièrement les codes informatiques pour supprimer les accès inutiles, de tenter de limiter au maximum l'équipe intervenant sur une opération tant qu'elle demeure secrète, etc.
- Définir strictement des règles de confidentialité applicables à chaque dirigeant. Cette recommandation est également incluse dans le code AFEP-MEDEF (version de juin 2013) qui recommande de préciser dans le règlement interne du conseil d'administration les obligations de confidentialité pesant sur les administrateurs.
- Désigner un déontologue qui pourra éventuellement donner un avis préalable à toute transaction sur les titres de la société réalisée par une personne figurant sur la liste d'initiés.
- Mettre en place des mandats de gestion qui permettront de démontrer que les transactions effectuées pour le compte d'un dirigeant n'ont pas été déterminées par la connaissance d'informations privilégiées, mais par des instructions données antérieurement alors que le dirigeant ne se trouvait pas en situation d'initié. Ce système existe aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Il permet aux dirigeants de bénéficier d'une présomption simple de non-commission d'opération d'initiés. Ces mandats ne sont efficaces que si le mandant n'est pas en mesure d'influencer d'une quelconque manière les décisions d'intervention de la personne exécutant le mandat, ce qui suppose notamment un devoir impératif de non immixtion du dirigeant dans l'exécution. Ils ne peuvent être poursuivis même pendant les fenêtres négatives à partir du moment où les opérations sont strictement encadrées par une instruction. Il existe plusieurs solutions d'encadrement extérieur, en particulier en retenant une formule ou un algorithme qui détermine le nombre, le prix et les dates où le mandataire effectue soit des achats, soit des cessions sur les titres de la société.

Ces pistes sont intéressantes à explorer pour éviter des solutions catégoriques telles que l'interdiction totale d'agir dès lors que le dirigeant dispose d'une information privilégiée. En effet, le problème est qu'il y a tellement d'informations diffusées que les fenêtres négatives se succèdent de façon quasi continue. Les dirigeants pourraient être obligés de ne plus jamais agir. Une autre abstention est également souvent imposée aux dirigeants, celle de parler.

## **Obligations de s'abstenir de parler**

Certaines paroles du dirigeant pourront constituer un manquement. La prévention repose alors sur son abstention de s'exprimer. C'est en particulier le cas s'il diffuse des fausses informations, comportement contraire au règlement général de l'AMF qui énonce que « toute personne doit s'abstenir de communiquer, de diffuser sciemment des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur les instruments financiers émis (...) alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses » (Art. 632-1). Qui savait ou aurait dû savoir ? Evidemment les dirigeants, en premier lieu. Même s'il n'est pas précisément désigné, c'est le dirigeant qui est visé dans cet article.

Ce manquement est appelé diffusion de fausses informations et sa prévention semble assez simple, car il comprend un élément intentionnel. Il suffit donc d'imposer le silence au dirigeant. Néanmoins, la mise en œuvre de cette obligation impose de déterminer les dirigeants visés. Certaines décisions visent le président du conseil d'administration (Décision de la commission des sanctions du 8 juillet 2004 à l'encontre de M. Marc Andrieux), d'autres un directeur général (Cass. Com. 27 avril 2011, n°10-12125, Bull. civ. 2011, IV, n°59). Pour éviter d'avoir à imposer le silence à tous, il suffit d'obliger chacun à vérifier scrupuleusement toutes les informations avant de s'exprimer et de dépasser une obligation d'abstention pour aller vers une obligation d'action.

### **ACTIONS DEMANDEES AUX DIRIGEANTS**

Pour éviter d'être poursuivi pour diffusion de fausses informations, il convient de se renseigner sur l'information. Les dirigeants auront parfois également à agir pour prévenir les manquements afin de justifier une opération.

## **Obligation de se renseigner sur l'information**

Selon plusieurs décisions de la commission des sanctions, le seul fait d'occuper certaines fonctions empêche de faire valoir son ignorance que les informations diffusées manquaient d'exactitude, de précision, de sincérité. Dans la plupart des hypothèses, l'argument de l'ignorance, souvent avancé comme moyen de défense, est purement et simplement rejeté. Si l'on est dirigeant, on ne peut pas dire qu'on ignorait que les informations étaient fausses. Ainsi une décision de la commission des sanctions du 28 février 2008 a affirmé que M. Léonetti, « en sa qualité de président du directoire, aurait dû s'assurer de l'exactitude de l'information délivrée à l'occasion de l'augmentation de capital ; qu'à supposer même que, comme il le soutient, il n'en ait pas pris conscience, il demeure que, s'il avait procédé aux vérifications nécessaires, notamment auprès de la directrice financière, il aurait pleinement mesuré le caractère trompeur de la note d'information ; que, dès lors, il «savait» ou aurait, à tout le moins, «dû savoir» que l'information donnée était inexacte » (Décision de la commission des sanctions du 28 février 2008 à l'encontre des sociétés Prologue Software, S&W Associés, Ernst&Young Audit, Euroland Finance et de MM. Vincent Young,



François Sorel, Christian Leonetti, Thierry Boutin, Jacques Rouvroy, Eric Rouvroy, Marc Fiorentino, Laurent Pfeiffer.). Pour éviter de risquer des poursuites pour abus de marché, le dirigeant doit être actif pour savoir que l'information était inexacte. C'est donc un véritable devoir d'investigation qui s'impose à lui. Cette obligation est confirmée par des décisions qui ont qualifié de faute de gestion une simple passivité et qui ont retenu la responsabilité d'administrateurs pour ne pas avoir réagi face à des communiqués dont ils connaissaient le caractère mensonger (Cass. com., 9 mars 2010, n° 08-21547 et 08-21793, Bull. civ. IV 2008, n°48 ; Cass. com. 30 mars 2010, n° 08-17841, Bull. civ. IV 2008, n°69). Les dirigeants doivent être actifs dans toutes leurs fonctions et en particulier pour rechercher si l'information diffusée par la société est ou non exacte. Une autre décision de la commission des sanctions du 28 octobre 2010 a considéré que le dirigeant « avait – ou aurait dû avoir – conscience du caractère inexact et imprécis des trois communiqués en cause » (Décision de la commission des sanctions du 28 octobre 2010 à l'encontre de M. A et de la société X.). Le dirigeant est donc censé vérifier l'information. Pour prévenir les manquements, il conviendra de lui rappeler ses obligations et leur appréciation sévère par la jurisprudence. Tous les dirigeants au sens large devront donc être actifs pour vérifier que des fausses informations ne soient pas diffusées. Une autre action s'impose à une catégorie plus restreinte de dirigeants, les membres du conseil d'administration.

