Etude comparée des systèmes de sanctions en droit des marchés financiers en France et au Canada

Marion de Ravel d'Esclapon

▶ **To cite this version:**

Marion de Ravel d'Esclapon. Etude comparée des systèmes de sanctions en droit des marchés financiers en France et au Canada. Droit. Université de Strasbourg, 2016. Français. NNT : 2016STRAA015 . tel-01555471

HAL Id: tel-01555471
https://theses.hal.science/tel-01555471

Submitted on 4 Jul 2017

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITÉ DE STRASBOURG

ÉCOLE DOCTORALE DE DROIT, SCIENCES POLITIQUES ET HISTOIRE

UMR 7354 DRES – DROIT DES AFFAIRES

THÈSE présentée par :

Marion de RAVEL d'ESCLAPON

soutenue le : **13 décembre 2016**

pour obtenir le grade de : **Docteur de l'université de Strasbourg**

Discipline/ Spécialité : Droit de affaires

ÉTUDE COMPARÉE DES SYSTÈMES DE SANCTIONS EN DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS EN FRANCE ET AU CANADA

THÈSE dirigée par :
Monsieur Michel Storck — Professeur à l'université de Strasbourg

RAPPORTEURS :
Monsieur Stéphane Rousseau — Professeur à l'université de Montréal
Monsieur Pierre-Henri Conac — Professeur à l'université de Luxembourg

AUTRE MEMBRE DU JURY :
Monsieur Jean-Philippe Kovar — Professeur à l'université de Strasbourg (Institut d'Études Politiques)

L'université n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

À ma famille

REMERCIEMENTS

Le travail de thèse est sans nul doute le plus grand défi académique et professionnel que j'ai eu à relever jusqu'à maintenant. Entre découragements et enthousiames, cette aventure met à l'épreuve tant l'esprit que les émotions. Il est vrai qu'il s'agit d'un travail solitaire, mais paradoxalement, la thèse aura été également pour moi un travail d'équipe. Je tiens donc à remercier toutes les personnes qui y ont participé en m'ayant soutenue et apportée leur aide.

D'abord, mes remerciements les plus sincères vont au professeur Michel Storck, mon directeur de thèse, pour sa constante disponibilité et ses conseils précieux.

Evidemment, je tiens à remercier tout particulièrement mon frère Thibault qui m'a incité à me lancer dans cette aventure et sans lequel je n'aurais peut-être jamais terminé. Son aide, ses conseils et son écoute tout au long de ce travail sont le reflet du genre de soutien qu'il m'apporte dans tous les autres domaines.

Mille mercis également à ma relectrice, Thérèse de Ravel d'Esclapon, et à ma sœur Anne, qui ont également largement contribué à me permettre de réaliser ce travail par leur présence et leur aide. Merci encore à mon oncle Pierre-Félix de Ravel d'Esclapon pour ses conseils.

En ce moment si particulier, je ne peux que penser à mon père, André de Ravel d'Esclapon. Bien qu'il soit parti quand j'étais trop jeune pour comprendre ce qu'était le droit, il m'en aura certainement inspiré, sans s'en rendre compte, le goût. J'espère qu'il serait fier de moi.

Merci enfin à tous ceux qui m'auront écoutée et encouragée pendant la durée de cette thèse.

SOMMAIRE

PARTIE I : LE DIALOGUE DES SYSTEMES

TITRE 1. L'ORGANISATION DE LA SANCTION

Chapitre 1 : Le pluralisme structurel canadien

Chapitre 2 : Le monisme administratif français

TITRE 2. L'EFFICACITE DE LA SANCTION

Chapitre 1 : L'efficacité au regard de la pratique de la sanction

Chapitre 2 : L'efficacité au regard des critères de la sanction

PARTIE II – LA PROPOSITION D'UN MODELE

TITRE 1. PROPOSITION POUR UN TRIBUNAL DES MARCHES FINANCIERS : UNE JURIDICTION SPECIALISEE

Chapitre 1 : La création du Tribunal des marchés financiers

Chapitre 2 : Les conséquences de la création du Tribunal des marchés financiers

TITRE 2. PROPOSITION POUR LES POUVOIRS DU TRIBUNAL DES MARCHES FINANCIERS : LA RESPONSABILITE CIVILE

Chapitre 1 : L'adaptation de la responsabilité civile au droit des marchés financiers

Chapitre 2 : L'adaptation de l'action collective au droit des marchés financiers

LISTE DES PRINCIPALES ABRÉVIATIONS

Aff.	Affaire
ACVM	Autorités canadiennes en valeurs mobilières
AJDI	Actualité juridique de droit immobilier
AJDA	Actualité juridique de droit administratif
AJ pénal	Actualités Juridique de droit pénal
Al.	alinéa
AEMF	Autorité européenne des marchés financiers
AMF	Autorité des marchés financiers
AMFQ	Autorité des marchés financiers du Québec
Art	Article (d'un code)
art. préc.	article déjà cité
Banque	Revue Banque
Banque et Droit :	Revue Banque et Droit
BICC	Bulletin d'information de la Cour de cassation
Bull. A. P.	Bulletin de l'assemblée plénière de la Cour de cassation
Bull. civ.	Bulletin des chambres civiles de la Cour de cassation
Bull. crim.	Bulletin de la chambre criminelle de la Cour de cassation
Bull. mixte	Bulletin de la chambre mixte de la Cour de cassation
Bull. Joly Soc.	Bulletin Joly Social
Bull. Joly Sociétés	Bulletin Joly Sociétés
Bull. Joly Bourse	Bulletin Joly Bourse
Bureau :	Bureau de décision et de révision de l'AMFQ
CA	cour d'appel
Cass. civ. 1re, 2ème, 3ème	Première, deuxième et troisième chambre civile de la Cour de cassation
Cass. Com. :	Chambre commerciale de la Cour de cassation
Cass. Crim. :	Chambre criminelle de la Cour de cassation
Cass. plén.	Assemblée plénière de la Cour de cassation
Cass. mixte	Chambre mixte de la Cour de cassation
CE :	Conseil d'État
CEDH :	Cour européenne et de sauvegarde des droits de l'homme
CJCE	Cour de Justice des Communautés européennes
CJUE	Cour de Justice de l'Union européenne
Ch.	chambre

Coll. :	collection
comm.	commentaire
concl.	conclusions
Cons. const.	Conseil constitutionnel
contra	contre (opinion contraire)
Contrats., conc. consom.	Revue Contrats, droit de la concurrence et consommation
Conv. EDH	Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales
Cour EDH	Cour européenne des droits de l'Homme
CMF	Code monétaire et financier
COB	Commission des opérations de bourse
CSF	Chambre de la Sécurité financière
CP	Code pénal
CPP	Code de procédure pénale
chron.	chronique
CVMO	Commission des valeurs mobilières de l'Ontario
CVMQ	Commission des valeurs mobilières du Québec
D.	Recueil Dalloz
Décis. AMF	Décision de l'Autorité des marchés financiers
doctr.	Doctrine
Dr. et patrimoine	Droit et patrimoine
Dr. Sociétés	Revue Droit des sociétés
éd.	édition
égal.	également
ESMA	European Securities and Markets Authority
ex.	exemple
fasc.	fascicule
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
Gaz. Pal.	Gazette du Palais
Ibid.	*Ibidem* (même endroit)
infra	ci-dessous, plus bas
IOSCO-OICV	International Organization of Securities Commissions
J. *CI*	Encyclopédie Juris-Classeur
JCP G	Semaine juridique – Édition générale
JCP E	Semaine Juridique – Édition entreprise
J.O. A.N.	Journal officiel – Débats de l'Assemblée nationale
J.O. C.E.	Journal officiel des Communautés européennes

J.O. R.F.	Journal officiel de la République française
J.O. U.E.	Journal officiel de l'Union européenne
Journ. Sociétés	Journal des sociétés
LAMF :	Loi sur l'Autorité des marchés financiers (Québec)
LDPSF :	Loi sur la distribution de produits et services financiers (Québec)
LID	Loi sur les instruments dérivés (Québec)
LPA	Les Petites Affiches
LVM	Loi sur les valeurs mobilières
Mél.	Mélanges
n°	numéro
not.	notamment
OAR	organisme d'autoréglementation
obs.	observations
op. cit.	*opere citato* (dans l'oeuvre citée)
p.	page
préc.	précédemment
préf.	Préface
Pouvoirs	Revue Pouvoirs
Procédures	Revue Procédures
Rép. civ. Dalloz	Répertoire civil Dalloz
RD bancaire et fin.	Revue de droit bancaire et financier
RD bancaire et bourse	Revue de droit bancaire et de la bourse
RDC	Revue des contrats
RID comp.	Revue international de droit comparé
Règl. gén. AMF	Règlement général de l'Autorité des marchés financiers
Rev. sociétés	Revue des sociétés
RGDA	Revue générale de droit des assurances
RFDA	Revue française de droit administratif
RLDA	Revue Lamy droit des affaires
RJ com.	Revue de jurisprudence commerciale
RTD civ.	Revue trimestrielle de droit civil
RTD com.	Revue trimestrielle de droit commercial
RTDE	Revue trimestrielle de droit européen
RTDF	Revue trimestrielle de droit financier
s.	suivant
sect.	section

spéc.	spécialement
suppl.	supplément
t.	tome
TGI	tribunal de grande instance
TMF	tribunal des marchés financiers
trad.	traduit
UE	Union européenne
v.	voir ou versus
vol.	volume

> « *La Bourse,* (Commerce.) en terme de Négocians, *est un endroit public dans la plûpart des grandes villes, où les Banquiers, Négocians, Agens, Courtiers, Interpretes, & autres personnes intéressées dans le commerce, s'assemblent en certains jours, & à une heure marquée pour traiter d'affaires de commerce, de change, de remises, de payemens, d'assurance, de fret, & d'autres choses de cette nature, qui regardent les intérêts de leur commerce, tant sur terre que sur mer* »[1].

1. – De l'organisation à la sanction – L'histoire de la Bourse est avant tout celle d'une organisation. En tant que lieu physique d'échange de valeurs, elle implique en effet une coordination entre les participants. Chaque réunion a ses règles, chaque rassemblement ses us et coutumes ; c'est la collectivité qui l'implique. Au vrai, selon une première définition finaliste de la notion de bourse, cette « *réunion de commerçants* »[2] répond d'abord à un besoin d'organisation et l'on comprend donc que ces deux notions soient presque consubstantiellement liées. « *En certains jours* », et « *à une heure marquée* », rapporte la définition de l'Encyclopédie. Ce sont déjà là les prémisses d'un corpus de règles applicables au regroupement de ceux désireux de s'adonner à l'échange.

De l'organisation à la réglementation, même sous une forme très légère, il n'y guère qu'un pas à franchir, lequel s'effectue d'ailleurs tout aussi facilement en matière de marchés financiers[3], expression aujourd'hui plus couramment retenue que celle de

---

[1] Diderot et d'Alembert, *Encyclopédie ou Dictionnaire raisonné des sciences, des arts et des métiers*, Paris, chez Briasson, David, Le Breton et Faulche, 1751-1765, t. 2nd, p. 372 et 373.

[2] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, PUF, coll. « *Quadrige* », 11e éd., 2016, vo « *Bourse* », p. 136, laquelle est, en premier lieu, entendue comme une « *réunion de commerçants tenue avec l'autorisation du gouvernement en vue d'y traiter, à intervalles périodiques, les opérations concernant leur commerce (…)* » (v. égal. « Bourse de valeurs » : bourse formée par la réunion des agents de change qui a pour objet la négociation et la constatation du cours des valeurs mobilières » ; sur la notion de bourse liée au lieu d'échange, v. parmi les traités du XIXe siècle, A. Buchère, *Traité théorique et pratique des opérations de la Bourse*, Paris, Chevalier-Marescq, 3e éd., 1892, p. 6 ; G. Deloison, *Traité des valeurs mobilières françaises et étrangères et des opérations de bourse*, Paris, L. Larose et Forcel, 1890, spéc. p. 373 ; Mollot, *Bourses de commerce, agents de change et courtiers*, Paris, chez Delaunay, 2e éd., 1831, p. 15 et s.

[3] Sur cette notion, v. par ex., T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3e éd., 2010, no 5, p. 5 ; H. de Vauplane, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3e éd., 2001, no 343, p. 337 et no 365, p. 369 ; « Les notions de marché » : *RD Bancaire et bourse*, mars/avr. 1993, p. 62 ; *Rép. sociétés Dalloz*, vo « Marchés financiers (fonctionnement) », par M. Galland, spéc. no 7 ; J.-J. Daigre, « Évolution de la notion de marché financier » : in *Liber Amicorum Jacques Malherben*, Bruylant, 2006, p. 233 ; v. égal. sur ces notions, P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC)*, préf. Y. Guyon, LGDJ ; coll. « *Bibliothèque de droit privé* », t. 386, 2002, no 2, p. 2 (sur les notions de Bourse et marché boursier), N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB édition, coll. « *Droit et fiscalité* », 2010, no 42, p. 37

bourse, en ce qu'elle est plus générale et se trouve déconnectée d'un lieu physique[1]. Qu'il s'agisse d'un marché réglementé, au sens de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier, c'est-à-dire un système multilatéral assurant, en son sein, la rencontre de multiples intérêts acheteurs ou vendeurs, ou d'un marché de gré à gré, aussi contractuel soit-il, chacune de ces réalités – physiques hier, électroniques de nos jours – suppose des règles d'organisation[2].

