

Les tables rondes d'Option Droit & Affaires Le renouveau des contentieux boursiers

La commission des sanctions de l'AMF et la justice française viennent de connaître deux années chargées en contentieux boursiers. Trois experts de la matière décryptent les derniers bouleversements en la matière.



De gauche à droite, Frédéric Lalance, associé d'Orrick Rambaud Marlet, Maurice Nussenbaum, managing partner de Sorgem Evaluation, Thierry Gontard, associé de Simmons & Simmons.

Option Finance/Option Droit & Affaires - Juin 2015

12

À LIRE AUSSI

- p.22 Parquet national financier et plaider coupable, une touche d'américanisation du droit français ?
- p.25 Lutte contre la corruption : des lignes directrices françaises dévoilées
- p.27 L'action de groupe : quel rôle pour les «évaluateurs de préjudices» ?
- p.28 L'apport des technologies d'electronic discovery pour maîtriser les coûts des grands litiges et des enquêtes
- p.30 L'ordonnance sur requête, une procédure stratégique mais dangereuse
- p.32 La mise en œuvre de l'étude pour évaluer un préjudice boursier
- p.34 Non bis in idem, au tour du législateur
- p.36 L'entreprise face à l'arbitrage : quels coûts, quels financements ?

ETAT DES LIEUX DU MARCHÉ

Thierry Gontard : Ces deux dernières années, le nombre de contentieux boursiers s'est fortement accru. Une des explications de ce retour est sans doute le développement de l'activisme actionnarial en France, de la part de hedge funds notamment. Le contentieux des offres publiques leur permet de maximiser la valeur d'une participation, d'influer sur le management et les options stratégiques de la société. Interrompre une action permet de gagner du temps pour permettre à d'autres protagonistes de s'intéresser à la société, susciter des contre-offres et provoquer des surenchères. La dimension contentieuse est ici stratégique. La culture française de judiciarisation explique aussi ce retour des grands dossiers. En Grande-Bretagne par exemple, les décisions du take-over panel lors d'offres publiques ne sont pas contestées devant les juridictions.

Frédéric Lalance : Les Etats-Unis connaissent également très peu de recours judiciaires en matière de conformité d'une offre. Les condits se règlent en amont directement avec le régulateur de manière plus rapide. La singularité française du contentieux judiciaire boursier provient malheureusement de ses lacunes. La contradiction entre le temps boursier et le temps judiciaire est utilisée comme un levier. En raison de la longueur des procédures, il est indéniable que le contentieux est un outil particulièrement efficace pour perturber le jeu des offres. Mais il y a des évolutions dans ce domaine.

Maurice Nussenbaum : Le marché français est de plus en plus internationalisé et l'activisme actionnarial devient la

règle. La plupart des travaux académiques montrent qu'il contribue à créer de la valeur pour les actionnaires en influençant la gouvernance et les performances. Le conflit opposant Vivendi à Psm, qui réclamait davantage de dividendes après la cession de SFR, aurait été fatal aux Etats-Unis. On peut à cet égard rappeler les multiples tentatives de Carl Icahn aux Etats-Unis pour obtenir d'Apple en 2014 le rachat d'actions pour 1,5 milliard de dollars.

LE TEMPS DES RECOURS

Frédéric Lalance : Le temps judiciaire pose une réelle difficulté en matière boursière. Auparavant, la formation spécialisée de la cour d'appel de Paris examinait les recours de conformité en quatre à cinq mois. Ce n'est malheureusement plus le cas aujourd'hui. Les opérations boursières sont désormais davantage soumises au temps et à l'aléa judiciaire, ce qui est extrêmement pénalisant. Cette situation a conduit l'AMF, dans le dossier Société de la Tour Eiffel, à ne pas envisager de modifier le calendrier de l'offre à raison du recours déposé à l'encontre de la décision de conformité. Cette approche était particulièrement novatrice. En effet, traditionnellement, l'AMF avait coutume, en présence d'un recours, de proroger la date de clôture de l'offre à une date postérieure à la décision de la cour statuant sur le recours contre la décision de conformité et la cour lui donnait acte de cette décision, ce qui, de fait, donnait un effet suspensif automatique au recours contre la décision de conformité. Dans le dossier de la Société de la Tour Eiffel, non seulement l'AMF a décidé de ne pas proroger la période de l'offre en présence d'un recours, mais par la suite, le 10 avril 2014, le premier président de la