### **Action pour justifier une opération**

Lorsqu'un dirigeant réalise une opération sur des titres alors qu'il détenait une information privilégiée, il tente souvent d'avancer des explications pour justifier l'opération. Les juges ont refusé de l'exonérer de sanctions lorsqu'il avance des explications liées à sa situation personnelle. Le dernier exemple est l'arrêt de la chambre commerciale le 8 février 2011 qui a condamné le président de la société Marionnaud, bien qu'il ait invoqué les circonstances difficiles (réclamations fiscales, échéance / ouverture de crédit, factures de travaux etc.) pour expliquer les cessions de ses titres alors qu'il détenait des informations privilégiées (Cass. com. 8 février 2011, n° 10-10965, Bull. civ. IV, 2011, n°17). D'après la jurisprudence, le devoir d'abstention ne souffre d'exception que devant un motif impérieux justifiant l'opération et dictée par l'intérêt social. Il faut donc prouver que l'opération était dictée par l'intérêt social pour qu'elle puisse constituer un fait justificatif du manquement d'initié. À ce jour, aucune décision de justice n'a jamais retenu de fait justificatif à un manquement d'initié en admettant que l'opération était imposée par l'intérêt social. Néanmoins, ceux qui souhaiteraient prévenir des poursuites pour manquement d'initié devront réussir à établir que l'opération dont ils veulent se prévaloir était dictée par l'intérêt social. Or, seul le conseil d'administration a un rôle indiscutable de détermination de l'intérêt social. D'ailleurs, dans un arrêt du 11 septembre 2001, la Cour d'appel de Paris a considéré que les dirigeants ne pouvaient pas se prévaloir d'une opération comme fait justificatif de leurs manquements alors qu'ils n'avaient effectué aucune consultation, même informelle, du président du conseil d'administration de la société ou du conseil lui-même, seuls organes habilités à apprécier l'intérêt social (CA Paris, 1ère ch. H, 11 sept. 2001, Caisse centrale de crédit coopératif : Dr. Sociétés 2001, comm. 181, note H. Hovasse, JCP E 2001, p. 1555, LPA 12 oct. 2001, n°2-4, p. 14, note

C. Ducouloux-Favrad). Le conseil peut donc avoir un rôle dans la prévention des abus de marché. Il tiendra d'autant mieux ce rôle qu'il comprendra des administrateurs indépendants et reflètera les divers intérêts en particulier ceux des minoritaires. Sa décision sera alors plus considérée comme étant dans le sens de l'intérêt social. A partir de ce moment-là, le conseil pourra devenir un instrument de prévention des abus de marché.

À la question quelle stratégie préventive dans les sociétés pour éviter la survenance d'un manquement ? La réponse est donc simple : il suffit de mettre en place une gouvernance parfaite. Encore un effet vertueux des principes de *Corporate Governance*.

#### LES STRATEGIES PREVENTIVES AUX ETATS-UNIS

**Bénédicte FRANCOIS**, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours* – Afin de se prémunir contre d'éventuels manquements boursiers, la *Section 16 (b)* de l'*Exchange Act* interdit en principe que les dirigeants de sociétés cotées fassent des allers et retours sur le marché de leurs propres titres (*short-swing profits*) (V. S. M. Bragg, *Running a Public Company*, *op. cit.*, p. 155). En outre, ces dirigeants doivent déclarer à la SEC les actions de leur propre société qu'ils détiennent (*Rule 16a-1* et *Forms 3, 4* et *5*). Des exemptions existent par exemple si les dirigeants veulent acheter des titres pour moins de 10 000 dollars (*Form 4*).

Autre mesure préventive, la SEC a adopté, le 15 août 2000, la *Regulation FD (Fair Disclosure)*. Celle-ci concerne les communications sélectives (*selective disclosures*) faites par exemple à des analystes, agences de notation ou autres professionnels des marchés (V. S. M. Bragg, *Running a Public Company*, *op. cit.*, p. 79 s.). Les sociétés doivent les rendre publiques. Deux procédures sont à distinguer selon que la communication a été intentionnelle ou non. Si la communication est intentionnelle, la société doit rendre publique l'information de façon concomitante. Si la communication n'est pas intentionnelle, la société devra la divulguer aussi rapidement que possible (*promptly*).

#### LE WHISTLEBLOWING

**Philip TOD**, *adjoint au chef d'Unité G3 – Marché des valeurs mobilières, DG Marché intérieur et services, Commission européenne*. –

Le *whistleblowing* est une innovation du règlement reprise dans plusieurs de nos textes horizontaux concernant les services financiers.

Les Etats membres sont tenus d'introduire, s'ils ne l'ont déjà fait, des systèmes d'information, de *whistleblowing*. Ils ont également la possibilité d'instaurer un régime de récompense qui fonctionnerait ainsi : dans le cas où une amende serait infligée pour un abus de marché, si cette amende résulte d'une information fournie à l'autorité compétente par un informateur, cet informateur peut recevoir, si l'Etat membre le prévoit dans sa législation nationale, une récompense pour avoir apporté cette information à l'autorité compétente.

C'est une innovation qui vient des Etats-Unis. Il semble que cela y soit efficace pour augmenter le nombre d'informations qui arrivent auprès des autorités compétentes. Reste à voir quels Etats membres vont décider d'utiliser cette nouvelle possibilité.

#### LE WHISTLEBLOWING EN ALLEMAGNE

**Katrin DECKERT**, *Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense* – Quelques remarques sur le *whistleblowing* en Allemagne. Certes, il n'y a pas (encore) de texte légal en la matière, mais une réflexion doctrinale très intense a eu lieu ces dernières années. On considère en général qu'il s'agit d'un outil très efficace de prévention et de détection des infractions, et notamment des abus de marché.

La personne qui lance l'alerte, le *whistleblower*, peut être non seulement un salarié, mais aussi le dirigeant d'une entreprise, notamment le membre du directoire d'une société anonyme.