Surgit immanquablement une interrogation dès lors que l'on s'intéresse à l'idée même d'une organisation, voire d'une réglementation, sans forcément doter cette expression d'une charge sémantique liée à son éventuelle « *juridicité* » : c'est celle de la sanction. Qu'advient-il en cas de méconnaissance des règles formulées pour la bonne tenue du marché ?

Marchés financiers, réglementation et sanction se révèlent donc les trois pôles d'une triade bien connue et l'on saisit, à l'orée de cette étude, combien la question de l'inobservation d'une règle édictée est cruciale. En droit des marchés financiers, l'importance de la sanction, mais surtout sa nécessité, s'évincent de considérations historiques (**§1**), tout autant que de marché (**§2**). Dès lors, il s'agira d'identifier quelles sont les perspectives d'évolution (**§3**).

§1 – LA NÉCESSITÉ DE LA SANCTION : CONSIDÉRATIONS HISTORIQUES

2. - La Bourse s'est toujours révélée une institution organisée[3], de sorte que la question de la méconnaissance d'une règle en régissant le fonctionnement aurait pu être posée très tôt (**A**). Il demeure que, pendant longtemps, la sanction en droit boursier est restée dans le domaine de la police intérieure (**B**). Pour autant, les nombreux exemples de scandales financiers jalonnant l'histoire (**C**) ont démontré l'inadéquation de cette conception. Leur caractère éminemment global atteste de la nécessité impérieuse d'une sanction efficace. Par leur multiplication, et leur

(privilégiant l'utilisation du mot « *Bourse* » à celui de « *marchés financiers* », qu'il estime, au regard de son champ d'étude, trop large, v. n° 44, p. 39).

[1] J.-J. Daigre, « La fin des « bourses » : *RD Bancaire et financier*, mars/avr. 2003, p. 83.

[2] V. pour cette référence à la notion de « règles », directement dans la définition de l'article L. 421-1 du Code monétaire et financier, *« un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre, en son sein et selon des règles non discrétionnaires, de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers sur des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur les instruments financiers admis à la négociation dans le cadre des règles et système de ce marché, et qui fonctionne régulièrement conformément aux dispositions qui lui sont applicables ».*

[3] V. not. F. Braudel, Civilisation matérielle, Économie et capitalisme – XV^e^ – XVIII^e^ siècles, Armand Collin, 1979.

récurrence, il a fallu tenir compte de l'impact de ces événements d'ampleur sur les investisseurs.

A – L'organisation des marchés boursiers

3. – Antiquité et Moyen-Âge – S'il est difficile de considérer, sans entrer dans les débats animant la communauté des hellénistes, que l'Antiquité grecque connaissait déjà des marchés financiers, il y a eu néanmoins à cette époque *« une organisation étatique d'un marché de l'argent »*[1]. L'on peut raisonnablement supposer que certains mécanismes étaient envisagés pour le fonctionnement de ce marché. Sans doute la question de leur sanction a dû être posée. De même, à Rome, les *Collegium Mercatorum,* une sorte d'assemblée de marchands qui se tenait à la *Loggia*[2] et dont l'existence est rapportée par Tite-Live sous le consulat d'Appius Claudius et de Publius Servilius[3], devaient bien avoir leurs propres règles, à tout le moins une forme de pratique régulant leur déroulement. C'est en tout cas avéré pour les *nundinae*, *« rassemblements destinés à provoquer rencontre et échange entre ruraux et urbains qui se tiennent le neuvième jour d'un cycle de huit jours »*[4].

La bourse d'Anvers, idéalement située à l'embouchure de l'Escaut, est créée en 1460. Très vite, là aussi, des règles se mettent en place. Dès 1592 paraît une liste imprimée des cotations de matières premières lors d'une séance d'échange[5], ce qui est la manifestation indiscutable d'une certaine organisation. Bruges suit cet exemple et les marchands se retrouvaient, dit-on, sur une place dont le nom était tiré, comme la pratique en avait coutume à l'époque, d'un hôtel situé à son extrémité et appartenant à une famille flamande : les Van den Burse[6]. L'habitude d'un lieu, une fois encore, traduit déjà l'esquisse d'une organisation.

En France, les premières places d'échanges de valeurs ont également fait l'objet d'une réglementation minutieuse, notamment celle de Lyon créée en 1540 afin de concurrencer la place anversoise[7].

---

[1] J.-M. Thiveaud, « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés étatiques à la création de la bourse de Paris, en 1724 » : *Rev. économie financière*, 1998, vol. 48, n° 4, p. 21, spéc. p. 28.

[2] A. Buchère, *op. cit.*, n° 8, p. 6.

[3] E. Filatre de Longchamps, *Du jeu à Rome ; des Bourses de commerce et opérations de bourse en France*, Thèse, Paris, Impr. de Oberthur et Fils, 1874, p. 26 (L'existence de ces assemblées est confirmée par Cicéron) ; v. égal. l'Encyclopédie, *supra*, n° 1).

[4] J.-M. Thiveaud, *op. cit*., p. 28.

[5] A. Kostolany, *Si la Bourse m'était contée*, Julliard, 1960, p. 125.

6 Sur cette curieuse anecdote, v. H. van Werveke, « Les origines des bourses commerciales. Faut-il abandonner la thèse Guichardin-Ehrenberg » : Rev. belge de philologie et d'histoire, 1936, vol. 15, no 1, p. 133.

7 P.-J. Lehmann, Histoire de la bourse de Paris, PUF, 1997, p. 7.

4. – 1724 : L'organisation de la Bourse de Paris – C'est surtout l'arrêt du Conseil d'État du 24 septembre 1724[1], portant création de la Bourse de Paris, qui fait figure de modèle. La Bourse avait été conçue comme le lieu officiel de centralisation des négociations dont la surveillance incombait au Lieutenant Général de police. Cette création d'origine royale est particulièrement significative à deux égards au moins.

En premier lieu, elle est la marque d'une conception française de la réglementation boursière. La création obéit à un mouvement vertical manifestant la reprise en mains, par le pouvoir royal, d'une situation quelque peu malmenée par la faillite du système de Law[2]. L'État se préoccupe des marchés financiers, témoignant d'une certaine méfiance à leur égard[3]. Il intervient si directement dans leur réglementation qu'il est à l'origine, en France, de leur création. Cette conception ne se démentira pas par la suite et l'ordre public financier n'est certainement pas un vain mot[4]. De ce point de vue, la création de la Bourse de Paris a d'ailleurs obéi à un schéma différent de la Bourse de New York ou encore de celle de Londres. Ainsi, l'on est loin de l'ancêtre du London Stock Exchange, le *Jonathan's Coffee-House* de Londres, un café fondé par Jonathan Miles en 1680 et au sein duquel s'échangeaient diverses valeurs[5]. De même, l'adoption de l'arrêt du Conseil s'écarte très nettement du célèbre accord de *Buttonwood* signé le 17 mai 1792 par vingt-quatre agents de change de New York ayant l'habitude de se réunir sous un platane situé au niveau de l'actuel 68, Wall Street[6]. Au modèle vertical de création du marché qui caractérise le droit français s'oppose un modèle plus horizontal né de la négociation et de la collaboration entre

1 Arrêt du Conseil portant établissement d'une bourse dans la ville de Paris, pour les négociations de lettre de change, billets au porteur et à ordre, d'autres papiers commerciables et des marchandises et effets, et pour y traiter les affaires de commerce, tant de l'intérieur que de l'extérieur du Royaume. Fontainebleau, le 24 septembre 1724.

2 P. Barban, Les entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché, préf. F. Drummond, avant-propos J.-J. Daigre, Institut universitaire Varenne, « coll. des Thèses », 2015, p. 13 ; v. égal. H. Berlier de Vauplane, De l'influence des réformes du marché financier sur les négociations en bourse et sur ses intermédiaires, Thèse, Dactyl., Paris II, 1999, p. 236 ; P.-H. Conac, op. cit., no 7, p. 6 ; A. Rabut, Le droit des bourses de valeur et des agents de change, Litec, coll. « Droit », 1983, no 5, p. 13 ; S. Wiener, L'exception de jeu et les opérations de bourse, Bruxelles (Bruylant-Christophe), Paris (A. Marescq Aîné), 1883, p. V-VI ; sur cette faillite, v. Ch. Chavagneux, Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes, éd. La Découverte, 2011, p. 31 et. ; E. Faure, 17 juillet 1720. La banqueroute de Law, Gallimard, coll. « NRF », 1977, cf. infra, no XX.

3 P.-H. Conac, op. cit., no 7, p. 7, spéc. la note 2.

4 Sur lequel, v. J. Méadel, Les marchés financiers et l'ordre public, préf. M. Germain, LGDJ, coll. « Bibliothèque de droit privé », t. 478, 2007.

5 E. P. Stringham, « The Emergence of the London Stock Exchange as a Self-Policing Club » *: Journal of Private Enteprise*, Vol. 17, no 2, p. 1-19, spring 2002 ; L. Neal, *The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press, 1993, not. p. 23 et s., pour la liste établie par John Castaing.

6 Sur cet accord, v. P. Wyckoff, Wall Street and the stock markets : a chronology (1644-1971), Chilton Book co, 1972, p. 145 ; W. Goetzmann et K. Geert Rouwenhorst, The origins of value. The financial innovations that created modern capital markets, Oxford University Press, 2005, p. 284

agents économiques et marquant l'origine des marchés anglo-saxons. De tels contextes de naissance auront nécessairement des impacts sur les rapports entre l'État et le marché.

En second lieu, l'arrêt du Conseil du Roi s'illustre par un degré de précision déjà très nettement affirmé[1]. Le lieu des échanges est prévu : il s'effectuera dans « *une place appelée* la Bourse*, dont l'entrée principale sera rue Vivienne* » (art. 1er). L'on trouve également les premières manifestations d'une organisation des séances de négociations étant donné qu'il y est précisé que « *la Bourse sera ouverte tous les jours, excepté les jours de dimanches et fêtes, depuis dix heures du matin jusqu'à une heure après-midi, après laquelle heure l'entrée en sera refusée à ceux qui s'y présenteront de quelque sorte et condition qu'ils puissent être* » (art. 2). De surcroît, le texte a réglementé la profession des agents de change[2], véritables auxiliaires royaux, et dont le statut est minutieusement détaillé. Ce mouvement s'est poursuivi avec un arrêt du Conseil, adopté le 30 mars 1774, ayant institué le parquet et la criée, contraignant les agents à effectuer les négociations à haute voix afin d'éviter les manipulations de cours et autres escroqueries[3].

Cette organisation de détail, directement prévue par le pouvoir royal et qui sera reprise après la Révolution[4], n'a pas manqué de poser la question de sa méconnaissance.

B – La police de la Bourse

5. – Premières sanctions : la police de la Bourse – Notons cependant que c'est au plan interne que la sanction des dispositions prévues par cette première esquisse du droit boursier, a tout d'abord été envisagée. Il s'agissait surtout de déterminer les conséquences d'un manquement par l'un des membres de la profession des agents de change nouvellement mise en place et c'est précisément pour cette raison, et sans doute parce que la tâche avait été confiée au Lieutenant général de police[5] que l'on a parlé de « *police* ». En d'autres termes, l'affaire était d'abord celle de la discipline et les sanctions étaient plutôt dirigées vers les agents de change eux-mêmes. Plus

[1] Pour une retranscription du texte, v. Ch. Lejeune, Traité des opérations de banque, de bourse et de change, Paris, Garnier Frères, 1923, p. 283-287.

[2] La profession était déjà organisée depuis 1638, v. H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *op. cit.*, no 389, p. 393.

[3] S. Wiener, *op. cit.*, p. V-VI.

[4] N. Hissung-Convert, La spéculation boursière face au droit, 1799-1914, préf. B. Gallinato-Contino, LGDJ, coll. « Bibliothèque de droit privé », t. 511, 2009.

[5] La porte était gardée par les services du Lieutenant général de police, v. l'article 1 de l'arrêt du 24 septembre 1724.

précisément, il s'agissait de préserver la Bourse des intrusions extérieures comme des débordements extérieurs[1]. Ainsi fallait-il régler des questions relatives à l'entrée d'une personne non habilitée au sein même du palais de la Bourse ou encore tenter de limiter le négoce en dehors des murs qui lui étaient dévolus. L'arrêt du Conseil du Roi du 24 septembre 1724 s'était préoccupé de ces questions, tout en étant progressivement complété par d'autres textes. Concernant les intrusions, le décret du 2 Ventôse an IV, intervenu juste après la réouverture de la Bourse après l'intermède révolutionnaire avait édicté une véritable police intérieure, soucieux de lutter contre les agioteurs qui étaient parvenus à s'introduire dans les locaux du palais[2]. S'agissant des délocalisations illicites, par exemple, l'article 3 de l'arrêté du 27 Prairial an X avait défendu *« de s'assembler ailleurs qu'à la Bourse, et à d'autres heures qu'à celles fixées par le règlement de la police pour proposer et faire des négociations, à peine de destitution des agents de change ou courtiers qui auraient contrevenu »*[3].