Option Finance/Option Droit & Affaires - Juin 2015

13

cour d'appel de Paris, qui était saisi d'un recours en suspension, a considéré qu'il n'y avait pas de conséquences manifestement excessives à laisser l'offre se poursuivre pendant l'examen du recours sur le fond. Le premier président a ainsi considéré que la centralisation des offres permettrait en effet, si la décision de conformité devait être annulée, de revenir à la situation antérieure sans causer de troubles sur le marché. Le magistrat a également relevé que les coûts liés aux retraits sont uniquement supportés par l'initiateur. Il est d'ailleurs singulier de constater que ceux qui, ayant critiqué la décision de conformité, demandent la suspension de l'offre dans l'attente du résultat de leur recours, font souvent état à cette occasion du préjudice qui est avantagé subi par l'initiateur que par eux-mêmes. Néanmoins, il faut souligner que la loi du 30 décembre 2014 encadre désormais le traitement du recours de conformité dans un délai fixé à cinq mois.

Thierry Gontard : Ce délai paraît en effet cohérent car il correspond à celui des années 1990-2000. Le traitement du dossier Club Med a pris 15 mois entre le moment du recours et la décision de la cour d'appel, ce qui est excessif.

Frédéric Lalanne : Le dossier Icade/Silic avait connu les mêmes dérives en termes de délai. Si la nouvelle loi prévoit un délai de cinq mois, elle ne prévoit en revanche pas de sanction en cas de non-respect de ce délai.

Thierry Gontard : Le temps de traitement de l'affaire Club Med a permis in fine de faire monter les enchères et faciliter le libre jeu des offres. Il est cependant nécessaire de trouver un équilibre et le délai de quatre à cinq mois me semble compatible avec la vie de la société et la recherche de possibles investisseurs. En période d'offre, le management ne peut gérer que les affaires courantes et ne peut pas prendre de décision structurante car la société est suspendue au résultat de l'offre publique visant son contrôle. Au bout d'un moment, il faut sonner la fin des hostilités.

Maurice Nussenbaum : Après l'offre d'Icade sur Silic qui avait duré 16 mois, dans le dossier Club Med, le délai entre le recours, en juillet, et les plaidoiries, en février 2014, a été particulièrement long par rapport aux contraintes de la vie de l'entreprise. Les difficultés de l'institution judiciaire peuvent alors être exploitées par les parties désempées de bloquer les offres et nuisent à la crédibilité de la place de Paris.

Thierry Gontard : Le délai de traitement du recours par la cour d'appel dans ce dossier est effectivement une interrogation. Nous étions pourtant plus rapides il y a peu. À l'époque où le président Canivet présidait la première chambre de la cour d'appel de Paris, il tenait une audience de mise en état, convoquant les personnes ayant introduit le

recours, la société visée, le représentant de l'AMF et fixait à chacun un délai de quinze jours à un mois pour remettre ses observations. C'est ainsi que la justice doit fonctionner.

Frédéric Lalanne : À cette époque, les parties savaient en effet dès l'enregistrement du recours de manière à peu près certaine à quelle date elles allaient plaider dans le cadre d'un calendrier « serré ». Le président Canivet et ses successeurs avaient un calendrier type qui était bien connu de tous les acteurs des contentieux boursiers.