Le dirigeant « dissident », qui n'a pas pu imposer son point de vue lors d'une délibération du directoire, a le droit, et peut même en être obligé dans certains cas, d'informer le conseil de surveillance de ses doutes, par exemple, quant à la légalité d'une mesure adoptée par le directoire ; il y a donc une sorte de *whistleblowing* interne. Notamment l'obligation de confidentialité selon le § 93, al. 1 de l'*Aktiengesetz*, qui s'impose au dirigeant, ne s'y oppose pas, même s'il y a une certaine tension.

Avant de pouvoir avertir des personnes ou organismes extérieurs à l'entreprise (*whistleblowing* externe), le dirigeant doit d'abord explorer tous les mécanismes et pistes internes. Toutefois, en cas de crimes ou infractions pénales graves, le membre du directoire semble avoir le droit, voire l'obligation, d'en avertir l'extérieur, et de révéler ainsi des secrets ; une situation d'urgence peut également justifier une telle alerte. En outre, le dirigeant en a le droit, et régulièrement aussi l'obligation, si une telle révélation est dans l'intérêt de l'entreprise ; pour la détermination de cet intérêt supérieur de l'entreprise, le membre du directoire peut se fonder sur la protection accordée en Allemagne par la *Business Judgment Rule*.

**Bénédicte FRANCOIS**, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours* – On se doit de signaler le rôle dissuasif que peuvent avoir les lanceurs d'alerte (*whistleblowers*), ces témoins indésirés. Le *Dodd Frank Act* de 2010 a introduit des dispositions spécifiques les concernant dans la *Section 21F* de l'*Exchange Act* de 1934. Elles assurent leur protection et précisent la procédure. Depuis le 21 juillet 2010, la SEC a lancé un programme dédié aux lanceurs d'alerte et créé un Office en son sein. La procédure comprend trois phases : la soumission de la déclaration (*intake/triage*), l'investigation et la vérification (*tracking*) puis la rétribution du lanceur si les informations recueillies permettent à la SEC d'intenter une action aboutissant à une sanction supérieure à 1 million de dollars (*claim for an award*). En 2013, 3 238 dénonciations ont été reçues (SEC, For immediate Release 2013-264, Dec. 17, 2013, *op. cit.*). Le 1<sup>er</sup>

octobre 2013, la SEC a annoncé avoir récompensé un lanceur d'alerte en lui octroyant 14 millions de dollars.

**Jean-Clause HASSAN** – Un mot sur le fait qu'il y ait encore des abus de marché malgré la prévention, et malgré la sanction. Il me semble qu'en théorie économique de la sanction, ce ne sont pas les montants des sanctions prononcées qui seuls comptent, mais bien leur espérance mathématique ; c'est-à-dire le produit de la probabilité d'être pris par la sanction alors encourue. Et la détection d'un nombre croissant (nous restons cependant dans des chiffres modérés) d'abus de marché est peut-être le fait qu'il n'y a pas que la commission des sanctions de l'AMF qui intervienne. Il y a aussi l'AMF et ses services ; sans doute des progrès ont-ils été réalisés au niveau de la détection des manquements.

**Arnaud REYGROBELLET** – Supposons, maintenant, que l'étape préventive n'ait pas porté ses fruits, supposons que des abus aient été commis ou, en tout cas, qu'il y ait une suspicion de commission d'abus. La question qui se pose est alors celle de savoir comment l'entreprise va vivre les enquêtes et quelles stratégies elle doit appliquer.

#### L'ENTREPRISE FACE AUX RECHERCHES D'ABUS DE MARCHE

**Hervé DELANNOY**, *Président de l'AFJE, Directeur juridique de la société RALLYE* –

Pour les entreprises, la question est très importante. On a rappelé les peines ; c'est un sujet sur lequel on voit double... même parfois triple ! Les sanctions peuvent être pénales, administratives, civiles, et on doit en tenir compte à l'intérieur même de l'entreprise.

En matière de prévention, Sophie Schiller l'a rappelé, on peut agir par le biais des codes de déontologie, des mentions ou avenants au contrat de travail, d'informations régulièrement diffusées, par la conformité au sein de l'entreprise, en mettant en place des mandats de gestion programmés. On peut aussi essayer de traiter des dossiers sensibles en faisant en sorte d'avoir le moins d'intervenants et en exigeant d'eux, notamment des conseils extérieurs, qu'ils s'engagent formellement à respecter des obligations de confidentialité tout au long de leur mission.

La principale idée à retenir c'est qu'il faut apprendre à se taire ; ce qui n'est pas toujours facile à appliquer ou faire appliquer lorsque nous sommes nombreux. Les dossiers sensibles peuvent circuler entre les différentes directions, direction financière, direction des acquisitions, direction juridique, direction commerciale, etc.

D'autre part, quand on décide de communiquer, il faut alors être exact, précis et ne pas se tromper ; ce qui n'est pas non plus facile. Par exemple, dans des secteurs fortement concurrentiels, il est des éléments que l'on préfère légitimement ne pas divulguer. Il faut respecter cela tout en maintenant une information suffisante. Il faut donc savoir comment et jusqu'où on communique...

Quelles stratégies appliquer pour l'entreprise ?

Il nous reste, une fois toutes ces précautions prises, à reprendre le règlement général de l'AMF, le Code de commerce, le Code monétaire et financier, les codes de gouvernance, et à les lire attentivement. Il n'y a pas tellement d'autres possibilités. Je voudrais faire simplement deux remarques à ce sujet.

La première concerne la qualité du droit que l'on doit appliquer. Outre le fait que ce droit est éparpillé à différents endroits, avec de fréquents renvois d'une source à l'autre, ce qui ne simplifie pas son utilisation, il est important pour l'entreprise que ces textes soient clairs et bien faits, pour que nous puissions clairement identifier les opérations et informations à fournir tant les techniques et notamment les instruments financiers que nous utilisons évoluent constamment.

Par exemple, les banques proposent de nouveaux produits, et il n'est pas toujours facile de savoir si les textes en vigueur les prennent en compte dans leur état, visent les éléments sur lesquels on travaille. Il faut des textes réalistes face à l'activité des entreprises, faciles à trouver et à relier entre eux. Une sanction nécessite des textes clairs.