Mais la police de la Bourse avait également pour objectif de sanctionner les comportements à l'intérieur même des murs de la rue Vivienne ou encore de régler les difficultés nées d'un différend entre deux agents de change. Comme le constatait un auteur de l'époque, à propos de la police dite *« intérieure »*, *« cette police est aussi essentielle et ne réclame pas moins d'activité que celle qui surveille le dehors des Bourses. Une réunion nombreuse, où se traitent les opérations les plus considérables, doit offrir un ordre parfait »*[4].

6. – Des règles réservées aux agents de change – C'est dire que pendant longtemps, l'idée même que la méconnaissance d'une obligation du droit boursier puisse avoir un impact sur d'autres personnes que les agents et courtiers n'avait pas vraiment effleuré les commentaires et encore moins le législateur. Pour cette raison, les règles adoptées étaient surtout d'ordre disciplinaire et professionnel, et la création de la Compagnie des agents de change en 1801 n'avait pas changé grand chose à cet état de fait. L'activité d'agent de change était, en quelque sorte, « auto-réglementée ». Le titre V du livre I du Code de commerce, intitulé *« Des bourses de commerce, agents de change et courtiers »*, se bornait à fixer un cadre général à l'activité boursière. Ce n'est

[1] Mollot utilise également l'expression de *« police extérieure »*, entendant par-là les dispositions adoptées pour éviter que les opérations de bourse ne puissent se dérouler en un autre lieu que celui du Palais de la Bourse, v. Mollot, *op. cit.*, p. 22.

[2] A. Buchère, *op. cit.*, n° 14, p. 9

[3] Mollot, *op. cit.*, p. 23, n° 14. Des rassemblements illicites avaient eu lieu notamment sur le boulevard des Panoramas et au café Tortoni, ce qui a conduit à rappeler ces dispositions en 1819 et en 1823 (*Ibid.*, n° 15).

[4] *Ibid.*, n° 23, p. 7.

finalement qu'avec la loi du 28 mars 1885, complétée par le décret du 7 octobre 1890, que fut adoptée une « *charte des agents de change* » qui suffit à réglementer la matière des marchés financiers pendant une grande partie du XXe siècle[1].

C – La récurrence de scandales financiers

7. – Inadéquation : l'amplification de l'actionnariat du public – Une telle conception apparaît aujourd'hui, et notamment au regard de l'évolution historique, très restrictive. La violation d'une disposition du droit des marchés financiers, et plus généralement un comportement abusif au sein même de la Bourse, ne doit pas être analysée à travers le seul prisme des relations entre les acteurs du marché, à l'époque les agents de change. Tout au contraire, les intérêts du public sont concernés, les manquements ont des conséquences « extra-institutionnelles ».

Nul ne songerait en effet à contester l'attrait qu'exercent aujourd'hui les marchés financiers. Le constat n'est pas neuf et déjà, la Bourse, en son temps, avait réussi à drainer l'argent du public et des petits porteurs. La méfiance est révolue. Il n'y a plus d'agioteurs ; ce sont désormais des investisseurs. L'époque du chancelier d'Aguesseau, lui-même « *personnellement victime des intrigues que lui avait valu son courage devant l'agiotage* »[2], est désormais lointaine, lorsque l'illustre jurisconsulte s'attachait à étudier avec précision la viabilité et la légitimité du commerce effréné des actions de la Compagnie des Indes en ces termes : « *quelque bon qu'il paraisse, il y a toujours, absolument parlant, plus de sûreté dans la chose que dans l'action, et par conséquent, du côté de la sûreté, l'argent présent et comptant est un bien préférable au papier* »[3]. L'on ne discute plus du principe, l'engouement est certain. « *L'action a groupé et dirigé sur les grandes entreprises les faibles épargnes, démocratisé le titre d'associé, en le mettant à la portée des petits, mobilisé les chemins de fer, les usines, en transportant la copropriété sur des certificats de circulation facile* »[4]. En bref, comme le remarquait Thaller, « *l'action a fait pénétrer le lucre dans des classes autrefois étrangères à la spéculation* »[5]. Le « *miracle de la liquidité* », pour reprendre l'expression d'un auteur[6], a

[1] T. Bonneau et F. Drummond, *op. cit.*, no 46, p. 54.
[2] Thaller, *Traité élémentaire de droit commercial, à l'exclusion du droit maritime*, 5e éd. par J. Percerou, Paris, Librairie Arthur Rousseau, 1916, no 574, p. 335.
[3] *Œuvres complètes du Chancelier d'Aguesseau*. Nouvelle édition, par M. Pardessus, Paris, Fantin et Cie, H. Nicolle, de Pelafol, 1819, t. XIII, p. 539.
[4] Thaller, *op. cit.*, no 574, p. 335.
[5] *Ibid*., no 574, p. 335.
[6] O. Moreau-Néret (dir.), *Les bourses de valeurs dans le monde*, Dunod, 1975, p. 8.

renforcé cet attrait pour les marchés financiers, lequel reste particulièrement vif de nos jours.

Dans ces conditions, face à la multiplicité des actionnaires, le comportement répréhensible d'un acteur du marché n'est pas sans conséquence. Le nombre a naturellement importé l'élément systémique dans l'équation de telle sorte que le droit des marchés financiers doit se préoccuper de l'impact d'un manquement préjudiciable aux investissements. Des agissements de l'un dépend la vitalité, et peut-être, dans certaines hypothèses, la survie, de la place financière. Ce constat n'avait pas échappé à Voltaire lorsqu'il commentait, avec l'acidité dont il était coutumier, les errements du système mis en place par John Law : *« c'est ainsi que finit ce jeu prodigieux de la fortune, qu'un étranger inconnu avait fait jouer à toute une nation »*[1].

L'on ne peut donc se limiter à une perception simplement *interne* de la sanction en droit des marchés financiers. Il faut également en avoir une conception *externe*, ce que n'ont pas manqué de révéler les scandales financiers nés du comportement blâmable de certains acteurs des marchés.

8. – Le XVIII^e^ siècle : la révélation de l'effet global du scandale – Ce d'autant que le monde boursier est marqué par la récurrence d'affaires financières de grande ampleur qui n'en finissent pas d'interroger sur la sanction d'un comportement blâmable, tant au plan de ses conséquences directes sur les investisseurs malheureux qu'au niveau de l'image que de tels événements véhiculent. Le XVIII^e^ siècle a révélé l'*« effet domino »* de ces différentes affaires. Ces événements financiers ont d'indéniables conséquences sur la masse de ce que l'on appellera plus tard les petits porteurs.

9. – L'exemple de la Tulopomania hollandaise – Il faut se souvenir à cet égard de la bulle spéculative autour de la tulipe qui anima la Hollande du XVII^e^ siècle et qui donna à Olivier Bleys l'occasion d'un magistral roman[2]. Cette *« mère des folies spéculatives »*[3] est survenue au cours des années 1636-1637[4]. S'est ainsi développé un

[1] Voltaire, Précis du siècle de Louis XV, in Œuvres historiques, Gallimard, coll. « NRF. Bibliothèque de la Pléiade », éd. 1957, p. 1311.

[2] O. Bleys, *Semper Augustus*, Gallimard, coll. « *Roman* », 2007. Le roman met en scène les enfants d'un marchand de tissus hollandais partis chercher fortune en Amérique. Livrés à eux-mêmes dans le monde de la finance hollandaise de l'époque, ils seront confrontés à cette bulle spéculative méconnue, notamment autour d'une tulipe légendaire : *Semper Augustus*.

[3] Ch. Chavagneux, *op. cit.*, p. 16 (lequel insiste sur les précautions qu'il convient de prendre pour étudier cette période, compte tenu des difficultés d'accès aux sources (v. p. 18 et s.).

[4] Sur cette crise, v. N. W. Posthumus, « The tulipmania in Holland in the years 1636 and 1637 » : *Journal of Economic and Business History*, vol. 1, n^o^ 3, mai 1929 (avec les précautions dont fait état C.

marché dématérialisé de bulbes, dans lequel « *tout le monde s'est moqué de savoir ce qu'était vraiment la fleur concernée, où elle avait été plantée et par qui, pour se concentrer sur le marché des billets qui pouvaient changer de mains jusqu'à dix fois par jour, les prix montant à chaque échange* »[1]. Il demeure que la frénésie spéculative s'est trouvée stoppée nette le 3 février 1637 laissant des traces dans la société hollandaise de l'époque et provoquant ce qui est considéré comme la « *première bulle boursière de l'histoire* »[2], impliquant de nombreux hollandais.

10. – L'exemple de la faillite du système de Law – Faut-il rappeler ici, parmi les exemples que fournit l'histoire, le célèbre système de Law, mis en place par John Law de Lauriston (1671-1729) ? Frénésie spéculative, masse d'investisseurs et scandale financier : autant d'expressions qui correspondent somme toute assez bien à la carrière de ce sulfureux écossais, dont les aventures françaises ont inspiré nombre d'œuvres de fiction[3]. Cette vaste opération financière, immortalisée au cinéma par Bertrand Tavernier[4], a suscité une littérature abondante. L'on se souvient de ce que John Law, après une jeunesse tapageuse, avait réussi à convaincre le Régent de créer une banque afin d'émettre de la monnaie-papier[5], dont une partie était adossée sur des actions de la Compagnie d'Occident, disposant du monopole des échanges avec la Louisiane. Un économiste a parfaitement résumé la situation en ces termes : « *une compagnie s'assure des monopoles commerciaux internationaux ; puis se renforce avec une source de profits plus sûre en France (les impôts) ; le tout sert à garantir la valeur de ses actions et la montée de leur cours ; actions qui, à leur tour, remplacement la dette publique française, et, d'autre part, garantissent le capital de la banque du groupe dont l'objectif est de relancer la croissance française en fournissant des liquidités supplémentaires par le passage des espèces métalliques à la monnaie de papier* »[6]. Le cours des actions monte à la faveur de cohue de la rue Quincampoix[7] mais le système s'effondre en 1720, « *sous sa propre*

Chavagneux) ; A. Goldar, *Tulipmania. Money, honor, and knowledge in the Dutch Golden Age*, Chicago University Press, Chicago, 2007 ; M. Dash, *La Tulipomania. L'histoire d'une fleur qui valait plus cher qu'un Rembrandt*, JC Lattès, 2000.

[1] C. Chavagneux, *op. cit.*, p. 23.

[2] *Ibid*., p. 30.

[3] E. Leborgne, « Le Régent et le système de Law vus par Melon, Montesquieu, Prévost et Lesage » : *Féeries*, 3 | 2006, 105-135 ; A. E. Murphy, *John Law. Économiste et homme d'État*, P.I.E Peter Lang, coll. « *Économie et Histoire* », 2007 p. 18.

[4] *Que la fête commence* (1974) ; v. égal. la pièce de théâtre d'Antoine Rault, *Le Système*, Albin Michel, 2015.

[5] Initialement dénommée Banque Générale, elle deviendra la Banque Royale le 4 décembre 1718. À compter de ce moment, l'État apporte désormais sa caution ; v. Ch. Chavagneux, *op. cit.*, p. 43.

[6] *Ibid*., p. 47.

[7] V. sur ce lieu, P. Lagneau-Ymonet et A. Riva, *Histoire de la Bourse*, Éditions La Découverte, 2013, not. p. 14.

exagération », pour reprendre l'expression de Troplong[1]. S'il n'est plus certain que l'entreprise de Law puisse être jugée avec autant de rigueur que ne l'ont fait ses contemporains, notamment Montesquieu[2], l'on ne peut cependant douter de ce qu'elle a contribué à véhiculer une image très négative de la spéculation[3]. On assiste certes à un mouvement historiographique de révision des chiffres à la baisse[4], voire à une forme de réhabilitation de Law[5], mais de nombreux nobles en sont sortis ruinés. Ainsi a-t-on pu parfois avancer que la France avait inventé les *subprimes*[6]. Assurément, le comportement du financier aurait appelé, à l'époque contemporaine, une sanction[7]. Et l'on perçoit, à travers ces deux exemples, toutes les implications d'une affaire financière, lesquelles peuvent atteindre nombre d'investisseurs. Dès lors, les exemples du XVIII[e] siècle[8] démontrent que la réglementation de la bourse ne doit pas se limiter à de simples mesures de police.

11. – Le XIX[e] siècle : la propagation de l'effet « démocratique » du scandale – Cette brève histoire des scandales financiers pourrait être poursuivie. Elle opère telle une litanie, dont les refrains sont régulièrement répétés. Elle démontre, par la récurrence des événements qui la jalonnent, combien le comportement des acteurs sur les marchés boursiers peut avoir un impact sur leur image, et partant sur leur prospérité.

---

[1] R.-T. Troplong, *Le droit civil explique suivant l'ordre du code. Du contrat de société*, Bruxelles, société typographique belge, 1843, p. 29

[2] E. Leborgne, art. préc.