LA LUTTE CONTRE LES RECOURS ABUSIFS

Frédéric Lalanne : Il a toujours existé des recours fantaisistes ou abusifs, destinés à exercer une pression sur la société ou sur l'initiateur de l'offre. La problématique vient surtout de l'encombrement de l'institution judiciaire et particulièrement de la chambre en charge de ces dossiers à la cour d'appel de Paris. À cet égard, il faut rappeler que cette juridiction spécialisée ne traite pas que le contentieux boursier, mais également l'ensemble des contentieux des autorités de régulation, qu'il s'agisse des télécoms, de la concurrence, des transports, etc. Faute de moyens, il est très compliqué pour ces magistrats de rendre une justice rapide dans des domaines au surplus souvent complexes. À mon sens, c'est avant tout un problème de moyens et donc de budget.

Maurice Nussenbaum : Pour freiner les recours abusifs, la réponse classique est d'accorder des dommages et intérêts à ceux qui peuvent justifier d'un préjudice.

Thierry Gontard : Les dommages et intérêts et les frais de justice versés à la partie « gagnante » sont beaucoup plus faibles en France que dans les pays anglo-saxons. L'article 700 du Code de procédure civile est souvent symbolique. Il n'y a donc pas de barrière à l'entrée. Déposer un recours en France, qu'il soit plus ou moins fondé, ne constitue pas une véritable prise de risque sur un plan financier.

Maurice Nussenbaum : C'est quasiment une option gratuite.

L'INDEPENDANCE DES EXPERTS

Maurice Nussenbaum : Dans l'affaire Club Med, le recours a notamment porté sur le manque d'indépendance de l'expert désigné considéré comme trop proche d'Ardian ainsi que sur la méthode qu'il a utilisée. Le problème vient de la définition de l'indépendance. Pour l'AMF, un expert qui est intervenu dans les 18 derniers mois pour l'entreprise visée ne peut pas être indépendant et d'après l'article 261-2 du règlement général de l'AMF, l'expert doit signer une déclaration d'indépendance qui précise qu'il n'a pas de conflit d'intérêt et n'intervient pas de façon récur-



Thierry Gontard, associé de Simmons & Simmons

« À l'époque où le président Canivet présidait la première chambre de la cour d'appel de Paris, il tenait une audience de mise en état, convoquant les personnes ayant introduit le recours, la société visée, le représentant de l'AMF et fixait à chacun un délai de quinze jours à un mois pour remettre ses observations. C'est ainsi que la justice doit fonctionner. »

rente avec les conseils de l'établissement présentateur. En l'espèce, l'expert a fait valoir qu'il se considérait indépendant car le courant d'affaires qu'il avait avec la société était marginal et inférieur à 1 % du chiffre d'affaires total du cabinet. L'avocat général a soutenu sa position et le recours a finalement été rejeté.

La question de l'indépendance de l'expert après l'opération a pu également être évoquée. Mais selon moi, plutôt que d'édictier des règles strictes, il faut traiter ces situations selon

les cas particuliers car en dehors des cas d'exclusion, il revient à l'expert d'indiquer s'il est ou non indépendant. La déclaration d'indépendance prévue par l'article 261 prévoit d'ailleurs que l'expert déclare n'avoir pas de lien futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre susceptible d'affecter son indépendance. L'argumentation soulevée par le conseil d'administration du Club Med était très nette. Selon lui, il existait peu d'experts de l'envergure de celui qui a été retenu qui n'aurait jamais travaillé pour Ardian.

Thierry Gontard : Selon certains, il existe un risque que l'expert utilise sa prestation comme produit d'appel pour créer un courant d'affaires avec la société qui l'a mandaté.

Maurice Nussenbaum : Des débats récents ont eu lieu sur l'opportunité de faire nommer l'expert par l'AMF, comme au Royaume-Uni. Sur ce sujet, l'AMF a une position relativement neutre car elle ne souhaite pas réguler de manière trop étroite les experts indépendants. Elle leur recommande de faire partie d'une association agréée, de manière à promouvoir des règles de contrôle interne et de déontologie. Elle ne va pas plus loin. Il n'est d'ailleurs pas démontré que la désignation de l'expert par l'AMF serait meilleure que celle effectuée par l'entreprise.

