

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 automates 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. Kloefer 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. Caterinichia, 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 États-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). 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^{er} 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^e 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^e 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.