Ma deuxième remarque concerne la composition administrative, qui ne vise que les professionnels. Y aurait-il un intérêt à l'étendre aux abus de marché ?

**Arnaud REYGROBELLET** – Merci. Vous avez très bien montré les difficultés qu'il y avait, pour les entreprises, à se conformer à ces règles variées, surtout dans des entreprises aux ramifications multiples, et on a très bien saisi la difficulté qu'il y a parfois à ne pas verser, malgré toutes les précautions prises, dans un abus de marché.

Je vous propose de passer directement au « dur » de la question, si j'ose dire, à la condamnation. Monsieur Hassan, pouvez-vous nous éclairer sur les critères du quantum de la sanction ?

#### LA CONDAMNATION

**Jean-Claude HASSAN** - Le sujet est très vaste, je vais donc y répondre incomplètement. Il y a, ou il n'y a pas, profit mesurable.

#### EN L'ABSENCE DE PROFIT MESURABLE

Dans une décision rendue en 2012, la commission des sanctions, entre autres griefs, a eu à examiner la question d'un éventuel manquement d'initié ; et elle a considéré qu'il y avait bien manquement d'initié (la décision n'est pas définitive). Elle a d'ailleurs songé, à un moment, à prononcer deux sanctions. Ce n'est pas une obligation, mais elle peut le faire si elle est face à des classes de manquements de nature différente, comme par exemple un abus de marché et

le non-respect d'une obligation professionnelle. En l'espèce, elle ne l'a pas fait car l'éventuel profit réalisé par le dirigeant qui avait vendu des actions sans que des informations « désagréables » aient été rendues publiques, n'était pas mesurable dès lors que la cotation n'avait jamais repris et que lorsque l'information dont il s'agit avait été rendue publique, l'action n'était plus cotée. Bien entendu, il était hors de question de faire la différence entre le prix de vente et zéro, car entre temps, auraient pu intervenir des cessions de gré à gré à des prix supérieurs à zéro.

#### EN PRESENCE D'UN PROFIT REALISE OU D'UNE PERTE EVITEE

Là, c'est assez facile. La question est celle du multiple. Nous n'avons jamais rendu publique de doctrine, donc je ne le ferai pas ici. Mais d'excellents observateurs des décisions de la commission des sanctions ont cru remarquer que nous ne tenons jamais compte du profit net, mais toujours du profit brut, et que, d'une part, sans explorer complètement l'échelle du décuple, il y aurait, sur la durée, une augmentation des multiplicateurs utilisés par la commission lorsqu'elle entre en sanctions pécuniaires et que, d'autre part, il y aurait une nette distinction selon la qualité de celui qui a commis le délit. Sur ce point, d'ailleurs, la jurisprudence européenne nous a précédés : il y a les initiés primaires et ceux qui ne le sont pas.

On a donc pu observer que les multiplicateurs sont plus élevés pour des administrateurs ou des dirigeants de tout premier rang que, par exemple, pour des avocats ayant travaillé en tant que conseils sur des opérations et ayant détenu des informations dont ils auraient fait usage, voire des consultants plus extérieurs encore.

Deuxième point, la commission des sanctions, contrairement à l'Autorité de la concurrence, ne rend pas publics des documents précis ni n'a annoncé qu'elle le ferait bientôt. Il faut dire que nous partons d'une situation différente, et je crois qu'il faudra attendre encore plusieurs années pour que quelqu'un puisse répondre à votre question de façon plus complète...

Nous sommes dans une situation différente pour deux raisons.

La première, c'est que, ainsi qu'on l'a plusieurs fois rappelé, si la règle du décuple n'a pas changé (pour certaines personnes, on applique le multiplicateur plus faible de l'article 621-15 du COMOFI), la fixation d'un plafond forfaitaire a conduit, en trois ans, à un chiffre 66 fois supérieur à ce qu'il était auparavant. Il faut donc s'y habituer, et construire progressivement et publiquement – puisque c'est au cours de séances publiques que le représentant de l'autorité de poursuites réclame les sanctions – la nouvelle échelle de sanctions.

Deuxièmement, le COMEFI n'est pas construit comme le Code pénal ; il n'est pas constitué de dizaines d'articles qui précisent que le fait de ne pas respecter telle obligation est puni de telle sanction. Il n'y a qu'un chiffre et un seul ; il n'y a même pas de distinction par classe de manquements. C'est donc par exploration progressive et par observation attentive que l'on

pourra répondre à votre question. C'est une démarche pragmatique ; ce n'est pas une théorie préalable.

#### LES PROCEDURES DE SANCTIONS EN DROIT AMERICAIN

**Bénédicte FRANCOIS**, *Professeur à l'Université François Rabelais de Tours* – En matière de condamnation, il y a effectivement beaucoup de chose à dire du point de vue américain.

**L'articulation entre la procédure administrative et la procédure pénale.** Le nombre des poursuites pénales a considérablement augmenté ces dernières années en réponse aux scandales et à la crise financière. En effet, est désormais passible de sanction pénale la violation intentionnelle (*willfully*) non seulement du *Securities Act* et de l'*Exchange Act*, mais aussi des règles, réglementations et instructions adoptées par la SEC (*Section 24* du *Securities Act* et *Section 32 (a)* de l'*Exchange Act* ; J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1479 s.). Face à ce risque pénal, la *Section 23 (a)* de l'*Exchange Act* autorise la personne mise en cause à prouver son ignorance de la réglementation de la SEC.

Certes, nous avons vu que la SEC ne pouvait lancer des poursuites pénales. Mais très souvent c'est elle qui signale au Département de la Justice (DOJ) les faits susceptibles de qualification pénale qu'elle a recueillis à l'occasion d'une enquête. Elle n'est d'ailleurs pas obligée de transmettre ces informations. Si elle les communique, le Procureur fédéral (*US Attorney*) adresse alors une demande formelle d'accès aux documents détenus par la SEC. En pratique, la Commission est le plus souvent associée à la procédure en raison de l'éventualité d'une transaction pénale (*plea bargaining*). En effet, en droit américain, la culpabilité doit être établie au-delà du doute raisonnable (*beyond reasonable doubt*), ce qui est difficile. Dès lors il peut être avantageux de procéder à une transaction pénale par laquelle le mis en cause accepte de plaider coupable contre l'abandon de certaines charges. Cette transaction pénale s'insère souvent dans le cadre d'une transaction globale incluant également les éventuelles procédures civiles et administratives de la SEC (P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, *op. cit.*, p. 103 et 104).