Thierry Gontard : L'indépendance ne se juge pas uniquement à la personne qui désigne l'expert. Il est louable de poser des règles d'absence de conflit d'intérêt, d'indépendance, que ce soit avant ou après l'opération. Mais il ne faut pas tenter d'organiser les règles dans des détails trop précis, car il sera toujours possible de trouver des moyens de les contourner. Il est préférable de poser des principes et des interdictions.

Maurice Nussenbaum : Il vaut mieux réguler a posteriori qu'a priori de manière administrative. Le fait qu'une mise en cause de l'expert puisse entacher sa réputation sert aussi de garde-fou très efficace.

Frédéric Lalancette : Le système de déclaration d'indépendance des arbitres utilisé dans le cadre des procédures d'arbitrage pourrait être une source d'inspiration. Ces derniers doivent révéler, préalablement à la confirmation de leur désignation, toute circonstance susceptible d'affecter leur indépendance et impartialité à l'égard de l'ensemble des parties. Dans les cas d'offres publiques, le marché pourrait ainsi apprécier dans quelles conditions et au regard de quelle situation personnelle le rapport de l'expert a été établi. Cependant, cette déclaration n'est pas une fin en soi et elle ne constitue pas davantage un blanc-seing. En effet, il ne suffit pas de déclarer une relation d'affaires avec l'initiateur ou la société objet de l'offre pour acquiescer, ipso facto, grâce à cette révélation, l'indépendance requise. Si la transparence est nécessaire, elle ne suffit pas ; elle doit s'accompagner d'un devoir d'abstention de l'expert sollicité si sa déclaration identifie des éléments de nature à questionner son indépendance.

Thierry Gontard : Il faudrait également coupler cette déclaration avec une possibilité de récusation offerte dans un délai défini. C'est notamment le cas pour les magistrats ou les membres de la Commission des sanctions avant qu'ils siègent à l'audience des plaidoiries. Toutefois, le risque demeure d'une certaine subjectivité et d'une situation qui

pourrait être mal vécue par l'expert, le juge ou l'arbitre.

Frédéric Lalancette : La Commission des sanctions a d'ailleurs pour pratique de communiquer aux parties avant l'audience l'identité des membres qui siègeront, pour s'assurer qu'il n'y a pas de problématique de conflit d'intérêt. C'est une procédure qui fonctionne et qui, dans la majorité des cas, est plutôt bien vécue.

Maurice Nussenbaum : Une validation par l'expert n'assure pas, quoi qu'il en soit, l'absence de recours. Un recours n'est jamais confortable pour l'expert. Il a donc tout intérêt à être transparent et à respecter étroitement sa déontologie. Son seul capital est sa crédibilité.

Thierry Gontard : Rappelons en effet l'importance du rôle de l'expert en ce qui concerne le prix de l'offre publique. Auparavant, l'offre devait être déclarée recevable par le Conseil des marchés financiers qui effectuait un contrôle approfondi du prix. Aujourd'hui, l'AMF renvoie à l'appréciation de l'expert indépendant. Elle vérifie simplement qu'il a bien suivi l'approche multicritère requise et que la méthodologie semble complète et fait l'objet d'une information suffisante.

Maurice Nussenbaum : Dans le dossier du Club Med, l'avocat général a d'ailleurs rappelé qu'il n'appartenait pas à l'AMF d'apprécier le prix mais qu'elle devait s'assurer de la cohérence des méthodes employées.

Thierry Gontard : Le recours est introduit contre la décision de conformité alors même que la contestation porte, dans la plupart des cas, sur le prix ou la méthodologie suivie et relève donc du travail de l'expert.

Maurice Nussenbaum : S'agissant de la méthodologie de l'expertise qui est également parfois remise en cause, elle est largement encadrée et même rappelée par la recommandation AMF du 27 juillet 2010 (n° 2006-15) relative à l'expertise indépendante. Il n'y a pas d'ambiguïté sur les méthodes, mais plus de difficultés sur leur mise en œuvre, notamment à travers le choix des paramètres. Nous recourons à deux catégories de méthodes, les approches analogiques se référant à des entreprises comparables et les approches intrinsèques qui consistent à évaluer l'entreprise à partir de ses éléments de rentabilité et de risque (notamment la méthode des DCF). Il y a aussi des références de valorisation comme les cours de bourse, l'actif net, les opérations sur les titres ou les cours cibles des analystes.