[3] Les caricatures satiriques du système, dans le *Grand Miroir de la Folie*, une recueil hollandais, a beaucoup contribué à cette image péjorative de John Law, v. A. E. Murphy, « John Law et la bulle de la Compagnie du Mississippi » : *L'Économie politique*, 2010/4, n° 48, p. 7.

[4] Et l'on n'a guère retrouvé d'action de la Compagnie dans les campagnes françaises, v. J. Jambu, « Le système de Law dans les campagnes. L'exemple du pays d'Auge » : *Annales de Normandie*, vol. 50, année 2000, n° 2, p. 297.

[5] A. E. Murphy, op. cit., qui y voit une « expérience macroéconomique très élaborée ».

[6] J. Mac Donald, « How the French invented subprime in 1719 » : *The Financial Times*, 7 mars 2008.

[7] Notons toutefois que John Law, dans les dernières années de sa vie, n'a été inquiété qu'au seul plan financier : « toute sa fortune française fut confisquée et on lui imputa, à titre personnel, des dettes qu'il avait contractées au nom de la France » : v. Ch. Chavagneux, op. cit., p. 53.

[8] L'on redécouvre aujourd'hui la bulle spéculative des mers du Sud en Angleterre, intervenant en même temps que la faillite du système de Law. Les termes de l'équation sont sensiblement les mêmes : un engouement, en termes d'investissement, est né autour d'une compagnie commerçant avec le Nouveau Monde, provoquant une hausse effrénée des actions de ladite compagnie. Par rapport à son plus haut niveau, le cours est divisé par 10. Le parlement sera dissous et l'on met en place une commission d'enquête qui conduit à l'emprisonnement des directeurs de la Compagnie, v. sur cet événement, N. Bentemessek Kahia, « La bulle des Mers du Sud, ou le *too big to fail* avant l'heure » : *L'Économie politique*, 2010/4, n° 48, p. 23 ; C. Reed, « The Damn'd South Sea » : *Harvard Magazine*, mai-juin 1999, p. 5 ; M. Balen, *A Very English Deceit : The Secret History of the South Sea Bubble and the First Great Financial Scandal*, Fourth Estate, 2012. Les effets auraient été limités dans les colonies anglaises parce qu'il n'y existait pas encore de bourse d'actions, v. P.-H. Conac, *op. cit.* n° 7, p. 7.

Incontestablement, la seconde moitié du XIXe siècle représente un véritable tournant. Si les scandales hollandais et français précédemment décrits démontrent tout l'intérêt d'une sanction[1], ils n'ont cependant affecté, hormis quelques rares exceptions, que les classes aisées de la population. Or le Second Empire a, en quelque sorte, marqué une montée en puissance du scandale boursier. Ces *« premiers krach démocratisés mettent en évidence l'existence d'un nouveau public susceptible d'être affecté par les faillites d'établissements financiers ou d'entreprises industrielles »* [2]. Les classes *« autrefois étrangères à la spéculation »*, selon le mot de Thaller[3], se sont trouvées elles-mêmes attirées dans des scandales boursiers de grande ampleur, de telle sorte que leurs conséquences étaient nettement plus graves qu'auparavant. Dans ces affaires, les déterminants sont les mêmes : apparition d'importantes compagnies, projets titanesques et souvent situés à l'étranger, d'ailleurs remarquablement en phase avec le goût de l'aventure. La Bourse est alors utilisée pour drainer les fonds de petits porteurs.

Par exemple, dans l'affaire du canal de Panama, de nombreux investisseurs, séduits par l'aventure panaméenne et la gloire de Ferdinand de Lesseps, se sont trouvés ruinés par l'entreprise de percée du canal reliant l'Atlantique au Pacifique. Plutôt qu'une spéculation litigieuse, l'affaire concernait surtout le vaste déploiement d'un réseau de corruption de parlementaires notamment pour obtenir le vote de fonds publics par le parlement. Mais ce sont néanmoins près de 600.000 actionnaires et obligataires qui perdirent leur mise à l'occasion de la faillite de la compagnie portant ce projet pharaonique[4], ce qui n'a pas, loin s'en faut, amélioré l'image de la Bourse de Paris. Il faut dire que le krach de l'Union Générale, intervenu en 1881-1882, dont Zola s'est inspiré pour son célèbre roman *L'Argent*, avait déjà été retentissant[5]. L'aventure boursière de cette banque qui s'était également construite une image autour des investissements qu'elle menait dans des contrées exotiques s'est achevée dramatiquement. Le titre est monté, puis des syndicats de haussiers se sont opposés

---

[1] Ils peuvent parfois être déconnectés de l'idée d'une fraude. Ils n'en démontrent pas moins le caractère systémique de l'affaire et les effets néfastes de la spéculation.

[2] D. de Blic, « Cent ans de scandales financiers en France. Investissement et désinvestissement d'une forme politique » : in L. Boltanski, E. Claverie, N. Offenstadt et S. Van Damme, *Affaires, scandales et grandes causes. De Socrate à Pinochet*, Stock, coll. *« Les essais »*, 2007, p. 231 ; v. égal. J.-M. Thiveaud, « Crises et scandales financiers en France sous la Troisième République » : *Rev. d'économie financière*, 1997, vol. 41, no 3, p. 25, spéc. p. 32, constatant que *« le scandale financier, longtemps réservé aux* « grands »*, franchit lui aussi les étapes de la démocratisation, au fur et à mesure que grandit le nombre des épargnants et des petits porteurs qui sont les premières victimes des crises et des banqueroutes, dans un contexte institutionnel encore très imparfait »*.

[3] Cf. *supra*, no 7.

[4] Cf. D. de Blic, *op. cit.* ; v. J.-Y. Mollier, *Le scandale de Panama*, Fayard, 1991.

[5] J.-M. Thiveaud, « Crises et scandales financiers en France sous la Troisième République », *op. cit.* ; J. Bouvier, *Le Krach de l'Union Générale*, PUF, 1960.

aux syndicats de baissiers, avant que l'action ne s'effondre entraînant nombre de petits porteurs.

Si le XVIII^e siècle a démontré toutes les conséquences dont pouvaient receler un comportement fautif, aboutissant parfois à une spéculation sans limite, le XIX^e siècle, par la démocratisation qu'il a opérée dans l'actionnariat a révélé l'importance de la sanction en matière de marchés financiers. En raison du développement massif de l'actionnariat, une fraude peut avoir des conséquences systématiques cruciales. Les agissements peu scrupuleux d'un personnage zolien comme Aristide Saccard suscite la réprobation en ce qu'ils ont notamment un fort effet de contagion.

Les réponses étaient à l'époque encore d'ordre pénal. Ainsi les dirigeants de l'Union Générale, en France, ou de la Compagnie des Mers du Sud en Angleterre, se sont retrouvés emprisonnés. La sanction n'était toutefois pas encore spécifique au droit boursier, mais relevait plutôt de délits de droit commun, tels que l'escroquerie ou encore l'abus de confiance, et plus spécifiquement d'infractions à la loi sur les sociétés de 1867.

12. – Époque contemporaine : la persistance de fraudes – L'époque contemporaine n'a guère changé. Les fraudes boursières de grande ampleur ont continué de se développer. Il faut certes distinguer ces scandales des crises elles-mêmes. Les premiers sont le résultat de fraudes commises par des acteurs du marché, tandis que les crises financières, par exemple de 2008 et 2011, sont d'ordre systémique sans être nécessairement la conséquence d'actes malhonnêtes[1]. Elles ne peuvent pas être réduites à une fraude[2]. Il reste qu'en dépit de cette première précaution dans le raisonnement, l'on ne saurait échapper à ce constat : la fraude irrigue encore les marchés financiers de nos jours.

L'on pourrait reprendre cette litanie des fraudes financières, de plus ou moins grande envergure et avec une dynamique géographique dans l'exposé des occurrences. L'on se souvient, par exemple, de la Caixanova qui est parvenue à vendre des participations préférentielles, considérées comme des produits risqués par la CNMV, l'autorité de régulation espagnole[3], à des centaines de milliers de personnes âgées. La banque avait réussi le tour de force de céder ces produits à une personne de 83 ans ne se souvenant pas même d'avoir souscrit le contrat, et à un

[1] De ce point de vue, un parallèle peut être opéré avec la crise de la Tulipe en Hollande.

[2] T. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale, Bruylant, coll. « Droit de l'Union européenne », 2012, p. 3.

[3] L'autorité avait imposé de les réserver à des investisseurs avertis.

analphabète qui l'avait signé avec son empreinte digitale[1] ! Au total, ce sont plus de 700 000 personnes qui sont concernées[2].

Le modèle de Charles Ponzi n'aura pas fait que des émules aux États-Unis[3], avec Bernard Madoff. En 2009, par exemple, a resurgi, au Japon, un montage de ce type organisé par Kazutsugi Nami. Chef d'une entreprise de literie en faillite, il a lésé près de 37 000 petits épargnants japonais pour un montant de 1,1 milliard d'euros en prétendant leur offrir des placements exubérants avec l'argent des précédents déposants. À cette fin, il avait créé une monnaie, que les particuliers étaient censés pouvoir convertir en yen avec l'espoir d'un rendement invraisemblable de 36% par an. Chaque nouveau client versait 100 000 yens au départ, récupérables au bout d'un an et censés fructifier de 36%, et recevait l'équivalent en *enten*, qu'il pouvait dépenser dans les commerces partenaires. En 2007, Nami a cessé de verser les intérêts et de rembourser les commerçants. Il a fini par être arrêté en février 2009 avec 20 autres suspects[4]. De son côté, le Québec n'a pas été épargné. En août 2005, éclate l'un des plus grands scandales de son histoire, avec le détournement frauduleux de près des deux tiers de l'actif de Norbourg Gestion d'actif par Vincent Lacroix, conseiller en valeurs et gestionnaire du fonds d'investissement pour plusieurs milliers d'investisseurs. Lacroix fut d'ailleurs la première personne contrevenant à la législation financière du Québec à être condamnée à une peine d'emprisonnement[5].

En Colombie-Britannique, David Michaels a fraudé des centaines de clients, en majorité des personnes âgées. Ancien représentant en épargne collective, il a illégalement et frauduleusement conseillé à 484 clients d'acheter pour plus de 65 millions de dollars de titres du marché dispensé entre juin 2007 et décembre 2010, empochant au passage près de 6 millions en commissions. Les investisseurs ont perdu au moins 40 millions de dollars.

D'autres exemples pourraient être identifiés et notamment en France avec l'affaire des fonds Doubl'ô. Là aussi, dans le but de vendre leurs fonds à formule au plus grand nombre d'investisseurs, les Caisses d'épargne n'ont pas hésité à tronquer la réalité concernant les risques afférents à ces produits, en promettant, au minimum, le doublement de l'investissement de départ. Six ans plus tard, et dans le meilleur des

[1] J.-L. Estévez, « Caixanova coloco preferentes a analfabetos pese a su complejidad », *El Pais*, 7 juin 2012.
[2] S. Morel, « Des petits porteurs espagnols veulent la tête des banquiers », *Le Monde*, 14 juin 2012.
[3] M. Zuckoff, Ponzi's Scheme. The True Story of a Financial Legend, Random House, 2005.
[4] M. Temman, « Kazutsugi Nami, un Madoff au pays des futons », *Libération*, 7 février 2009.
[5] F. Desjardins, « L'affaire Norbourg en onze questions », *Le Devoir*, 8 mars 2011.

cas, les épargnants n'ont récupéré que leur mise, généralement réduite du montant des droits d'entrée et des frais de gestion[1].

Encore en août 2013, l'ex-courtier français chez Goldman Sacks, Fabrice Tourre, a été reconnu coupable de fraude financière par la justice américaine, et condamné à payer une amende de 825 000 dollars, assortie d'une interdiction d'exercer des fonctions liées aux marchés pendant trois ans, pour avoir trompé des investisseurs en 2007 sur les risques qu'ils prenaient en achetant des obligations toxiques, les fameux crédits Abacus. Dans des messages à caractère privé, le Français a clairement avoué vendre des « monstruosités » à des investisseurs et contribuer à la « ruine de veuves et orphelins[2] ».

13. – Raisons de l'échec : les lacunes de la réglementation ? – La persistance de ces fraudes permet de se poser une question. La fraude financière n'est certes pas un fait nouveau ; elle n'a pas foncièrement évolué dans ses principes depuis Ponzi, et dans ses effets depuis Law. Pourtant, les États semblent toujours dans l'incapacité d'enrayer ce fléau.

Depuis longtemps, la France a fait le choix de confier la surveillance et la réglementation du secteur financier à des autorités administratives indépendantes, actuellement l'Autorité des marchés financiers (AMF). Pourtant, en dépit de la présence de cet acteur incontournable, le système financier continue de connaître des dérèglements et des dysfonctionnements au cours de ces dernières années, de sorte que l'on ne peut manquer d'y voir un indice de la présence de certaines lacunes dans le système français de sanction.

La question est d'autant plus importante qu'il ne faut pas mésestimer l'impact qu'exerce le système de sanction en matière de marchés financiers. Une mise en perspective économique, à travers l'intérêt du marché, permet de se rendre compte de la nécessité d'un dispositif efficace de sanctions.