**Droit de la défense et présomption d'innocence** - La SEC doit respecter les principes garantissant un procès équitable (*Due process clause*). Dès lors, les personnes mises en cause devant elle bénéficient de garanties tout au long de la procédure. Tout d'abord, c'est le Conseil des commissaires qui décide d'ouvrir l'enquête (*Formal Order of Investigation*), à la demande de la *Division of Enforcement* - depuis 2010 un service est dédié aux abus de marchés. Les enquêteurs disposent de larges pouvoirs pour obtenir des informations : ils peuvent procéder à des auditions et à des demandes de documents en délivrant une citation (*subpoena*) susceptible d'entraîner une condamnation à des sanctions civiles voire pénales si l'on n'y défère pas (*Ibid.*, p. 94 s.). Les personnes à qui la SEC demande des informations ont le droit de consulter la décision ouvrant l'enquête et, si la Commission en est d'accord, d'en obtenir une copie. Lors des auditions, la personne entendue a, en principe, le droit de prendre

connaissance du compte rendu de sa déposition. Surtout elle a le droit de garder le silence ou de refuser de communiquer des documents en invoquant le rejet de l'auto-incrimination prévu par le 5<sup>e</sup> amendement (*self incrimination*).

Avant que le Conseil des commissaires ne prenne la décision de poursuivre ou non, les personnes suspectées par la SEC ont la possibilité de présenter leur défense par écrit (*Wells Submission*). La *Division of Enforcement* les informe de cette possibilité en leur indiquant les faits reprochés et l'analyse retenue (V. égal. J. C. Coffee, Jr and H. A. Sale, *Securities Regulation, Cases and Materials*, *op. cit.*, p. 1476). Il s'agit là d'une originalité intéressante du droit américain.

Enfin, il revient au juge administratif (*administrative law judge*) interne à la SEC de prendre l'éventuelle décision de sanction. Cette séparation interne des pouvoirs se veut une garantie supplémentaire des droits de la défense. Le Conseil des commissaires statue en deuxième instance soit sur autosaisine, soit sur appel (P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, *op. cit.*, p. 123). Le Conseil peut alors modifier la décision initiale y compris la sanction imposée.

**La condamnation** - Aux États-Unis, les sentences prononcées par les tribunaux fédéraux sont décidées en application des *Federal Sentencing Guidelines* qui établissent les critères à prendre en compte, tels les profits réalisés, la confiance dont telle personne a abusé, le degré de coopération avec l'administration ou l'obstruction (V. pour une recension des sanctions prononcées : Morrison Foerster, *Insider Trading 2013. Annual Review*, Dec. 30, 2013, <http://www.mofo.com/files/Uploads/Images/140108-Insider-Trading-Annual-Review.pdf>). Depuis 2006, la SEC a également établi des barèmes. Récemment le nouveau commissaire M. Michael S. Piowar a discuté de l'intérêt de ceux-ci. En effet, certains estiment qu'ils mettent trop l'accent sur la sanction qui serait fixée mécaniquement et automatiquement. Les sanctions sont publiées sur le site Internet de la SEC (SEC Enforcement actions, Key Statistics, <https://www.sec.gov/spotlight/enf-actions-fc.shtml>).

Enfin, on peut se demander dans quelle mesure il est possible de cumuler les sanctions civiles et pénales (règle *non bis in idem*). Rappelons que la *Double Jeopardy Clause* qui figure dans le 5<sup>e</sup> amendement de la Constitution prévoit que personne ne peut être puni deux fois pour le même acte. Or, dans un arrêt *United States v. Halper*, la Cour suprême avait estimé que le cumul des sanctions civiles et pénales pouvait constituer une violation de la *Double Jeopardy Clause* si la sanction civile était prise – ce qui d'ailleurs était rare – après le prononcé de la sanction pénale et ne pouvait donc être considérée que comme une « seconde punition » (430 US 435, 1989). Or, la Cour suprême a opéré, en 1997, un revirement et autorise le cumul sans limitation (*Hudson v. United States*, 118 S. Ct. 488 (1997)).

**Katrin DECKERT**, *Maître de conférences à l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense* – En matière de procédure et de condamnation devant la BaFin, il y a aussi beaucoup de choses à dire, d'autant plus que les solutions adoptées ici par le droit allemand divergent parfois de



manière non négligeable, sur certains points importants, de celles adoptées en droit français. Seuls quelques aspects particulièrement intéressants seront toutefois abordés ici.

Notons d'abord que, en application du § 46 de la *Ordnungswidrigkeitengesetz*, la loi sur les manquements administratifs, les dispositions du code de procédure pénale sont généralement également applicables à la procédure de sanction administrative, et en particulier à l'amende, devant une autorité administrative comme par exemple la BaFin.

Un deuxième point concerne ensuite la coopération entre la BaFin et le procureur/ le juge pénal. Les deux organes (et leurs missions respectives) sont autonomes et indépendants l'un de l'autre en application du principe fondamental de séparation des pouvoirs judiciaires et exécutifs. Toutefois, il y a une certaine collaboration entre eux. Selon le § 40 a de la *Wertpapierhandelsgesetz*, le procureur informe notamment la BaFin sur l'introduction d'une instruction, et si l'intervention d'expert est nécessaire pendant l'instruction, les membres de la BaFin peuvent y participer ; la BaFin peut d'ailleurs aussi consulter les dossiers.

Enfin, quelques mots sur les critères de détermination de la sanction administrative, et plus précisément de l'amende, en cas d'abus de marché. Selon le § 17, al. 1 de la *Ordnungswidrigkeitengesetz*, la gravité du manquement, les reproches qui sont faits à l'auteur et la situation économique de celui-ci doivent être pris en compte dans le calcul de l'amende, dont le plafond maximum est prévu spécifiquement par les textes applicables aux différents manquements, pouvant aller jusqu'à un million d'euros. L'amende administrative doit même dépasser l'avantage/le profit économique réalisé par l'auteur du manquement (§ 17, al. 2 de la *Ordnungswidrigkeitengesetz*) ; si le montant légal maximal, c'est-à-dire le plafond prévu par les textes, n'est ainsi pas suffisant, il peut alors être dépassé.

