



JACQUES-HENRI HACQUIN
DIRECTEUR ASSOCIÉ,
NG FINANCE



JÉREMY BLIMBAUM
AVOCAT ASSOCIÉ,
DUHAMEL BLIMBAUM

Contentieux: de la difficulté d'évaluer le montant des sanctions boursières

Au vu des dernières sanctions boursières prononcées, les professionnels s'interrogent sur les outils permettant d'évaluer plus finement la nature et la proportionnalité des décisions rendues.

Décidée en 2010, l'augmentation du plafond des sanctions pécuniaires de l'AMF (passant de 10 à 100 M€) a changé la donne en matière d'évaluation des sanctions boursières. Cette augmentation se veut plus dissuasive, dans la perspective de protéger les investisseurs : ainsi, la prise de risque, pour les entreprises, est-elle de moins en moins « intéressante ». Il n'y a pourtant pas de grille de lecture claire quant aux critères de détermination du montant de la sanction et les juridictions judiciaires se bornent à appliquer la notion de perte de chance. Or, une sanction n'a de sens que si

elle est quantifiable, mesurable et prévisible, tant pour le demandeur que pour le défendeur. Certains éléments techniques permettraient d'aider le juge dans sa décision, ou plus malin, d'aider le plaignant ou les dirigeants en défense à justifier leur position auprès du juge.

Répression des délits boursiers

Les infractions au droit boursier recouvrent différentes fautes (administratives, pénales ou commerciales) relevant de différentes juridictions. Il en découle une grande diversité de procédures pouvant aboutir à une sanction, laquelle doit être, principe général du droit, proportionnée à la faute commise. Les abus de marché sont sanctionnés par des procédures répressives à la fois administratives et pénales¹. Signalons que, dans une décision du 8 juillet dernier, la CEDH a déclaré définitif son arrêt (*Grande Stevens et a. c/ Italie*) du 4 mars 2014 prônant le non-cumul des sanctions administratives et pénales dans le domaine boursier, en application du principe « non bis in idem » (CEDH, 8 juillet 2014). Dans cette affaire, la Cour européenne a jugé que l'Italie devait mettre fin aux poursuites pénales à l'encontre des mis en cause au motif que ces derniers avaient déjà été poursui-

vis, pour les mêmes faits, par la Consob (l'autorité des marchés financiers italienne). Cette jurisprudence aura certainement des conséquences en France par la similarité du droit des deux pays en la matière. D'autant que le Conseil constitutionnel sera amené à se prononcer prochainement sur cette question à l'occasion de l'affaire des délits d'initiés d'EADS. Au-delà de ces champs de compétence, l'indemnisation des victimes relève des juridictions civiles et non des régulateurs des marchés, les tribunaux ayant dans ce domaine une compétence exclusive². Si la détermination du montant du préjudice subi par l'actionnaire qui a été victime de manquements boursiers est posée par la loi, son évaluation est plus délicate à appréhender : la jurisprudence a ainsi recours à la notion de perte de chance.

Individualisation et proportionnalité

Afin de déterminer le montant du préjudice boursier, la jurisprudence a recours à la notion de perte de chance. La victime est indemnisée pour avoir perdu la chance de pouvoir prendre une décision fondée sur des éléments justes (investissement « plus judicieux » ou une orientation de gestion « moins risquée » qui auraient pu limiter sa perte). L'AMF, quant à elle, retient comme critères la gravité des manquements commis et les avantages tirés de ces manquements³ : critères aujourd'hui insuffisants compte tenu de la marge de manœuvre considérable de la Commission des sanctions⁴. La Commission des sanctions a, par exemple, condamné le fonds Elliott à une amende de 16 M€ pour transmission et utilisation d'une information privilégiée dans le cadre de la cession des titres APRR (décision du 25 avril 2014). Pour fixer ce montant, a été retenue l'économie réalisée par la diminution de la couverture et les avantages tirés de la satisfaction des clients pour le compte desquels le manquement a été commis. En conséquence, la Commission a développé ses outils d'individualisation des sanctions (facteurs aggravants : multiplicité des manquements, ampleur des préjudices causés) et de proportionnalité de celles-ci (facteurs atténuants : facteurs comportementaux, situation financière, circonstances atténuantes, absence de gravité du manquement). C'est pour mettre en place une grille de lecture plus claire qu'un groupe de travail de l'AMF a publié un rapport fin 2013 contenant des propositions de critères permettant de déterminer ces montants (*Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel – octobre 2013*). Le rapport propose ainsi de déterminer les sanctions en fonction, notamment : de la gravité du manquement, de la qualité du mis en cause, de sa situation financière, de l'importance de ses gains ou pertes, des sanctions prononcées à son encontre les cinq années précédant les faits, de son degré de coopération et d'éventuelles circonstances atténuantes en sa faveur.