---

[1] AMF, Commission des sanctions, déc., 19 avr. 2012 : *RD bancaire et fin*, mai 2012 comm. 105, note S. Torck ; décision confirmée par CE, 28 mars 2014, n° 360344, *Doubl'ô* : *Juris-Data* n° 2014-005887 ; *RD bancaire et fin.*, mai 2014, n° 3, obs. M. Storck.

[2] Pierre-Yves Dugua, « Farbice Tourre jugé coupable de fraude à Wall Street », *Le Figaro*, 2 août 2013 ; « Fabrice Tourre, le « Goldman boy », renonce à faire appel de sa condamnation », *La Presse*, 27 mai 2014

§2 – NÉCESSITÉ DE LA SANCTION : CONSIDÉRATIONS DE MARCHÉ

14. – Un système efficace de sanction, à même de prévenir les exemples de fraudes jusqu'alors exposés à travers l'histoire ou l'actualité plus récente, est susceptible d'interagir sur le marché à deux niveaux. En premier lieu, la sanction participe de l'efficacité des marchés financiers (**A**). En second lieu, elle permet de maintenir, dans l'esprit des investisseurs, un certain niveau de confiance (**B**).

A – L'efficacité du marché par le dispositif de sanction

15. – Notion d'efficacité : premières vues – Généralement, l'on considère qu'un marché est efficace lorsqu'il offre des coûts réduits à ses participants et une juste valorisation des titres qui s'y négocient. Or l'exactitude des prix est fonction de la qualité de l'information et de sa divulgation à l'ensemble des participants, sur un pied d'égalité. Une telle exigence requiert du marché qu'il soit intègre. Or l'intégrité est pleinement atteinte lorsque le marché est lui-même doté d'un système adapté de sanctions.
De surcroît, un marché pourra être considéré comme efficace dès lors que tous ses participants y trouvent ce qu'ils sont venus y chercher, soit, pour les sociétés émettrices, une source de financement, et pour les investisseurs, un placement rentable. Dans cette ordre d'idée, l'on peut citer les travaux de M. Arsouze, lequel a dressé une liste de caractères, par ordre d'importance, que devrait revêtir un marché afin d'attirer les investisseurs : « *la liquidité, la qualité de la recherche (analyse financière), l'étendue ou la profondeur de la base d'investisseurs à laquelle il permet d'accéder, le coût de revient des négociations et du règlement-livraison et l'environnement réglementaire*[1] ». Là encore, un système de sanctions adapté est un rouage essentiel pour le marché.

16. – Notion d'efficacité : recours à l'analyse économique du droit – L'analyse économique du droit permet d'appréhender au mieux ce qui détermine l'efficacité d'un marché financier et dans quelle mesure la sanction y participe. Cette matière, qui « *cherche à remonter à la raison d'être des institutions juridiques*[2] » utilise des concepts économiques afin de comprendre les règles de droit. L'analyse économique du droit

[1] Ch. Arsouze, Procédures boursières. Sanctions et contentieux des sanctions, Joly éditions, 2008, p. 21.
[2] E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, Dalloz et éditions Thémis, 2e éd., 2008, p. 6.

s'est d'abord développée aux États-Unis à partir des années 1950[1] et n'a finalement trouvé un écho en France qu'à partir du début des années 1990, de sorte que le droit nord-américain y est bien davantage sensibilisé que les juristes français. Cette école utilise l'expression d'« efficience » du marché, cette notion étant définie comme « *la capacité du marché financier de diriger les capitaux vers les entreprises qui ont les meilleurs projets d'investissement en premier aux conditions les plus avantageuses* »[2]. De manière plus générale en économie, l'efficience correspond à l'utilisation de ressources d'une façon qui permet de maximiser les résultats recherchés[3]. Dans le domaine financier, un marché sera considéré comme efficient lorsqu'il permettra aux investisseurs de fournir leurs capitaux à faible coût, maximisant ainsi leur rendement, et aux entreprises qui recherchent du financement, de l'obtenir à moindre coût, réduisant ainsi le coût du capital et stimulant les investissements[4]. En d'autres termes, un marché efficient est un marché attractif tant pour les sociétés émettrices que pour les investisseurs.

17. – L'information au centre de l'efficacité – Au vu de ce qui précède, l'efficience de marché dépend principalement de deux facteurs : la faiblesse des coûts de transactions et la justesse de la valorisation des titres négociés sur le marché. Ce qui revient à dire, ainsi que l'ont formulé MM. MacKaay et Rousseau, que le marché doit être efficient d'un point de vue opérationnel et informationnel[5]. En d'autres termes, si l'efficience opérationnelle renvoie aux coûts de la conformité à la réglementation, l'efficience informationnelle renvoie, quant à elle, à la capacité du marché à proposer une valorisation la plus exacte possible des valeurs mobilières qui y sont négociées. L'efficience informationnelle correspond à la « *capacité du marché d'intégrer l'information pertinente relative aux entreprises dans le prix des titres* »[6]. Partant de la notion d'efficience informationnelle, Gene Fama a d'ailleurs développé une hypothèse d'efficience des marchés (« *Efficient Capital Market Hypothesis* ») en dégageant trois niveau d'efficience : forte, semi-forte ou faible, lesquels dépendent

[1] Sur l'histoire du développement du mouvement aux États-Unis voir E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.*, p. 7-17.
[2] *Ibid.*, p. 551
[3] G. North, « Efficiency, Fairness & Irrationality : Incompatible or Complementary ? », Banking & Finance Law Review, févr. 2009, 24 B.F.L.R. 311 : « Within the economic sphere, efficiency generally refers to the use of allocated resources or inputs in a way that maximizes the specified or desired outcome ».
[4] E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.*, n° 1990, p. 551
[5] *Ibid.*, n° 1990, p. 551
[6] *Ibid.* n° 1990, p. 551.

du niveau d'information révélé au marché et utilisé pour définir les prix[1]. Un niveau d'efficience forte ne peut être atteint que si toute l'information est révélée et utilisée pour déterminer le prix : information historique, publique, mais également confidentielle[2]. En revanche, la divulgation des seules informations historiques ne permet qu'un niveau d'efficience faible, car elles n'ont pas incidence sur le prix d'un titre, l'information portant sur le passé. Enfin, l'efficience sera considérée comme semi-forte ou intermédiaire lorsque l'information délivrée est contemporaine et de nature à influencer le prix, à la hausse ou à la baisse. Elle aura un effet immédiat si elle est pertinente pour l'évaluation de la valeur du titre, c'est-à-dire si elle porte sur le risque ou le rendement[3]. C'est généralement ce niveau d'efficience que les marchés s'efforcent d'atteindre, car il est impossible d'avoir une prise sur l'ensemble de l'information confidentielle.

Il résulte des développements qui précèdent qu'un marché efficace est un marché où les émetteurs peuvent se procurer une source de financement et les investisseurs obtenir un investissement rentable. À travers l'analyse économique du droit, l'on comprend que cet objectif ne peut être atteint que par la qualité de l'information et de sa diffusion sur le marché, car de cette information dépendra la juste valorisation des titres, de laquelle dépend, *in fine*, le coût du capital. Pour ce faire, il est impératif que tous les participants aient un accès égal à l'information, ce qui suppose que le marché soit intègre.

18. – L'équité du marché, comme moyen de l'information – Dès lors, pour qu'un marché financier soit efficient, il faudra qu'il soit équitable, au sens que donnent les nord-Américains au terme de « *market fairness*. » L'équité de marché correspond à une égalité d'accès à l'information pour tous les participants. En effet, pour que les participants aient le sentiment de négocier les titres à leur juste prix, il est nécessaire que chacun sache qu'il a accès à la même information que les autres. Par exemple, l'équité de marché réclame que les actionnaires minoritaires aient accès à toute l'information disponible sur la valeur de la société émettrice, notamment à celle des

[1] E. Fama a présenté sa théorie pour la première fois dans un article paru en mai 1970 dans le *Journal of Finance*, intitulé « Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work ».

[2] G. North, « Efficiency, Fairness & Irrationality : Incompatible or Complementary ? », Banking & Finance Law Review, févr. 2009, 24 B.F.L.R. 311 : « In a strong form or perfectly efficient market, security prices fully reflect all currently known information, including public and private information ».

[3] E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.,* n° 1999-2001, p. 553-554

initiés de cette société afin qu'ils ne les trompent pas sur le prix[1]. Si un marché contient de fortes dissymétries d'information, les investisseurs, qui sont généralement susceptibles d'être les personnes ayant le moins de renseignements sur les sociétés émettrices, pourront perdre leur confiance dans le marché ce qui pourra susciter un retrait de leur investissement. Or si des retraits d'investissement se produisent en trop grand nombre, la liquidité du marché sera réduite, ce qui pourra avoir des conséquences négatives sur l'exactitude des prix, leur volatilité et les coûts du capital[2]. Ainsi l'équité de marché, parce qu'elle contribue à maintenir la confiance des investisseurs, participe *in fine*, au maintien de l'efficience du marché.
Une série d'études empiriques ont d'ailleurs démontré que les pays offrant un haut degré de protection de leurs investisseurs – mesuré par la nature des lois et la qualité de leur mise en œuvre – ont des marchés de plus grande valeur, avec un plus grand nombre de titres cotés par habitant, et un taux plus élevé d'offres au public initiales, que les pays qui ne disposent pas d'une protection efficace de leurs investisseurs[3].

19. – L'information sur les marchés : les obligations légales – On l'aura compris, l'un des éléments fondamentaux de l'efficience d'un marché financier repose sur l'information et la possibilité pour tous d'y avoir accès de manière équitable. C'est d'ailleurs, pour Mme Méadel, l'une des composantes de l'ordre public financier[4]. Et c'est notamment sur la transparence et la divulgation d'information à tous que la plupart des réglementations des marchés financiers sont fondées. C'est le cas de la France comme du Canada, qui connaissent chacun de nombreuses obligations d'information et de divulgation afin que l'ensemble des participants au marché puisse agir sur un pied d'égalité. L'idée sous-jacente, qui est apparue pour la première fois dans le *Securities Act* et le *Securities and Exchange Act* de 1934 américains, est que tant que l'investisseur reçoit une information correcte et

[1] G. North, art. préc. : « Strong securities markets therefore require laws and related institutions which minority shareholders good information about the value of a company's business and confidence that the company's insiders won't cheat investors out of most or all of the value of their investment ».
[2] *Ibid.* : « If uninformed investors withdraw from the market, this is likely to result in larger spreads and reduced liquidity, with further possible consequential negative affects on share price accuracy, proce volatility and capital costs ».
[3] *Ibid.* : « they found evidence suggesting that countries with better investor protection, measured by both character of legal rules and the quality of law enforcement, have more valuable markets, larger numbers of listed securities per capita, and a higher rate of initial public offering activity than do countries with worse investor protection ».
[4] J. Méadel, op. cit., p. 30 et s. ; v. égal., p. 27, considérant que « l'ordre public financier de direction est ainsi structuré autour de deux principes fondamentaux qui reposent les fondements économiques étudiés précédemment : l'obligation d'information du marché et la protection du libre établissement des cours ».

complète, les pouvoirs publics n'ont pas à juger de l'opportunité d'un investissement [1]. L'efficacité de telles obligations supposent qu'elles soient correctement sanctionnées afin qu'elles ne soient pas éludées.

20. – La sanction, condition de l'efficacité des marchés financiers – La sanction peut être définie comme « *tout moyen destiné à assurer le respect et l'exécution effective d'un droit ou d'une obligation* » [2]. Elle est d'une importance capitale, car « *la loi tire sa force obligatoire de la sanction prévue en cas de violation de ses prescriptions* » [3]. La sanction est l'élément qui permet de s'assurer que les sujets de droit respecteront la règle édictée, ici ayant trait à l'information obligatoire. Elle est une condition inhérente à son respect. Pour reprendre les termes du professeur Mascala, la sanction « *accompagne la règle de droit, elle est la gardienne de son efficacité et de son effectivité, elle condamne et répare la défaillance à l'égard de la règle juridique*[4]. » Et le professeur Malaurie d'ajouter que la sanction est indissociable de la règle qu'elle protège : « *la sanction, c'est l'intelligence de la règle ; ce n'est que par sa sanction qu'une règle peut être au service d'une valeur ou d'une politique juridique, sociale, économique (…)* »[5]**.**

Par analogie, l'on devrait pouvoir affirmer que la sanction est une condition inhérente au respect de la législation financière et partant, de l'intégrité et du bon fonctionnement des marchés financiers. Cette affirmation ne va cependant pas de soi dans le domaine des activités économiques et financières. En effet, il n'est pas rare d'entendre que le droit et la sanction juridique sont des freins au développement économique. L'on oppose la répression juridique à la loi du marché qui devrait être la « *sanction naturelle en économie dite de marché* » [6]. En matière économique, selon cette position, la seule loi qui devrait s'appliquer serait alors la loi du marché, celui-ci ayant vocation à se réguler par lui-même[7]. Certains considèrent même qu'une présence trop importante du droit dans les affaires est contre-productive et constitue

[1] Contrairement à la législation des *Blue Sky Laws* mises en place avant par lesquelles l'autorité gouvernementale pouvait décider d'interdire l'émission de titres financiers si elle estimait que l'émetteur « n'entendait pas faire affaires de manière équitable et honnête » ou « ne promettait pas un rendement équitable sur les actions, les obligations ou les autres titres offerts. » Ces lois ont été adoptées à la suite d'une fraude commise par des promoteurs de Mid-West américain contre des fermiers de la région auxquels ils sont allés jusqu'à vendre des portions de ciel bleu, v. P.-H. Conac, *op. cit.*, nº 11, p. 12.