## Réflexions conclusives

**Gérard RAMEIX**, *Président de l'AMF* –

Mesdames et Messieurs, Chers amis,

Je vous remercie de votre invitation à venir m'exprimer devant vous sur un sujet qui m'est cher. Je tiens à remercier tout particulièrement le Centre de recherche sur le droit des affaires de la CCI Paris Ile-de-France (le CREDA), et en particulier pour l'ouvrage récemment publié sous son égide intitulé : « *Les sanctions des sociétés cotées : quelles spécificités ? Quelle efficacité ?* » de très haute qualité (CREDA, Les sanctions des sociétés cotées – Quelles spécificités ? Quelle efficacité ? sous la dir. de A. Reygrobelle et N. Huet, LexisNexis LITEC, coll. « Le Droit des Affaires », 2012, 482 pages).

Depuis sa naissance en 2003, l'AMF s'est vue attribuer des pouvoirs renforcés - grâce à un pouvoir réglementaire élargi et une doctrine affirmée -, des pouvoirs de police administrative – qu'elle exerce, par exemple, à travers la délivrance de visas ou d'agrément -, des pouvoirs de médiation, d'injonction, de contrôle et d'enquête, une procédure de sanction respectueuse des exigences de la Convention européenne des droits de l'homme et, depuis un an, une procédure de transaction, dite de composition administrative.

La création d'une Commission des sanctions distincte du Collège a permis de répondre organiquement à l'exigence de séparation des fonctions de poursuite et de sanction posée par la jurisprudence judiciaire et administrative et celle de la Cour européenne des droits de l'homme. C'est d'ailleurs un modèle qui fait ses preuves puisqu'il a été copié pour d'autres autorités publiques, et parmi elles l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution.

Le statut d'autorité publique indépendante dotée de la personnalité morale confère à l'AMF un positionnement original, une grande autonomie et l'indépendance nécessaire à l'exercice de ses missions, et notamment de sa fonction répressive.

Le souci du régulateur est de poursuivre une répression active tout en cherchant à améliorer l'efficacité de son action. Il est aussi de contribuer à rétablir la confiance des épargnants en recherchant les moyens propres à améliorer l'effectivité de la réparation des préjudices boursiers et financiers.

Je voudrais insister avant tout sur le rôle de gendarme des marchés de l'AMF. Ce rôle, que j'ai toujours assumé sans réserves, n'a jamais été plus nécessaire tant les dérapages divers – le mot est modéré – ont discrédité le monde de la finance auprès de l'opinion. Chaque fois que cela est justifié, il faut, dans le respect du droit et des règles de procédures sagement bâties ces dernières années, ne pas hésiter à tenir un discours clair et à « frapper vite et fort ».

Ce n'est certes pas une tâche facile mais jamais nous n'avons disposé d'autant de moyens, que ce soit au niveau des équipes de contrôleurs et d'enquêteurs ou du dispositif juridique lui-même, pour assumer cette mission. En effet, sans procédure de sanction efficace, le régulateur est un colosse aux pieds d'argile. Le Collège, dans son rôle de poursuite, et la Commission des sanctions font vivre ce dispositif, contribuent à son amélioration et lui donnent sa pleine efficacité en s'efforçant de raccourcir les délais de jugement autour d'un an - compris entre la notification des griefs retenus par le Collège et la décision de la Commission - : l'objectif n'est pas ici de se prévaloir de performances. Il s'agit de réduire dans le temps l'effet potentiellement inhibant et perturbant de la procédure sur l'activité au quotidien des mis en cause. Et surtout, les marchés doivent pouvoir compter sur la plus grande réactivité possible, pour que la confiance des investisseurs ne soit pas minée.

## LE PROCESSUS REPRESSIF DE L'AMF EN TROIS PRINCIPES

Dans le même temps, le Collège et la Commission des sanctions s'efforcent de respecter les trois principes qui fondent ce processus répressif : l'équilibre, l'efficacité et la transparence.

**Premier principe : l'équilibre** - Le Collège, en tant qu'autorité de poursuite est présent dès le début de la procédure et a accès au dossier tout au long de l'instruction de la procédure de sanction. Il formule en cours d'instruction des observations écrites, lorsqu'il l'estime nécessaire, et présente toujours des observations orales en séance. Le Président de l'AMF peut également, après accord du Collège, former un recours à l'encontre des décisions de la Commission des sanctions, permettant ainsi à l'autorité de poursuite de disposer de pouvoirs équivalents à ceux des personnes mises en cause. Ce qui permet d'atteindre un juste équilibre des moyens juridiques de chacun. Comme vous pouvez le constater, nous en faisons un usage raisonné. Dans mon esprit, ce recours doit rester exceptionnel, surtout lorsqu'il est exercé à titre principal. Je tiens à souligner ici que la Cour d'appel a rendu tout récemment une première décision de conformité : dans un arrêt du 3 octobre 2013, elle a fait droit au recours formé par votre serviteur tendant à reformer une décision de la Commission des sanctions qui avait mis hors de cause une personne impliquée dans une affaire de manquement d'initiés, en se fondant sur le faisceau d'indices concordants.

**Deuxième principe : l'efficacité** - L'objectif clé est de rendre des décisions solidement étayées dans des délais en ligne avec le rythme de l'activité économique et le temps des marchés. Il est pour l'essentiel atteint et implique dans la durée de se concentrer sur les affaires les plus significatives. C'est pourquoi la procédure de composition administrative est importante. Elle offre un traitement alternatif, transparent, rapide et efficace de certains dossiers avec des règles de procédures très clairement établies. Dix accords de transaction ont été homologués par la Commission des sanctions, après validation par le Collège, depuis sa mise en place en 2011. C'est un résultat très appréciable.

La transaction est une question de pure efficacité et n'oppose pas le Collège et la Commission des sanctions, puisque seule l'homologation par celle-ci rend l'accord de transaction applicable. Il s'agit de traiter rapidement des dossiers sur des manquements simples, évidents, qui *a priori* ne nécessitent pas une instruction longue (ce qui n'empêche pas cependant qu'ils puissent être graves et par conséquent conduire à une transaction aux termes de laquelle la somme à verser au Trésor public sera élevée). C'est la raison pour laquelle je suis favorable à l'extension de la transaction à d'autres manquements que ceux prévus aujourd'hui, à l'exclusion des abus de marché.

