

## Abus de marché – Réforme.

Propositions n° 19 (2015/2016) relative à la répression des infractions financières, et 20 (2015/2016) relative à la répression des infractions financières, enregistrées à la Présidence du Sénat le 7 octobre 2015.

**Deux propositions de lois rédigées dans les mêmes termes ont été déposées à la Présidence du Sénat le 7 octobre 2015 en vue réformer le cadre juridique relatif à la répression des abus de marché. En relation à la répression des abus de marché, que concerne l'essentiel de la proposition, c'est la voie d'un aiguillage entre la voie administrative et la voie pénale qui a été retenue.**

Commentaire de Jérôme Chacornac

Dans le prolongement des pistes envisagées par l'AMF<sup>1</sup> au lendemain de la décision du Conseil constitutionnel du 18 mars 2015<sup>2</sup>, c'est au tour des parlementaires de s'intéresser à l'urgente nécessité de réformer le cadre répressif des abus de marché. Par deux propositions de lois, rédigées dans des termes identiques et enregistrées à la Présidence du Sénat le même jour, MM. Albéric de Montgolfier et Claude Raynal ont manifesté l'intérêt du législateur pour cette question essentielle. Riche d'autres dispositions, concernant entre autres l'élévation des sanctions ou encore la coordination de l'activité de l'autorité administrative et du juge pénal au stade de l'enquête, la proposition a cependant pour contenu essentiel la détermination d'une articulation entre les voies répressives pénale et administrative.

Sans doute ne s'agit-il pas du texte qui sera finalement adopté, d'ici au 1<sup>er</sup> septembre 2016, date fixée par le Conseil constitutionnel à la prise d'effet de sa déclaration d'inconstitutionnalité. Cependant, ce texte n'en appelle pas moins quelques observations, compte tenu du fait qu'il s'inscrit dans les pas de la piste de réforme qui, pour l'heure, remporte la plus large adhésion : celle dite de « l'aiguillage »<sup>3</sup>. On retracera brièvement le contenu essentiel de la proposition, avant de formuler une appréciation d'ensemble sur l'orientation retenue.

L'aiguillage suppose le maintien de deux voies répressives qui, par effet de la déclaration d'inconstitutionnalité prononcée et des risques d'inconventionnalité résultant de l'arrêt *Grande Stevens*<sup>4</sup>, doivent avoir désormais

des domaines distincts. Cette imperméabilité se traduit d'abord par la proclamation, dans un futur article L. 462-1, I du Code monétaire et financier, d'une interdiction de poursuivre et sanctionner un fait susceptible de constituer un délit et un manquement « à la fois devant le juge pénal et par l'Autorité des marchés financiers ». Une affirmation de principe rendue nécessaire par le maintien des deux voies répressives qui se trouvent articulées par les dispositions suivantes : le II de la même disposition limite l'action publique aux comportements réprimés par le Code monétaire et financier, c'est-à-dire par le délit, qui sont « les plus graves et commis intentionnellement », cette gravité devant s'apprécier au regard « du montant de l'avantage retiré, s'il peut être déterminé, ainsi que de la qualité de l'auteur de l'infraction ». Sur cette base, le texte énonce ensuite la procédure précontentieuse qui doit être suivie pour établir dans quels périmètres rentrent les faits en cause. Construit en miroir, sans que la formulation soit exactement la même selon l'hypothèse, le III du futur article L. 462-1 envisage successivement la marche à suivre par le Procureur de la République financier et par l'AMF, dans l'optique d'un déclenchement des poursuites. Tout d'abord, chaque autorité de poursuite doit informer l'autre de son intention de poursuivre. S'ensuit un délai de quinze jours qui, en cas de silence, autorise la première autorité à poursuivre. S'agissant de l'AMF, la décision peut consister en l'ouverture d'une procédure de sanction ou d'une proposition d'entrée en voie de composition administrative. En revanche, si la seconde autorité manifeste également son intention de poursuivre, la première disposera alors d'un délai de dix jours pour confirmer son intention. Dans cette situation, se cristallise alors un « conflit positif de compétence », pour reprendre la terminologie retenue pour déterminer la compétence du Tribunal des conflits<sup>5</sup>. Dans cette hypothèse, à l'inverse de ce qu'avait préconisé l'AMF<sup>6</sup>, aucune priorité n'est donnée au premier poursuivant et la seconde autorité devra saisir un nouveau Conseil des infractions boursières, dont la composition à part égale entre conseillers d'État et magistrats du siège de la Cour de cassation, est précisée dans un futur article L. 462-1-1. Le Conseil des infractions boursières – un nouveau « CIF » – se prononcera, sans que le texte n'en précise le délai, après des débats publics et un délibéré secret, par des décisions rendues au nom du peuple français et insusceptibles de recours.