[2] G. Cornu, Association Henri Capitant, *op. cit*. v° « Sanction », p. 943

[3] L. Bach, *Lois et décrets*, Répertoire de droit civil, Dalloz, 2004, n° 274

[4] C. Mascala, « Préface, Variations sur la sanction », in *À propos de la sanction*, LGDJ, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, n° 6, 2007, p. 9-10

[5] Ph. Malaurie, « Les sanctions en droit privé », *Defrénois*, 28 févr. 2006, n° 4, p. 316

[6] Y. Chaput dir., La sanction : la lecture des économistes et des juristes, Bruylant, 2011, p. 9-10.

[7] H. de Vauplane, Marchés financiers : régulation, réglementation et autoréglementation ?, Le Code de commerce 1807-2007, coll. Livre du bicentenaire, Paris, Dalloz, 2007, p. 373.

un frein au développement économique. Les bourses et le domaine financier ayant longtemps été autorégulés, cela a laissé perdurer cette idée que le marché serait capable de s'autoréguler, que la « *finance trouverait sa loi en elle-même* »[1], notamment en raison de la très grande technicité de la matière. Il demeure que, pour d'autres, cette loi du marché n'est pas ou plus suffisante[2]. Les marchés financiers ont subi divers changements : la fin du monopole des places boursières et leur fragmentation, l'augmentation du volumes des transactions, la diversification des produits proposés, ou encore les innovations technologiques qui permettent désormais aux opérateurs de marché d'être en mesure d'intervenir sur n'importe quel marché dans le monde, ont contribué à l'intervention croissante de l'État.

Plus généralement, la sanction est nécessaire pour garantir l'intégrité, et partant l'efficacité des marchés financiers. Ce d'autant qu'il faut garder à l'esprit que les acteurs des marchés recherchent avant tout leur intérêt personnel et surtout un rendement maximisé. Ainsi qu'un auteur a pu l'expliquer, les acteurs opèrent sur les marchés selon le postulat de la rationalité économique et recherchent à satisfaire leurs intérêts. Dès lors, si le fait de violer une règle de droit correspond à la maximisation de leurs intérêts, ils deviennent des « *délinquants nés* »[3]. Il s'agit d'un secteur très sensible aux comportements abusifs et frauduleux. Seule une sanction adaptée et efficace permettra de lutter utilement contre ce type de comportements.

Il est vrai que la délinquance financière peut apparaître comme une goutte d'eau au regard du nombre de procédures traitées par la Justice française[4], et particulièrement lorsque l'on évoque les délits boursiers. Pourtant, cette délinquance ne doit en aucun cas être négligée ; c'est précisément celle qui coûte le plus cher à la collectivité[5]. Et ainsi que le rappelle le professeur Jeandidier que « *celui qui commet une infraction dans le domaine des affaires est un délinquant à part entière. Abstraitement il s'est dressé contre le corps social. Concrètement ses agissements peuvent même être autrement préjudiciables que*

---

[1] A. Couret, H. Le Nabasque, et autres, *Droit financier*, Dalloz, Précis, 2e éd., 2012, n° 5, p. 5.

[2] R. La Porta, F. Lopez de Silanes et A. Schleifer, « What works in securities law ? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, n° 1, fevr. 2006, p. 27.

[3] M.-A. Frison-Roche, « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 22

[4] En 2013, sur 26 772 personnes mises en examen, seules 758 l'ont été pour des infractions économiques et financières, soit 2,8 %. La même année 14 559 condamnations pénales ont été prononcées en matière économique et financière (dont 2 551 pour chèques et 3 840 pour travail illégal) sur un total de 610 005 condamnations. Voir *Les Chiffres clés de la justice 2014,* publiés par le ministère de la Justice : http://www.justice.gouv.fr/art_pix/1_stat_livret_final_HD.pdf.

[5] J.-Cl Marin, « Méthodologie de l'approche et du traitement de la délinquance économique et financière, Politique pénale et délinquance économique et financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 46

ceux d'un voyou ou d'un gangster »[1]. En quelque sorte, la sanction revêt indéniablement une fonction de moralisation des marchés financiers[2].

21. – Une sanction équilibrée – Pour autant, il est clair que l'efficacité de marché ne saurait se passer de toutes ces innovations. Dès lors, il est impératif de trouver le juste équilibre afin que la sanction juridique ne soit pas un frein au développement et à l'efficacité des marchés financiers afin qu'ils puissent conserver leur rôle de moteur de l'économie. Ainsi, l'environnement règlementaire doit être « *efficace, c'est-à-dire ni trop strict à peine de faire fuir les émetteurs, ni trop laxiste à peine d'en écarter d'autres. Par ailleurs, l'efficacité guide les modes de sanction* »[3].

22. – Le trading à haute fréquence : une impossible équation *?* – De ce point de vue, l'exemple du *trading* algorithmique à haute fréquence[4] constitue une innovation technique idoine pour comprendre l'équation à laquelle est confronté le droit des marchés financiers en termes de sanction. Cette technique nouvelle, qui défraie la chronique depuis quelques années[5] peut être définie comme « *l'ensemble des mécanismes électroniques mettant en œuvre des automates algorithmiques de négociation, capables de détecter les écarts de cours entre différentes plates-formes de négociation et d'envoyer et d'annuler de grandes quantités d'ordres dans un laps de temps parfois inférieur à la seconde*[6]. » Plus simplement, cet outil consiste dans « *la programmation d'ordinateurs de trading qui sont capables de détecter des anomalies de marché et de lancer des millions d'ordres dans des délais de quelques secondes* »[7]. En somme, il s'agit, pour des donneurs d'ordres, d'« *exploiter, sur des volumes très élevés et en un temps infime, des écarts de cours très réduits entre les différents opérateurs. […] Le négoce à haute fréquence a pour*

---

[1] W. Jeandidier, Droit pénal des affaires, Dalloz, 5e éd., 2003, n° 45.
[2] P.-H. Conac, La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse et la Securities and Exchange Commission, LGDJ, 2002, n° 65, p. 82
[3] A. Couret, H. Le Nabasque, et autres, *op. cit.* , n° 5, p. 5-6
[4] Sur la notion v. D. Martin, E. Dezeuze et F. Bouaziz, « Manipulation de cours : la preuve à l'épreuve du trading haute fréquence », in *Les abus de marché – manquements administratifs et infractions pénales*, Litec 2013
[5] Voir par ex. : Conférence générale annuelle de l'ICMA, discours de J.-P. Jouyet, Paris, 27 mai 2011 ; Rapp. AN n° 3034, 14 déc. 2010, spéc. p. 50 et 106 et s. ; 11e Journée des RCCI et RCSI, « Le trading haute fréquence vu de l'AMF » par M. A. Oseredszuck, 15 mars 2011 ; « Cartographie 2011 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne : Risques et tendances » : Rev. AMF n° 10, mai 2011, p. 6 ; S. Desplat et B. Gizard, « Le trading à haute fréquence et l'intégrité du marché » : RD bancaire et fin. 2013, dossier n° 20 ; M. Storck, « L'encadrement du négoce à haute fréquence », LPA 27 sept. 2013, p. 29 ; M. Galland, « La régulation du trading à haute fréquence », Bull. Joly Bourse 2012, n° 3 p. 129, n° 50.
[6] M. Galland, « La régulation du *trading* à haute fréquence », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 3, p. 129
[7] O. Dufour, « Rapport annuel de l'AMF – Le pouvoir de sanction de l'AMF de nouveau en question », *LPA* 2014, n° 119, p. 4

caractéristique essentielle la rapidité de transmission des ordres (la durée de vie d'un ordre, annulé avant exécution peut être inférieure à 25 micro secondes) ; le volume d'ordres est massif (plusieurs centaines de milliers d'ordres par jour) ; le taux d'annulation de ces ordres est très élevé (de l'ordre de 95 %), seuls les ordres profitables sont exécutés ; la stratégie d'investissement automatisée relève du court terme visant à obtenir des positions nettes proches de zéro à la clôture du marché »[1]. Il est principalement utilisé dans le cadre de stratégies de gestion alternative à très court terme, pour lesquelles la vitesse d'exécution des ordres est primordiale lorsqu'il s'agit de bénéficier du plus petit écart de cotation constaté à un instant donné. Le *trading* algorithmique n'est ainsi pas en lui-même une stratégie de négociation[2]. C'est un moyen porteur d'une stratégie. Il s'agit d'abord de la traduction d'une évolution technologique qui s'est développée sous l'impulsion de la concurrence, de l'innovation technologique et de la fragmentation des lieux de négociation et d'exécution des ordres. La technique n'est pas sans avantage et l'on peut même affirmer qu'elle concourt à améliorer l'efficience de marché. En augmentant drastiquement le volume des transactions, la liquidité des marchés s'en trouve elle aussi augmentée[3]. Mais elle permet également à ses utilisateurs de faire varier artificiellement les cours de bourse à la hausse ou à la baisse selon leurs désirs, ou ceux de leurs clients. Des ordres sont donnés, puis la grande majorité est annulée, ce qui crée une liquidité artificielle. Plus précisément, le *trading* haute fréquence peut causer des « *flash crash* » boursiers et permettre la commission de manipulations de cours.

On comprend toute la difficulté que peuvent éprouver les régulateurs à régir une telle situation. Une sanction trop sévère, face à une pratique assurément délicate et contestable, mais néanmoins utilisée par de nombreuses places financières, pourrait contribuer à rendre la place financière nettement moins attractive. Si la place de Paris sanctionne sévèrement cette pratique, d'autres ne manqueront pas de s'engouffrer dans la brèche laissée vide. Et c'est précisément à cette question difficile qu'a récemment dû répondre la Commission des sanctions, infligeant une amende d'un montant important à la société Euronext, opérateur de marché, ainsi qu'à une société spécialisée dans le *trading* à haute fréquence[4].

---

[1] M. Storck, « L'encadrement du négoce à haute fréquence », *LPA* 27 sept. 2013, p. 29

[2] M. Galland, « Marchés financiers (Fonctionnement) », *Rép. Dalloz Droit des sociétés*, janv. 2015, n° 133

[3] J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *Ottawa Law Review* (46 Ottawa L. Rev. 25), 2014-2015, p. 45

[4] AMF, Sanct., 8 déc. 2015, *Euronext et Virtu Finance*, *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 4, p. 143 note F. Barrière ;

L'efficacité des marchés n'est pas le seul critère justifiant de la nécessité d'une sanction. La confiance dont les investisseurs ont besoin est également l'un des motifs justifiant la nécessité d'une sanction en droit des marchés financiers.

B – La confiance dans le marché par le dispositif de sanction

23. – La confiance des investisseurs : élément indispensable au marché – Pour que les marchés financiers puissent fonctionner efficacement, ils ont besoin d'investisseurs. Et pour attirer ces investisseurs vers les marchés et les décider à confier leur argent aux marchés, il est impératif et indispensable qu'ils aient confiance dans ces marchés. L'activité de bourse est déjà une activité risquée par nature. Ceux qui décident d'y investir savent qu'il existe un fort risque de pertes. Afin d'être incités à investir, ils doivent donc être assurés de l'intégrité du marché sur lequel ils placent leur argent. Le risque de pertes étant déjà par essence important, ils doivent pouvoir investir en sachant que le risque de bourse est le seul qu'ils prennent. Ils ne doivent pas craindre que les opérateurs de marchés, émetteurs ou prestataires de services d'investissement, ne leur fassent perdre leur mise ou même davantage en raison de leurs manœuvres frauduleuses.

24. – Notion de confiance – Suivant l'approche de l'analyse économique du droit, la confiance est pertinente tant pour les investisseurs que les émetteurs. Elle renvoie à nouveau à la justesse des prix des valeurs qui y sont négociés : « *Les investisseurs ont confiance dans le marché lorsqu'ils peuvent se fier aux prix des titres, c'est-à-dire lorsque ces derniers représentent la meilleure estimation de leur valeur actualisée nette compte tenu de l'information disponible. Pour leur part, les émetteurs font confiance au marché lorsqu'ils estiment que leurs titres sont correctement évalués*[1] ». De ce point de vue, la confiance rejoint l'information.