Et c'est dans ce contexte que le Club des Juristes a publié, en novembre 2014, un rapport sur « l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans

les sociétés cotées ». Tout en tirant le constat du caractère non satisfaisant de l'approche actuelle, le Club des Juristes propose une nouvelle méthodologie du calcul du préjudice financier axée sur la perte de chance, entendue comme la réparation de la seule perte d'opportunité spécifique. Ainsi l'indemnisation se déplacerait de la réparation de la perte de valeur de son investissement vers une réparation de la perte de n'avoir pas investi ailleurs avant la diffusion d'informations erronées. Le Club des Juristes encourage alors le recours à l'expertise judiciaire, qui permettra de déterminer, notamment par le biais d'éléments statistiques, l'impact de la fausse information sur le cours du titre et, en rapportant cet impact global au nombre de titres détenus par l'investisseur lésé, le préjudice personnel qui en résulte.

Pour autant, d'autres critères peuvent être retenus, dans le cadre d'outils d'expertise qui ont déjà été développés et permettent à ceux qui le souhaitent de disposer de cette grille de lecture de la sanction boursière éventuelle, que cette sanction soit prononcée par l'autorité administrative (collège des sanctions de l'AMF) ou judiciaire.

Outils d'évaluation

Nous présentons ci-après la méthodologie retenue pour améliorer les critères d'individualisation des sanctions et leurs montants. L'objectif : disposer d'un outil qui permet d'attribuer une notation afin d'établir une fourchette du montant de la condamnation. Nous proposons tout d'abord une individualisation des préjudices fondée sur une distinction des délits en fonction de différents critères avec pour objectif l'établissement d'un barème de sanctions. Cela permettrait par exemple à la défense d'appréhender le montant de la condamnation et de préparer une stratégie d'action. L'analyse des griefs des dernières condamnations nous a permis de constituer une hiérarchie de critères, qualitatifs et quantitatifs.

Touchant aux constituants qualitatifs, pour un délit d'initié, nous pouvons identifier la qualité du fautif, son degré d'implication, sa connaissance du délit ainsi que de possibles circonstances aggravantes ou atténuantes. Dans une manipulation de marché, nous prenons en considération le passé juridique du fautif. Enfin, pour un défaut d'information, il est possible de tenir compte de la qualité de la victime.

En ce qui concerne les éléments quantitatifs, pour un délit d'initié, nous apprécions les profits ou économies réalisés. Pour une manipulation de marché, nous distinguons également les répercussions de la manipulation sur le cours du titre. Enfin, concernant un défaut d'information, il est possible de tenir compte du montant du préjudice qu'a subi la victime.

Nous proposons ensuite que soient pris en compte de nouveaux critères. Pourraient ainsi être mis en place une proportionnalité fonction du chiffre d'affaires de la société fautive et un ajustement des sanctions en fonction de l'influence de la société sur les marchés financiers. ■

1. Au plan pénal, le Parquet et les juridictions pénales de Paris, récemment regroupés au sein du pôle financier du tribunal de grande instance de Paris, ont, en première instance, une compétence exclusive en la matière (CPP, art. 704-1).

2. Synthèse de la consultation publique sur le rapport du groupe de travail sur l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs – mai 2011.

3. « Le montant de la sanction doit être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements », article L 621-15 du Code monétaire et financier.

4. S'ajoutent à cela des mesures qui élargissent le champ d'intervention de l'AMF et renforcent ses pouvoirs d'investigation. Ainsi la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires a renforcé la base juridique de l'activité de veille et de surveillance des opérations sur les marchés, en permettant à l'Autorité de solliciter, auprès de l'ensemble des entités régulées, la transmission de tous documents ou informations utiles à l'exercice de cette mission : articles L 621-10 et suivants du Code monétaire et financier.