En somme, le système mis en place repose sur deux piliers : une information préalable et le règlement d'un éventuel conflit de compétence par un nouvel organe dédié à cet effet. Les imperfections et incomplétudes sont cependant nombreuses. On l'a vu, le texte ne précise pas dans quel délai devra statuer le nouveau « CIF ». Sans doute très rapidement, l'un des objets avoués de la proposition étant d'éviter, en réponse aux inquiétudes de la pratique, « les lenteurs judiciaires » (p. 4, al. 2). Cependant, quelles seront les règles applicables au débat public précédant la décision ? Plus que des incertitudes, le texte

1. AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché – Proposition de réforme*, 19 mai 2015, sur lequel, Banque et Droit n° 162, juillet-août 2015, note A.-C. Rouaud ; égal. le commentaire de P. Pailler, « Rapport de l'Autorité des marchés financiers sur l'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché », RDBF n° 4, juill. 2015, comm. 139.

2. Préc.

3. Également en faveur d'un tel système fondé sur une concertation préalable aux poursuites, entre l'autorité administrative et le procureur national financier, Rapport du Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, M. Prada et D. Martin (dir.), mai 2015, consultable en ligne sur le site du Club des juristes : www.leclubdesjuristes.com ; RDBF 2015, alerte 37.

4. CEDH 4 mars 2014, *Grande Stevens* : Bull. Joly Bourse 2014, p. 209, note J. Chacornac ; *ibid.*, 2015, § 112e6, p. 97, note B. de Saint-Mars ; RTDF 2-2014, p. 149, note N. Rontchevsky ; Dr. sociétés 2014, comm. 87, note S. Torck ; Banque et Droit 2014, n° 155, p. 43, note A.-C. Rouaud ; Rev. sc. crim. 2014, p. 106, note F. Stasiak ; RISF 2/2014, p. 53, note P. Pailler. – V. également, CEDH, 5<sup>e</sup> sect., 27 nov. 2014, n° 7356/10, *Lucky Dev c/Suède* : JCP G 2014, 1349, note L. Milano.

5. Chapitre II du Décret n° 2015-233 du 27 février 2015 relatif au Tribunal des conflits et aux questions préjudicielles : JORF n° 0051 du 1<sup>er</sup> mars 2015, page 4005, texte n° 9.

6. Rapport préc., p. 24-26.

révèle par contre-coup, ses très nombreuses imperfections. S'il y a débat « public », jusqu'où ira l'exposé des éléments de fait relatifs à la gravité plus ou moins forte du comportement en cause, censé servir de critère de partition entre le pénal et l'administratif? Les futurs mis en cause pourront-ils faire valoir leurs observations? En quelle qualité? N'y aurait-il pas là un véritable risque de préjugement de l'affaire, porteur de risques pour les droits du justiciable? En outre, ne pourrait-on redouter, au contraire de la sécurité attendue, un sentiment regrettable de désordre dans la mise en œuvre de la politique répressive par les autorités de poursuite, de regrettable cacophonie, d'un bras armé en train de trembler? Et sur quelle base se réalisera donc la répartition? Le critère de la gravité est-il bien opératoire? Déterminer les conséquences d'un abus de marché est une question plus que délicate. Veut-on véritablement introduire cette incertitude en préalable à la décision de poursuite? En quoi résidera, autrement, la prise en compte de la « qualité » de l'auteur de l'infraction? Aujourd'hui, les initiés primaires et secondaires sont sanctionnés plus lourdement que les initiés tertiaires en matière pénale. S'agit-il d'exclure ces derniers du champ de la répression pénale?