Dans l'affaire du Club Med, il y avait effectivement eu un débat sur le traitement par l'expert des actifs immobiliers et de la marque Club Med qui avait été contesté par l'ADAM. La société considérait que les valeurs de ces actifs pouvaient être appréhendées à travers les DCF alors



Maurice Nussenbaum, managing partner de Sorgem Evaluation

«Une validation par l'expert n'assure pas l'absence de recours. Un recours n'est jamais confortable pour l'expert. Il a donc tout intérêt à être transparent et à respecter étroitement sa déontologie. Son seul capital est sa crédibilité.»

que les minoritaires considéraient qu'ils auraient dû faire l'objet d'une valorisation spécifique à travers une approche d'actif net réévalué. Ayant mis en œuvre les méthodes et références appropriées, et sans recourir à une pondération des critères, le rapport de l'expert doit donc dire si, selon lui, le prix retenu se situe bien dans la fourchette définie par les différentes approches qu'il a privilégiées en justifiant son choix. Mais il faut surtout insister sur la nécessité de bien justifier également le choix des entreprises comparables retenues ou celui des paramètres intervenant dans chacune des méthodes, et notamment pour les DCF, la

prime de risque, le taux d'actualisation ou le taux de croissance à long terme intervenant dans la valeur terminale.

LES PRISES DE CONTRÔLE RAMPANTES

Thierry Gontard : Le débat sur les prises de contrôle rampantes était le débat central dans l'affaire Wendel/Saint Gobain devant l'AMF. La prise de contrôle rampante est la montée au capital par différents moyens techniques sans déclaration au marché. C'est la mise en œuvre d'une stratégie de constitution de participations qui, une fois

réunies, peuvent donner le contrôle d'une société sans avoir eu besoin de faire des déclarations d'intention requises à partir de 10 % de détention, puis de 20 %. Les equity swaps, c'est-à-dire des produits financiers conçus au départ pour se dénouer en cash, mais qui en réalité pouvaient se dénouer en titres étaient un outil adapté à ce type de besoin. Ils ont d'ailleurs également été utilisés dans l'affaire LYMH-Hermès. Toute l'œuvre législative et réglementaire des vingt dernières années a été de compléter les textes au vu des pratiques et instruments financiers de plus en plus sophistiqués.

Maurice Nussenbaum : La loi de 2012 prend en compte les equity swaps à dénouement en titres. Mais les modalités de calculs sont assez techniques. Doit-on par exemple prendre en compte les instruments en question à raison de 1 pour 1, c'est-à-dire 1 option est égale à 1 titre ? Le législateur a finalement opté pour un pourcentage (entre 0 et 1) du nombre d'options détenues à travers le delta de la position. Le delta mesure la sensibilité du prix de l'option à celle de son sous-jacent. Comme sa valeur peut changer tous les jours, il est nécessaire de se poser la question quotidiennement de l'équivalent en actions mesuré par le delta des options détenues pour savoir s'il y a lieu de déclarer un franchissement de seuil.

LA DÉFINITION DE L'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

Thierry Gontard : Au-delà de la question des prises de contrôle rampantes traitée devant l'AMF dans le dossier Wendel, c'est la question de la nature de l'information privilégiée qui a été portée devant la CJUE le 11 mars dernier jusqu'à quel point fallait-il rechercher l'impact possible sur le cours de bourse dans l'appréciation de la qualité de l'information détenue ? Dans certains dossiers, il avait en effet été constaté postérieurement que l'information donnée n'avait eu finalement aucun effet sur le cours. Il était attendu de la CJUE une précision sur cette définition de l'information privilégiée, mais cela n'a pas été le cas.