Mais pour les investisseurs, la confiance revêt également une dimension plus psychologique. De manière générale, la confiance correspond à « *la croyance en la bonne foi, loyauté, sincérité et fidélité d'autrui (tiers, contractant) ou en ses capacités, compétence et qualification professionnelles* » ou encore à l' « *action de se fier à autrui, ou plus précisément de lui confier une mission*[2]. » Il s'agira pour l'investisseur, petit épargnant ou institutionnel, de savoir qu'il peut avoir confiance dans les autres participants du marché, notamment les intermédiaires financiers, traders ou

[1] E. Mackaay et S. Rousseau, *op. cit.*, n° 2075, p. 576
[2] G. Cornu, *op. cit.*, v° « Confiance », p. 231.

analystes qui détiennent toutes les compétences techniques nécessaires à une bonne compréhension des marchés, et dont ils ne peuvent généralement pas se passer.
Partant, la confiance des investisseurs, institutionnels ou petits porteurs, est la condition *sine qua non*, du déclenchement de leur investissement. Or, ainsi que l'a fort justement fait remarqué Jean-Pierre Jouyet, l'ancien président de l'AMF, « *sans confiance, pas de marché* »[1].

25. – La sanction, gage de la confiance des investisseurs – Savoir qu'il existe un système de sanction efficace exercera un impact psychologique important sur les investisseurs et sera assurément un gage fort de confiance dans les marchés pour eux. *In fine*, cela aura pour effet de les rassurer et ils se dirigeront plus facilement vers les marchés. La sanction est un moyen efficace pour instaurer et maintenir la confiance des investisseurs dans le fait que le risque d'être les victimes des agissements frauduleux des spécialistes est efficacement prévu[2]. Ainsi que le professeur France Drummond l'a exposé : « *La sanction est l'instrument privilégié de la régulation, régulation qui, en matière financière, se voit assigner une fonction originale, celle de faire naître et d'entretenir la confiance aux fins d'attirer les investisseurs vers des marchés qui ne sauraient fonctionner sans participants*[3]. » La sanction aura ainsi des vertus incitatives. Dans le même ordre d'idées, pour reprendre à nouveau la formule de Jean-Pierre Jouyet : « *Sans sanction, il n'y a pas de régulation crédible, sans régulation crédible, pas de confiance, sans confiance, pas de marché*[4]. » Par ce syllogisme, l'on saisit à quel point la sanction est vue comme l'élément indispensable à la confiance, elle-même fondamentale au bon fonctionnement des marchés, voire même de leur survie. Par exemple, l'on a vu combien il est impératif de protéger tous les agents économiques contre les asymétries d'information[5]. Comme le remarque le professeur Méadel, « *en droit des marchés financiers, les acteurs sont très inégaux face à l'information* »[6]. À cet égard, les qualifications pénales qui sont conférées à de tels

[1] J.-P. Jouyet, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, suppl. oct. 2009.
[2] F. Drummond, « Les sanctions en droit des marchés financiers – La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, sous la dir. Cécile Chainais, Dominique Fenouillet, vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012, n° 21, p. 461.
[3] F. Drummond, art préc.
[4] J.-P. Jouyet, *op. cit*.
[5] Y. Chaput, La sanction : la lecture des économistes et des juristes, dir. Y. Chaput, Bruylant, 2011, p. 10.
[6] J. Méadel, op. cit., p. 155, rappelant que « le fonctionnement équitable des marchés financiers implique donc que soit pris en considération la situation spécifique du partenaire faible qui n'a pas

agissements démontrent bien l'importance du symbole envoyé aux investisseurs. La répression pénale vise à donner le sentiment aux investisseurs que ceux qui transgresseront la loi seront sévèrement punis, ce qui a pour objectif de les rassurer et de maintenir leur niveau de confiance.

26. – On comprend que la question de la confiance revêt actuellement une importance capitale en raison de l'augmentation croissante de fraudes financières ces quinze dernières années, à travers le monde. Ce phénomène a très fortement ébranlé la confiance du public dans les marchés financiers. De ce point de vue, la sanction apparaît comme un élément fondamental afin de créer et surtout de maintenir la confiance des investisseurs, dont le profil s'est fortement diversifié, dans les marchés financiers. En effet, l'existence d'un système de sanction efficace permet aux investisseurs de réduire leur crainte d'être les victimes des fraudes de professionnels plus avertis et peu scrupuleux. Ainsi, il convient de protéger l'ensemble des participants aux marchés et pas uniquement les marchés eux-mêmes, comme avait pu s'y livrer *« la police de la bourse »* en son temps. Or, l'on reste parfois avec l'impression que le droit boursier, surtout en France, a d'abord pour objectif de « *protéger l'activité et non les acteurs, l'investissement et non les investisseurs, l'épargne et non les épargnants*[1] ». Accentuer la sanction permettrait sans doute de lutter contre ce sentiment.

27. – En droit des marchés financiers, la sanction se révèle primordiale. Sa nécessité s'impose sans conteste. L'histoire démontre son importance, tout comme les considérations relatives au marché. La sanction est la condition de l'efficacité des marchés, tout comme un déterminant important pour maintenir un niveau de confiance acceptable pour les investisseurs. Pour autant, la récurrence contemporaine des fraudes boursières, à petite ou grande échelle, démontre que celle-ci n'est pas encore totalement efficace et qu'une réflexion peut sans doute être engagée à ce sujet. Il s'agit à présent de s'interroger sur les perspectives d'évolution dans ce domaine.

---

accès à l'information dans les mêmes conditions que le professionnel et que soit renforcé le contenu de l'obligation d'information des émetteurs lorsque les épargnants ne sont pas des professionnels ».

[1] B. Deffains et F. Stasiak, « Les préjudices résultant des infractions boursières : approches juridique et économique, in *Le Droit au défi de l'économie*, sous la direction d'Yves Chaput, P. U. P. S., 2002, p. 177

§3 – PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION

28. – L'actuel système de sanction : l'AMF – En l'état actuel du droit positif, notre système de sanction repose pour l'essentiel sur l'Autorité des marchés financiers. La loi de sécurité financière du 1er aout 2003 a créé cette Autorité, véritable gendarme boursier, aux pouvoirs extrêmement étendus. L'AMF est née de la fusion des trois anciennes autorités, la COB, le CMF et le Conseil de discipline de la gestion financière, organe spécialisé en matière de gestion de portefeuille pour compte de tiers. L'objectif était de simplifier le paysage institutionnel en offrant aux investisseurs et aux opérateurs des marchés un interlocuteur unique tout en mettant un terme à la duplication des textes[1]. De plus, une autorité de régulation unique devait donner plus de poids à la France au sein des instances européennes[2], qui semblait de toute façon requise par la directive Abus de marché, laquelle imposait aux États membres la création d'une « *autorité administrative unique* »[3]. L'AMF a pour mission de veiller « *à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public* » et « *à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers* ». De plus, « *Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et international* » (art. L.621-1 CMF).

Mais la réforme visait également à restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers ébranlée à la suite des scandales survenus au début des années 2000[4], tels que les affaires Enron et Vivendi. À cette fin, la loi a complètement revu la procédure de sanction et créé au sein de l'AMF une Commission des sanctions distincte du Collège dont l'unique fonction est de statuer sur les manquements à la réglementation boursière.

Dans ce domaine, ses pouvoirs n'ont cessé de s'accroître depuis sa création. Elle détient désormais un pouvoir général de sanction des violations de la législation financière qui n'est plus cantonné à ses propres règlements, ni même aux seuls professionnels inscrits auprès d'elle. De plus, on constate une augmentation

---

[1] *Dic. Joly Bourse*, vo « AMF structure institutionnelle », juin 2010, §70.

[2] J.-J. Daigre, « Le projet de loi sur la sécurité financière » : *JCP éd. E*, 2003, n° 174.

[3] M.-L. Coquelet, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », *Mélanges AEDBF IV*, Banque éditeur, 2004, n° 1.

[4] F. Peltier, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargnant dans la fusion COB-CMF », *RD bancaire et fin.*, mai-juin 2003, p. 184 ; M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », *LPA*, 14 nov. 2003, n° 228, p. 6.

phénoménale du plafond des sanctions pécuniaires à sa disposition, dont le paroxysme a été atteint avec la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 qui a relevé le plafond de 10 millions d'euros à pas moins de 100 millions d'euros.

À première vue, le droit français offre le visage d'une architecture moderne, savamment construite à partir des enseignements des crises récentes et articulée autour d'une autorité efficace, dont les pouvoirs ont été progressivement étendus et améliorés. Pourtant, l'actualité n'en finit pas de démontrer l'existence d'affaires et de fraudes sensibles affectant drastiquement la confiance des investisseurs dans le système.

29. – La ressource du droit comparé – C'est à travers une étude de droit comparé que nous avons choisi de mener notre réflexion relative à l'amélioration du système de sanction en droit des marchés financiers. Le droit comparé pourrait permettre de surmonter ce paradoxe. Il s'agit là d'une ressource utile et fructueuse pour plusieurs séries de raisons. Dans la perspective de proposer d'éventuelles améliorations afin de prévenir et de gérer plus efficacement le phénomène des fraudes financières, l'approche comparatiste s'impose d'elle-même, tant la régulation financière n'est plus une question uniquement nationale, mais éminemment internationale. Parce qu'à l'heure de la dématérialisation, les marchés financiers ne connaissent plus aucune frontière, le droit financier est tributaire de cette réalité. Un État ne peut réglementer la matière sur son territoire sans tenir compte du phénomène de globalisation qui « *recouvre à la fois une dimension quantitative (la croissance des marchés) et une dimension qualitative (l'internationalisation des transactions)* »[1].

De surcroît, ainsi qu'a pu l'écrire le professeur Markesinis, « *l'avantage le plus souvent cité du droit comparé est bien son aptitude supposée à mieux faire comprendre les forces et faiblesses de son propre système juridique* »[2]. Le recours au droit comparé sera particulièrement intéressant dans sa fonction épistémologique, mais finalement aussi analytique, en ce qu'il permettra une meilleure connaissance du système français ainsi qu'une approche critique de celui-ci.

Pour cela on pourra également avoir recours aux anciennes méthodes de droit comparé, fonctionnelles et factuelles. D'une part, selon la méthode fonctionnelle, l'approche est fondée sur un problème à résoudre, ici celui de la réponse à donner

[1] H. Gastinel et E. Bernard, Les marchés boursiers dans le monde. Situation et évolutions, Montchrestien, 1996, p. 22.

[2] B. Markesinis, « Unité ou divergence : à la recherche des ressemblances dans le droit européen contemporain » : *R.I.D.C*, 2001, vol. 53, p. 807.

aux fraudes financières. Selon l'auteur allemand Ernst Rabel qui a développé cette théorie, il s'agit de regarder quelle est la fonction occupée par telle norme juridique et son aptitude à remplir ce rôle. D'autre part, la méthode factuelle développée par le professeur Schlesinger, se propose de généraliser les éléments identiques déterminés à partir de situations juridiques concrètes. Il s'agit donc ici, par exemple, de partir de cas jurisprudentiels afin de dégager les différences de solutions et de raisonnements[1].

30. – Le Canada comme laboratoire de comparaison – Le choix de l'objet de la comparaison est assurément capital pour notre étude. Proche des États-Unis, dont le travail de comparaison a déjà été mené par le professeur Conac[2], le Canada offre un terrain de recherche unique pour la France. Contrairement au cas américain, il n'existe à l'heure actuelle, à notre connaissance, aucune étude comparative d'ampleur de la régulation financière française et canadienne. Les travaux comparant les droits français et québécois sont évidemment très nombreux, la réputation de la province francophone en tant que laboratoire de droit comparé n'étant plus à faire. En revanche, ils sont beaucoup plus rares en droit financier et le sont encore davantage lorsqu'il s'agit d'étudier non le seul Québec, mais le système canadien dans son ensemble. Pourtant ce mélange d'influences qui caractérise le Canada en fait un élément de comparaison très riche. Cela est tout particulièrement vrai pour le chercheur français, étant donné que l'une de ces influences, parmi d'autres, était la France.

Le choix du Canada peut encore s'expliquer au moins pour deux raisons. En premier lieu, avec le Québec, le système juridique canadien reste aujourd'hui partiellement inspiré par le système de droit civil français. Or, la comparaison impose de prendre en compte non seulement le droit lui-même, mais également la langue, l'organisation sociale, économique ou politique, l'histoire et les pensées philosophiques ancrées sur un territoire. De par son histoire, le Canada propose un système complexe, singulier, qui est le résultat de ce mélange d'inspiration civiliste et de *common law* qui a nécessairement des conséquences sur la façon dont la sanction des violations à la législation financière est appréhendée.

En second lieu, l'organisation décentralisée retenue par le Canada offre un élément de comparaison unique avec la situation de la régulation française intégrée à l'Union

---

[1] Sur ces deux méthodes, v. B. Jaluzot, « Méthodologie du droit comparé, Bilan et prospective », *R.I.D.C.*, janv. 2005, p. 39-42.

[2] Ph. Conac, op. cit., v. not. n° 1, p. 2. L'approche de cet auteur se rapproche, au premier abord, de la nôtre. Selon lui, « il est donc intéressant d'étudier la SEC, en la considérant d'ailleurs comme un exemple plutôt que comme un modèle, afin d'en tirer des enseignements utiles pour la COB ».

européenne, notamment concernant la manière dont les sanctions peuvent être appliquées dans un tel contexte.