Enfin, **troisième principe : la transparence** - Il incombe à la Commission des sanctions de contribuer à la connaissance et à la bonne compréhension du droit de deux manières :

- d'une part, par la pédagogie et la communication, comme en témoigne la publication de l'ouvrage par l'AMF et mis à jour annuellement : « Marchés financiers : principes directeurs issus de la jurisprudence » et la tenue d'un colloque annuel, occasion, comme les Entretiens de l'AMF, d'un examen approfondi de sujets d'actualité et d'échange de points de vue ;
- d'autre part, par la transparence, recherchée par la Commission des sanctions à travers la motivation et la publication de ses décisions. Publication, mais publication « raisonnée » par le recours, en tant que de besoin, à l'anonymisation de la décision publiée au terme d'une appréciation « au cas par cas des données propres à chaque espèce ».

Dans cet effort de transparence, le législateur de 2010 est venu relayer l'action de la Commission des sanctions. Le risque réputationnel n'est en effet pas le moindre pour les sociétés ou les personnes physiques faisant l'objet de procédures de sanctions. A ce titre, tant l'ouverture au public de la plupart des séances de la Commission des sanctions que la publication de ses décisions de sanctions et des accords de transaction contribuent à renforcer l'efficacité du dispositif de sanction. C'est la « pédagogie par l'exemple ».

A cette recherche de transparence de la procédure, le législateur a ajouté le souci d'une rigueur accrue de la répression.

#### UNE RIGUEUR ACCRUE DANS LA REPRESSION

A cette fin, il a considérablement augmenté le plafond des sanctions pécuniaires encourues, puisqu'il l'a multiplié par 10 en le portant de 10 M€ à 100 M€ et, pour les personnes physiques agissant sous l'autorité ou pour le compte d'un professionnel régulé, de 1,5 M€ à 15 M€.

L'amélioration de la chaîne répressive est ainsi une préoccupation largement partagée par les pouvoirs publics. Et la toute récente loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 étend les champs d'intervention de l'AMF, et donc de la Commission des sanctions :

- La détention d'instruments financiers dont le sous-jacent est constitué d'une matière première agricole est encadrée et soumise à des obligations de transparence ;
- Les acteurs du *trading* algorithmique et du *trading* à haute fréquence (HFT) sont soumis à des obligations de transparence nouvelles ;
- Le champ des abus de marché pouvant être sanctionnés tant par le juge pénal que par l'AMF est étendu :

- aux dérivés de matières premières (contrats commerciaux de marchandises liés à des instruments financiers),
- à la tentative de manipulation de cours ou de diffusion de fausse information,
- à la manipulation du calcul d'un indice financier, en réaction au scandale du Libor,
- aux transactions effectuées sur des systèmes multilatéraux de négociation et plus seulement sur des marchés réglementés.

De surcroît, cette loi bancaire contient des dispositions qui renforcent les pouvoirs d'investigation de l'AMF, notamment :

- en légalisant l'usage, pour les enquêteurs et les contrôleurs, d'une identité d'emprunt en cas de services financiers fournis par Internet ;
- en étendant le champ des visites domiciliaires aux faits susceptibles d'être qualifiés de délits contre les biens et d'être sanctionnés par la Commission des sanctions (et donc au-delà des abus de marché) ;
- en instituant un « manquement d'entrave » à l'égard des personnes qui ne coopèrent pas avec les enquêteurs de l'AMF ;
- et en alignant les pouvoirs des contrôleurs sur ceux des enquêteurs notamment en matière de droit de communication des pièces et de visites sur place.

Le législateur européen suit le même chemin. Les textes européens sur les « Abus de marché » (MAD/MAR) qui devraient être prochainement publiés vont dans le sens d'une harmonisation accrue des concepts et d'une plus grande sévérité pour sanctionner les abus de marché. Mais surtout ils préservent la définition actuelle de l'information privilégiée et la possibilité de cumuler sanctions administratives et pénales, à laquelle nous restons attachés.

Il nous reste aujourd'hui à aller encore plus loin autour de deux points d'attention particuliers qui sont développés dans notre Plan stratégique 2013-2016 visant à « redonner du sens à la finance. »

#### REDONNER DU SENS A LA FINANCE

**Premier point : progresser dans la réparation des préjudices subis par les épargnants.**

La médiation offre un service efficace de résolution amiable des litiges et parvient avec succès à trouver un terrain d'entente. Elle doit encore être développée mais elle ne saurait

suffire à elle seule. La question de la réparation du préjudice se pose ici pleinement, même si elle n'est pas du ressort de l'AMF mais de la compétence exclusive des tribunaux, qui par ailleurs en font un usage modeste en pratique. En effet, d'une simple revue de jurisprudence, il ressort le constat de la faible efficacité des mécanismes judiciaires de réparation des dommages boursiers : la rareté des condamnations civiles, la modestie des dommages-intérêts accordés en sont les manifestations indiscutables. Cette situation explique, au demeurant, que les quelques décisions significatives intervenues ces dernières années aient été remarquées par leur fort retentissement, et largement saluées par les commentateurs, ainsi de l'affaire *Sidel* jugée le 12 septembre 2006 par le tribunal correctionnel de Paris qui fit droit aux demandes de plusieurs centaines d'actionnaires en prononçant à leur profit une indemnisation forfaitaire.

Quoiqu'il en soit des causes, cette situation n'a jamais laissé indifférent le régulateur qui, à plusieurs reprises, a montré son intérêt pour la recherche des moyens propres à améliorer l'effectivité de la réparation des préjudices boursiers et financiers. Tel fut l'objet de la mission de réflexion et de proposition confiée à un groupe de place présidé par deux membres du Collège de l'AMF – M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Martine Ract-Madoux -, et qui donna lieu en 2011 à la publication d'un rapport « *relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs* ».

C'est dans la logique de ce rapport que l'AMF encourage fortement la prise en compte de l'objectif d'indemnisation des épargnants ou des investisseurs lésés dans ses procédures internes, non seulement dans les décisions de la Commission des sanctions, comme une circonstance atténuante dans le prononcé de la sanction, mais également dans le cadre de la mise en œuvre de la composition administrative. Cet objectif est en effet un facteur clé pour le rétablissement de la confiance des épargnants

Aussi, l'AMF se réjouit que le projet de loi consommation (actuellement en discussion au Parlement) prévoit la possibilité pour l'AMF de transmettre les pièces d'une affaire (rapports d'enquête ou de contrôle, procès-verbaux) au juge civil afin de faciliter la réparation d'un préjudice financier. Il s'agit d'une proposition faite de longue date par l'AMF.