Frédéric Lalanne : Un des aspects du débat porté devant la CJUE tenait à la caractérisation de la précision de l'information. Une information pour être privilégiée doit notamment être précise. Qu'est-ce qu'une information précise ? Le détenteur de l'information doit-il savoir qu'elle va faire monter ou baisser le cours ? La CJUE répond qu'il n'est pas nécessaire d'établir que le titulaire de l'information savait quelles seraient les conséquences de cette information sur le sens de l'évolution du marché pour caractériser sa précision. Certains évoquent désormais une information privilégiée sans privilège puisque l'on ne sait pas quel va être l'effet de l'information sur le marché !

Option Finance/Option Droit & Affaires - Juin 2015
18

Je comprends des conclusions de l'avocat général devant la CJUE que l'objectif des juges européens pourrait être de réprimer certains opérateurs qui sont gagnants sur le marché quel que soit le sens de l'évolution du cours grâce à des produits structurés qui parlent sur la seule volatilité d'un titre. Par conséquent, il faut que le régulateur soit en capacité d'appréhender des situations où celui qui détenait une information dispose d'un avantage sur le reste du marché, quel que soit l'effet de cette information sur le cours de bourse de la société.

Maurice Nussenbaum : Le point central est finalement le fait de savoir si l'information considérée est susceptible d'avoir un effet sur le cours, qu'il soit à la hausse ou à la baisse.

Thierry Gontard : Derrière l'information privilégiée, on cherche finalement à empêcher une personne de tirer un avantage que le marché n'a pas. Mais si cette personne est convaincue et que l'information intrinsèquement n'aurait pas eu d'incidence sur le marché et peut l'expliquer, quel avantage indu a-t-elle eu par rapport au reste du marché ?

LE TEMPS DE LA COMMUNICATION DE L'INFORMATION PRIVILÉGIÉE

Thierry Gontard : Les jurisprudences Faurecia et Air France sur les profit warnings sont éclairantes sur la question de la communication. Il est acquis qu'une société cotée doit communiquer dès que possible une information privilégiée qui répond aux conditions suivantes : qu'elle soit précise, non publique et susceptible d'avoir une influence sur le cours. Mais comment appliquer ces critères à une société cotée à l'occasion de la préparation de ses comptes de fin d'exercice, ou plus généralement de l'information financière permanente qu'elle doit au marché ? La société peut-elle conserver confidentielles un certain temps des informations qui ont la caractéristique d'une information privilégiée ? En l'espèce, s'agissait-il d'un contexte de profit warning. À partir de quel moment la société devait communiquer au marché une révision de ses objectifs ?

Dans deux décisions récentes, la commission des sanctions de l'AMF a fait une appréciation assez rigide de la question en considérant qu'une société avait le devoir de communiquer immédiatement cette information privilégiée au marché, même si elle a eu pour objectif louable de vouloir fiabiliser certaines informations. La difficulté est qu'en devant communiquer immédiatement une information qui n'est pas suffisamment fiabilisée, la société prend le risque d'une communication inexacte, imprécise, voire trompeuse. Dans le cas extrême, la société pourrait même se voir accuser de manipulation de cours ! Durant le mois de janvier, une société commence à avoir



Frédéric Lalanne, associé d'Orrick Rambaud Martel

«A quel moment une information est-elle suffisamment précise pour être qualifiée de pertinente pour le marché ? Je ne suis pas certain que les décisions récentes rendues en la matière par l'AMF donnent une grille de lecture claire aux opérateurs.»

des remontées sur ses comptes de l'exercice qui vient de se clôturer qui ne sont pas forcément en ligne avec les objectifs qui ont pu être communiqués au marché précédemment. À quel moment doit-elle publier un communiqué révélant que l'objectif ne sera pas atteint ? D'après moi, l'exigence d'une communication financière de qualité n'est pas de se contenter d'annoncer que l'objectif ne sera pas atteint, mais bien de donner un éclairage complémentaire. Ce débat reste d'actualité.

Frédéric Lalanne : À quel moment une information est-elle suffisamment précise pour être qualifiée de pertinente pour le marché ? Je ne suis pas certain que les décisions récentes rendues en la matière par l'AMF donnent une grille de lecture claire aux opérateurs.