Il n'est pas question ici de discuter en détail des manières d'améliorer cette proposition qui ne traduit qu'une initiative louable de ses auteurs, manifestant l'intérêt du

législateur pour la question. Le texte est évidemment perfectible, mais c'est bien qu'il existe. Le problème vient plutôt de ce que suppose son amélioration : résoudre en cascade d'innombrables questions pratiques, liées au déroulement de la procédure de concertation, mais aussi théoriques comme, par exemple, la nature de cette décision rendue après débat et, quoique capitale pour le justiciable, non susceptible de recours. En l'état, la proposition met ici à nue tous les périls du recours à l'aiguillage qui ont été déjà implacablement dénoncés par M. Dominique Schmidt et Mme Anne-Valérie Le Fur<sup>7</sup>. Initiative bienvenue, la proposition doit être l'occasion de mesurer, en amont, toutes les difficultés résultant de la traduction législative du maintien d'une coexistence incertaine du pouvoir de sanction du régulateur avec celui du juge pénal. Gageons que seront au moins envisagées d'autres solutions – et elles ne sont pas infinies – telle, par exemple, la redéfinition du champ du pouvoir de sanction de l'AMF par son cantonnement aux manquements non constitutifs d'abus de marché<sup>8</sup>. ■

7. A.-V. Le Fur, D. Schmidt, « Sanctions des abus de marché : "l'aiguillage", source de déraillements », D. 2015, p. 1450.

8. *Bis repetita ne placent...* pas toujours et on renverra sur ce point à l'analyse écrite ailleurs : « Le régime français de répression des abus de marché face au principe Non

## Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 5 juin 2015 à l'égard de M. Christophe Gaussin et des Sociétés Gaussin et GEM Investments America LLC.

Commentaire de Frida Mekoui

La décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers du 5 juin 2015 est particulièrement intéressante en ce qu'elle se prononce pour la première fois sur la qualification d'information privilégiée dans le cadre d'*equity lines*. Pour mémoire, au titre de ce type montage financier, l'intermédiaire financier s'engage à souscrire, pendant une période et pour un montant maximum prédéfinis, des augmentations de capital successives décidées par l'émetteur. L'intermédiaire apporte ainsi un financement immédiat à la société émettrice par la souscription de ses titres qui ont vocation, par la suite, à être rapidement revendus sur le marché.

En l'espèce, outre les griefs qui ne seront pas développés ici relatifs à l'information du public concernant les carnets de commandes et les difficultés financières de la société émettrice, il est reproché, d'une part, à cette société et à son dirigeant d'avoir manqué aux obligations d'information du public liées à la mise en œuvre d'un contrat d'*equity line* et, d'autre part, à l'intermédiaire financier d'avoir utilisé une information privilégiée détenue dans

le cadre de ce contrat. Les faits s'étaient déroulés entre 2010 et début 2012.

Le mécanisme prévu dans le contrat était en substance le suivant :

– la société émettrice, spécialisée dans la fabrication et la commercialisation des véhicules destinées au secteur de l'énergie et dont les titres étaient admis à la négociation sur Alternext, envoyait une demande de tirage à l'intermédiaire financier en lui indiquant le nombre de titres qu'elle souhaitait voir souscrire (« *La notice date* ») ;

– le prix de souscription était fixé au cours moyen de clôture des titres durant les cinq jours suivants la *Notice Date* avec une décote de 10 % (*Pricing Period*) ;

– l'intermédiaire financier disposait ensuite de dix jours pour communiquer (*Closing Notice*) à la société émettrice le nombre de titres qu'il décidait de souscrire (compris entre 50 % et 100 % de celui demandé par l'émetteur).

La société émettrice se voit reprocher de ne pas avoir communiqué au public une information suffisamment précise, exacte et sincère dans le cadre de la mise en œuvre de ces tirages. On notera, entre autres, que l'information initiale du public sur les modalités générales du contrat d'*equity line* ne dispensait pas l'émetteur de donner des informations sur les modalités spécifiques de chacune des augmentations de capital subséquentes réservées à l'intermédiaire financier. À cet égard, l'information agrégée et globale, dans le cadre de ces augmentations de capital, sur la valeur de souscription et le nombre d'actions nouvelles n'est pas suffisante. L'information doit permettre « d'individualiser les modalités de chacun des tirages et de connaître les montants, dates exactes et des prix des émissions réalisées ».

bis in idem et autres droits fondamentaux : passé, présent et avenir » : RISF 1-2015, p. 9, spéc. p. 17.