De même, l'introduction de l'action de groupe en France (qui pourrait, dans certaines conditions, s'appliquer à la commercialisation de produits financiers ou à la vente de services financiers) constitue une mesure phare pour la réparation des préjudices subis par les épargnants et la restauration de leur confiance.

### **Deuxième point : Poursuivre une répression active et hiérarchisée des manquements**

Etre plus efficace, c'est aussi veiller à ce que la sanction intervienne rapidement - afin de montrer la crédibilité du régulateur -, et pour une meilleure dissuasion, sans sacrifier bien sûr la solidité juridique des décisions, essentielle à la crédibilité de ce dispositif. La procédure de

transaction a montré son intérêt et son efficacité. Ce dispositif est désormais suffisamment mûr pour l'étendre, par voie législative, à tous les manquements, en dehors des abus de marché.

L'AMF s'attachera également à développer une politique de contrôle davantage hiérarchisée en fonction de la gravité des manquements et de la taille des acteurs contrôlés. Elle organisera également plus systématiquement des contrôles thématiques permettant une comparaison des pratiques et une plus grande valeur ajoutée.

L'AMF s'efforcera aussi de poursuivre encore ses efforts en matière de coopération avec le juge pénal le plus en amont possible, afin de renforcer l'efficacité de la répression des abus de marché.

L'AMF pourra, enfin, aller encore plus loin, sous réserve d'évolutions législatives, en ce qui concerne le prononcé, l'exécution de la sanction et le « post-sentenciel », c'est-à-dire tout ce qui suit la décision de la Commission des sanctions (sa publication et le relèvement des peines prononcées), en s'inspirant des propositions du groupe de travail présidé par Claude Nocquet.

Vous le voyez, notre agenda est ambitieux : mise en œuvre des réformes récemment adoptées, déclinaison opérationnelle du plan stratégique et nouvelles pistes de réformes. Les sujets de débat ne manqueront pas dans les années à venir.

## Clôture des travaux

**Didier KLING**, *Vice-Président Trésorier de la CCI Paris Ile-de-France, Président du comité technique du CREDA* – Il y a un usage chez nos amis avocats, qui veut que l'on ne s'exprime pas après le président de l'AMF. Je ne sais pas s'il est transposable ici, mais je souhaiterais réagir en tant que praticien, non pas des abus de marché, mais de la vie des entreprises. Je voudrais faire quatre remarques.

Pour qu'il y ait abus de marché, encore faut-il qu'il y ait marché : c'est-à-dire une juste rencontre de l'offre et de la demande, qui permette un bon équilibre. J'observe simplement que tout récemment, le prix Nobel d'économie a été décerné à trois universitaires américains (Eugene Fama, Lars Hansen et Robert Shiller) qui, sur ce même sujet de l'efficacité des marchés, soutiennent des analyses radicalement différentes. Je laisse ceci à votre méditation.

Concernant les sanctions, je n'oublie pas que la première des sanctions est la publicité qui est faite à l'occasion d'un sinistre. Ensuite, je suis, depuis longtemps, assez réticent devant les sanctions administratives qui s'ajoutent aux sanctions civiles et aux sanctions pénales. Tout ceci est assez compliqué et parfois contradictoire. On m'expliquait que l'avantage des sanctions administratives est qu'elles étaient rendues par des professionnels, et rapidement. Elles avaient pour inconvénient de ne pas proposer les mêmes garanties au justiciable que la procédure judiciaire. Je dois reconnaître que beaucoup de progrès ont été réalisés dans ce domaine, de

sorte que, avant que j'entende l'intéressante proposition de Dominique Schmidt, je me disais que si l'on rassemblait tout, autour de la sanction administrative, à condition d'organiser la représentation des parties civiles, on gagnerait sans doute en efficacité. Je constate d'ailleurs que nous serons dotés, d'ici quelques jours, d'un parquet financier ; il y a une certaine logique à ce qu'il y ait, à côté, une juridiction financière.

Ma troisième observation concerne l'indemnisation des victimes. Le cas le plus simple et le plus courant, sans doute, est celui de la victime capable de faire valoir qu'elle a subi un préjudice parce qu'elle a réalisé une transaction à un certain prix, alors qu'il s'avère que ce prix a été influencé par des manipulations liées à un abus de marché. Le préjudice est donc l'écart entre les deux prix. Il suffit alors d'appliquer, en raison de la perte de chance, le pourcentage qu'on estime correspondant. Dominique Ledouble a parfaitement raison de dire que la perte de chance est un calcul de probabilité. Ce qui est plus difficile, c'est de déterminer l'écart, c'est-à-dire la différence entre le prix de la transaction et ce qui aurait été le prix du marché.

Quatrième et dernière observation. S'il y a peu de cas de réparation, c'est parce que les victimes sont dispersées. On a évoqué tout à l'heure l'idée d'une action de groupe qui pourrait s'exercer dans le domaine financier. Vous connaissez notre très grande réticence, dans cette maison, en ce qui concerne les actions collectives. Nous craignons qu'elles ne soient détournées de leur objet. Le projet déposé et défendu par Benoît Hamon est d'ailleurs limité au Code de la consommation. Il ne s'étend pas, pour le moment, au Code monétaire et financier. Cependant, pour les parties plaignantes, il existe, si elles sont nombreuses, des procédures... Il existe la médiation, par exemple, qui peut être individuelle mais aussi collective. Nous avons d'ailleurs, dans cette maison, un outil, le CMAP, le Centre de Médiation et d'Arbitrage de Paris, qui a déjà mis en œuvre des médiations collectives, y compris dans le domaine financier. Une médiation a concerné le Crédit foncier de France et englobait des centaines d'épargnants. Je vous invite donc plutôt, avant que de vous demander si une action collective dans le domaine financier serait opportune, à mettre en œuvre les médiations collectives. Je crois qu'elles peuvent aussi produire des effets très positifs dans ce domaine.