Thierry Gontard : L'AMF considère que dès que les signaux en interne sont concordants quant à la tendance constatée, qu'ils vont dans la même direction, l'entreprise est tenue

Option Finance/Option Droit & Affaires - Juin 2015
19

de communiquer. Mais lorsque l'ensemble des paramètres n'est pas encore réuni pour avoir cette certitude, la question mérite bien d'être posée.

Maurice Nussenbaum : Ceci pose un problème important de gouvernance. Quelle est la latitude laissée au responsable financier qui le premier peut déterminer si les faisceaux d'indices qu'il décline sont suffisants pour constituer un signal fiable pour le marché ?

Thierry Gontard : Le mandataire social sera considéré comme solidairement responsable de la société par application d'un principe désormais constant de l'AMF. Sans aller rechercher son implication personnelle, sa simple qualité emporte solidarité avec la personne morale lorsque des griefs lui auront aussi été notifiés.

LA RECONNAISSANCE FRANÇAISE DU «NON BIS IN IDEM»

Frédéric Lalance : Le non bis in idem est l'arlésienne des avocats depuis que nous avons tous prêté serment, mais la situation a changé depuis l'arrêt de la CEDH Grande Stevens contre Italie du 4 mars 2014. Nous devons renvoyer nos amis italiens pour avoir porté devant la CEDH un dossier qui était l'archétype de la problématique française du non bis in idem ! Ils ont enfin reçu une réponse nette et précise de la Cour européenne qui a permis de faire évoluer la situation en France et singulièrement devant le Conseil constitutionnel.

Thierry Gontard : Certaines personnes ne pensaient pas que le Conseil constitutionnel traitait si vite, même si nous étions quasiment tous conscients que tôt ou tard un revirement interviendrait compte tenu de la rédaction même de l'arrêt de la CEDH et des opinions dissidentes. Le Conseil constitutionnel, le 18 mars dernier, a eu le courage de faire le nécessaire et a laissé au législateur jusqu'en septembre 2016 pour légiférer.

Cette décision laisse néanmoins ouverte une question fondamentale : quelle autorité aura la maîtrise des poursuites en matière d'abus de marché ? Est-ce le procureur de la République qui aura la responsabilité de décider s'il faut poursuivre en matière d'initié et de manipulation de cours (par la voie administrative) ou par la voie pénale ? Le professeur Dominique Schmidt a proposé de transformer la commission des sanctions en un tribunal financier.

Frédéric Lalance : Il s'agirait de créer une juridiction spécialisée en matière de manquement à la réglementation des marchés financiers qui serait une sorte de fusion de la commission des sanctions et des juridictions civiles et pénales.

Thierry Gontard : Une autre solution serait que l'enquête continue à être menée par les spécialistes de l'AMF qui dispose d'une cellule de surveillance des marchés que la police financière n'a pas. Elle est plus équipée que la justice répressive pour faire des enquêtes approfondies et techniques. C'est un avantage concurrentiel indéniable. A moins de transformer l'AMF en autorité poursuivante comme c'est le cas en Grande-Bretagne, au stade de l'examen par le collège de l'AMF du rapport d'enquête, il faudrait cependant faire intervenir le procureur de la République pour décider du choix de la voie pénale ou administrative. Le risque est bien sûr que la commission des sanctions ne conserve que les contenus du non-respect des règles professionnelles (qui sont d'ailleurs aujourd'hui davantage traités par voie de composition administrative) et des «petits» abus de marché.

LA RÉPARATION CIVILE DES ABUS DE MARCHÉ

Frédéric Lalance : La création d'un tribunal financier permettrait aussi d'améliorer la réparation civile car la France connaît un réel problème d'indemnisation de la victime des abus de marché. Cette juridiction financière permettrait aux victimes d'être partie à la procédure dans des conditions techniques et procédurales permettant de mieux appréhender le préjudice spécifique de l'actionnaire face au manquement ou au délit boursier.

Thierry Gontard : La réparation civile n'est pas traitée devant l'AMF, alors que le juge pénal dispose de cette compétence.

Maurice Nussenbaum : Dans le cadre du Club des juristes, nous avons mené une étude sur l'indemnisation des actionnaires. Tout le système actuel repose sur l'idée de la perte de chance et de l'indemnisation forfaitaire, ce qui n'a finalement que peu de rapport avec le préjudice réellement subi. C'est la perte subie dans un investissement donné qui devrait être réparée et non la perte de chance de n'avoir pu faire un autre investissement qui est par principe hypothétique.

Aux Etats-Unis, on s'efforce de calculer quel a été l'impact effectif de la pratique sur le cours de bourse et donc de définir l'écart entre le prix auquel l'investisseur a acheté et celui auquel il aurait pu acheter. Cette méthode est plus complexe à mettre en œuvre et implique une analyse utilisant des méthodes statistiques au cas par cas. Les tribunaux français règlent finalement la question de façon plus globale c'est-à-dire non individualisée.

Thierry Gontard : En Grande-Bretagne, la FCA choisit la voie en matière d'abus de marché et peut devenir autorité poursuivante au pénal. Dans le cadre de l'avancée de

son rapport d'enquête, lorsqu'elle commence à caractériser les éléments, la FCA peut : proposer une transaction (en France la composition administrative est aujourd'hui fermée dans le cas des abus de marché) ; décider d'ouvrir une procédure de sanction administrative ; poursuivre au pénal mais en restant l'autorité poursuivante.

Frédéric Lalance : L'Europe n'est pas toujours très claire sur le sujet. Si elle nous a montré la voie sur le principe non bis in idem grâce aux décisions de la CEDH, elle nous livre parfois des signaux pour le moins incohérents. Ainsi la directive de 2014 sur les abus de marché comporte un volet pénal significatif. En effet, pour la première fois l'Europe, considérant que les sanctions administratives ne sont pas suffisamment dissuasives, entend imposer aux Etats membres la mise en œuvre de sanctions pénales pour les abus de marché les plus graves. Le message de l'Europe se veut répressif : il faut sanctionner pénalement les abus de marché les plus graves.

Thierry Gontard : Le projet de directive prévoit en effet des peines de prison.

Frédéric Lalance : Mais il ne prévoit pas, du moins pour l'instant, de disposition spécifique renvoyant au principe non bis in idem et permettant d'apprécier comment éviter un cumul de poursuite et de sanction entre les autorités administratives et les juridictions pénales.

Thierry Gontard : Dans l'architecture juridique française, on ne permet pas à une autorité administrative de prononcer une peine de prison. Seul un tribunal dispose de cette faculté. S'il faut brandir la menace de prison pour les abus de marché les plus graves, il va falloir qu'un tribunal saute. Il sera donc nécessaire soit de transformer la commission des sanctions en un tribunal, soit de faire intervenir les autorités judiciaires pour juger, voire pour poursuivre de tels faits.

Frédéric Lalance : A moins que les services de l'AMF deviennent les officiers de police judiciaire du parquet et mènent l'enquête pour le compte du ministère public.

Réponse en septembre 2016, au plus tard. ■
Propos recueillis par Ondine Délaunay et Florent Le Quintrac

www.pwcavocats.com

Landwell & Associés devient

PwC Société d'Avocats

pwc

PwC Société d'Avocats

Construire des relations, créer de la valeur

Dans un monde de plus en plus complexe, nous conseillons, depuis plus de 45 ans, en lien avec PwC, nos clients dans la dimension juridique et fiscale de leurs projets en France et à l'international.

Avec près de 500 avocats et professionnels, nous mettons à leur disposition notre expertise en droit des affaires, en fiscalité et en droit social pour les accompagner face aux enjeux de demain. Et parce que le futur se prépare aujourd'hui, nous prévoyons de recruter près de 150 nouveaux professionnels en 2015.

Notre nom change. Notre expertise grandit.