31. – Système de sanction au Canada : bref aperçu – Dès la création de la Confédération canadienne par la signature de l'Acte d'Amérique du Nord britannique de 1867 par les quatre provinces fondatrices du Canada, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse, l'Ontario et le Québec, la réglementation en matière de valeurs mobilières s'est développée en s'inspirant des modèles britannique d'abord, puis américain. Les premières bourses canadiennes virent le jour au cours du XIXe siècle, en 1854 pour la Bourse de Toronto et 1872 pour celle de Montréal. Dès 1907, elles se classaient parmi les plus importantes bourses au niveau mondial[1].
À partir du début du XXe siècle, les provinces canadiennes, surtout anglophones, se sont davantage tournées vers le modèle américain des *Blue Sky Laws*, plus axées sur le contrôle strict des émissions de valeurs que sur l'information[2]. Le système mis en place, fonctionnant au niveau des états fédérés, imposait une obligation d'inscription pour les valeurs mobilières, les émetteurs et les placeurs. Au moment de la demande d'inscription la personne devait fournir un certain nombre d'informations sur la base desquelles l'autorité décidait ou non de délivrer un permis. Elle avait également le pouvoir de révoquer ce permis en cas de doute quant à l'intégrité des personnes inscrites, par exemple[3]. Ainsi, dès les premières *Blue Sky Laws* aux États-Unis, un dispositif rudimentaire de sanction par l'autorité réglementaire fut mis en place au Canada et aux États-Unis.

32. – Autorités de sanction au Canada – S'agissant, *stricto sensu*, des autorités de sanction, le système est complexe. Le Canada étant composé de treize entités régionales, donc chacune dispose de son régulateur boursier et de sa propre législation sur les valeurs mobilières. Pour la mettre en œuvre, les gouvernements provinciaux ont mis en place des autorités de régulation dès le début du XXe siècle. Il s'agit d'organismes d'encadrement autofinancés, mandataires du gouvernement, chargés de l'administration de la *Loi sur les valeurs mobilières* provinciale. Pour mener à bien leurs missions, les régulateurs cumulent tous les pouvoirs, les lois leur conférant des pouvoirs de nature réglementaire, administrative et quasi judiciaire[4].

[1] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, Édition Thémis, 2012, p. 15-16 p. 4.
[2] Lois adoptées d'abord au Texas en 1911 puis par les provinces de Manitoba (1912), Saskatchewan (1914), Alberta (1916) et Nouveau-Brunswick (1923).
[3] S. Rousseau, *op. cit.*, p. 10
[4] *Ibid*., p. 15-16.

Cette singularité implique en quelque sorte de réaliser une étude *« de droit comparé dans le droit comparé »*, ce qui se révèlera certainement très enrichissant.

33. – Le système de sanction est une donnée fondamentale du droit des marchés financiers. Sans nul doute en constitue-t-il l'un des marqueurs déterminants étant donné qu'il participe de l'efficacité du marché et permet de maintenir un niveau raisonnable de confiance des investisseurs. En dépit de ce paramètre fondamental, l'histoire, mais aussi l'actualité la plus contemporaine, n'ont pas manqué de démontrer dans quelle mesure le système français n'est pas encore pleinement efficace. Aussi faut-il réfléchir à son amélioration. S'il n'est évidemment pas question de croire qu'un système, mieux qu'un autre, peut permettre d'éviter tout comportement abusif ou frauduleux, la mise en perspective de notre droit est nécessaire pour tenter d'en accentuer la modernité et de réfléchir à l'idée d'une sanction mieux comprise et acceptée.

34. – Dans ce travail, l'approche comparatiste nous a guidés à travers l'exemple du Canada. Afin d'exposer les résultats de notre recherche, la démarche, comme toute recherche de droit comparé, sera essentiellement d'ordre chronologique. C'est en effet en effectuant la comparaison qu'il paraît possible dans un second temps d'en tirer les enseignements. Or il nous est apparu que l'étude comparée, menée de concert entre les systèmes canadien et français de sanction en droit des marchés financiers, est fructueuse. En offrant une mise en perspective de plusieurs modèles, tout en permettant d'analyser la pratique de chacun des deux pays, il s'est avéré que les améliorations proposées pour le système français peuvent se nourrir de l'exemple étranger, le droit comparé remplissant alors pleinement son office.
Assurément, le droit des marchés financiers fournit l'occasion de se convaincre de cette équation fructueuse : la comparaison, lorsqu'elle est raisonnée (**Partie** 1), est source d'améliorations significatives (**Partie** 2). C'est du dialogue des systèmes que naît la proposition d'un modèle.

PARTIE 1

LE DIALOGUE DES SYSTÈMES

35. – Sanction et régulation financière – L'évolution de l'encadrement des marchés financiers a, de manière générale, laissé une place croissante à la sanction des violations de la législation financière. Face à l'augmentation massive des fraudes commises en lien avec les activités de marché, la sanction est devenue un aspect fondamental de la régulation financière et son rôle n'a cessé de s'accroître. À tel point que le ce constat suivant a pu être formulé par Jean-Pierre Jouyet en 2009 : « *Quelle est la place de la sanction dans la régulation des marchés financiers ? Elle est à mes yeux si étroitement liée, aujourd'hui, à la régulation que sans sanction, il n'y a pas de régulation crédible, sans régulation crédible, pas de confiance, sans confiance, pas de marché. Si vous me permettez ce raccourci en forme de syllogisme, il ne peut donc y avoir de marché sans sanction*[1]. » Les marchés financiers ne peuvent exister sans sanction. Il est cependant nécessaire de parvenir à un équilibre entre la nécessité d'une répression suffisamment dissuasive et punitive, laquelle ne doit pas pour autant constituer un frein aux activités de marché et à l'innovation financière.

36. – France – Canada : entre pluralisme et monisme – L'encadrement des marchés financiers a connu des évolutions notables au cours du XX^{e} siècle, particulièrement au sortir de la Seconde Guerre mondiale en France. C'est à partir de cette période, et surtout dans les années 1970-1980, que l'on voit apparaître la dérégulation de certains secteurs dont l'encadrement est désormais confié par les pouvoirs publics à des autorités administratives spécialisées. Ces autorités se sont d'abord vu confier une mission essentiellement réglementaire. Puis leurs pouvoirs n'ont eu de cesse d'augmenter, jusqu'à les intéresser à un domaine jusqu'alors exclusivement réservé au juge : la sanction des violations à la législation relative au domaine dans lequel elles interviennent.
Sur cette question, la comparaison de l'évolution connue par la France et le Canada est particulièrement enrichissante tant par les différences structurelles de ces deux pays que par le rôle assigné à l'autorité de régulation en matière de sanction. En effet, là où le Canada, état fédéral, est marqué par le pluralisme d'institutions, la France a évolué depuis la création de la Commission des Opérations de Bourse en 1967 vers une sorte de monisme administratif.

37. – Plan – Partant du constat que les marchés financiers ont besoin d'un cadre répressif, la France et le Canada ont été conduits à intégrer cette nouvelle donnée dans leur système de régulation. La sanction est par principe l'affaire du pouvoir

[1] J.-P. Jouyet, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », art. préc.

judiciaire, gardien naturel de libertés individuelles ainsi qu'en dispose la Constitution française. Cependant, comme les marchés financiers sont encadrés par la régulation confiée à des autorités administratives, la sanction et la répression ont progressivement pénétré la régulation. Il convient dès lors d'envisager la manière dont est organisée la sanction (Titre 1).

Il en est résulté un transfert au moins partiel du pouvoir de sanctionner du juge à l'autorité de marché dont les attributions en la matière n'ont cessé de s'accroître. Ce transfert est particulièrement important en France, tandis qu'il est plus récent et moins marqué au Canada. Cependant, que l'on fasse le choix de privilégier la répression judiciaire ou administrative, il ressort de ces deux exemples un partage du pouvoir répressif, plus ou moins équitable, entre le juge et l'autorité de marché, qui conduit à s'interroger sur l'efficacité de la sanction (Titre 2).

TITRE 1
L'ORGANISATION DE LA SANCTION

38. – Sanction et régulation – La répression est sans conteste, un aspect fondamental de l'encadrement des marchés financiers. En France comme au Canada, ceux-ci sont majoritairement encadrés selon le modèle de la régulation. Si pendant longtemps, la sanction n'a pas intéressé les autorités de marché, ce n'est plus le cas depuis une trentaine d'année en France, et de manière plus récente au Canada, ce qui a contraint les autorités de marché à évoluer pour intégrer cette nouvelle fonction. La France et le Canada offrent deux exemples révélateurs de l'évolution du rôle de la régulation et des autorités de marchés en matière de sanction. À l'origine conçue comme une forme d'autoréglementation, le régulateur s'est fait peu à peu législateur, gendarme puis juge.

Si une telle évolution n'est pas spécifique aux marchés financiers, elle semble avoir été particulièrement significative dans ce domaine. Cela apparaît nettement en France où le développement du rôle répressif de l'autorité de marché est particulièrement remarquable, notamment par rapport aux autres autorités de régulation[1].

39. – Adaptation de la régulation – Ce mouvement s'est d'abord traduit dans l'évolution de l'organisation et de la structure des autorités de marché en France et au Canada. Cependant, une différence distingue les deux pays : le pluralisme au Canada, qui se manifeste par une pluralité d'institutions et de législations, tandis que la régulation française est marquée par le monisme administratif, c'est-à-dire un encadrement fondé sur une réglementation verticale nationale mise en œuvre quasi exclusivement par une entité unique, l'autorité des marchés financiers.

Cependant, il est intéressant de noter que si les deux pays sont partis d'un même modèle, une autorité unique cumulant tous les pouvoirs, la France a été contrainte de faire évoluer son modèle en raison de la prise en compte de la sanction dans les pouvoirs du régulateur. Le Canada, et d'abord le Québec, a été influencé par ce nouveau modèle institutionnel français, une influence qui affecte aujourd'hui l'évolution de la régulation canadienne au niveau national.

[1] Seule l'Autorité de la concurrence dispose de pouvoirs de sanctions semblables à ceux de l'AMF. En revanche, dans un domaine voisin, le rôle de la Commission des sanctions de l'ACPR est bien moindre. En effet, elle rend un nombre de décisions très réduit par rapport à l'AMF et ne dispose pas des mêmes pouvoirs. Par exemple, contrairement à l'ACPR, l'AMF peut conclure une transaction.

40. – Plan – Le Canada apparaît avant tout marqué par son système fédéral, qui impose à l'organisation encadrant les marchés financiers d'être nécessairement pluraliste. Cette spécificité, que l'on ne retrouve d'ailleurs pas dans tous les systèmes fédéraux, comme aux États-Unis par exemple[1], ajoutée à la double culture juridique qui caractérise le Canada, a pour conséquence que la prise en compte de la sanction dans l'organisation de la régulation s'est faite dans des directions différentes selon que le système appliqué est la *common law* ou le droit civil (Chapitre 1).

A contrario, la France est caractérisée par une forme de monisme administratif, en ce qu'elle a fait le choix d'une autorité de régulation unique, centralisée, disposant de pouvoirs très importants, notamment en matière de sanction. Une telle concentration des pouvoirs entre les mains d'une seule et même entité, et particulièrement celui de réprimer, a nécessairement contraint la France à adapter son modèle administratif (Chapitre 2).

[1] Même si les États conservent une certaine autonomie sur le plan du droit pénal concernant les fraudes en matière de valeurs mobilières et peuvent exiger, en invoquant les lois sur l'escroquerie, que les négociants en valeurs détiennent un permis, c'est la SEC qui joue le rôle prépondérant dans le domaine de la réglementation des valeurs mobilières aux États-Unis.

Chapitre 1

LE PLURALISME STRUCTUREL CANADIEN

41. – Plan – Le Canada est constitué de la réunion de dix provinces et trois territoires[1]. S'agissant d'un État dont le système est fédéral, cela n'est pas sans conséquences sur l'organisation de la réglementation des marchés financiers. En effet, en vertu de la répartition des compétences législatives édictée par la *Loi constitutionnelle de 1867*, la régulation des marchés financiers au Canada s'est toujours faite principalement au niveau provincial et non fédéral (Section 1).

Pour cette raison, son organisation est éclatée en treize autorités distinctes. Ce pluralisme dans la structure de la régulation financière se manifeste encore dans les particularités retenues par chacune des provinces quant à l'organisation institutionnelle de l'autorité de marché provinciale. À ce niveau, le bi-juridisme canadien s'exprime pleinement. Alors que les provinces de *common law* ont majoritairement conservé un modèle d'autorité unique malgré le développement de leur pouvoir de sanction, le Québec a subi l'influence de la France et opté pour une organisation permettant la séparation de la fonction de juger des autres attributions de l'autorité (Section 2).

Il convient d'abord d'envisager les origines du pluralisme canadien (Section 1), pour en dégager ensuite les manifestations (Section 2).

[1] Le Canada compte dix provinces : l'Alberta, la Colombie-Britannique, l'Île-du-Prince-Édouard, Manitoba, le Nouveau-Brunswick, la Nouvelle-Écosse, l'Ontario, le Québec, la Saskatchewan et Terre-Neuve-et-Labrador ; et trois territoires : les Territoires du Nord-Ouest, le Nunavut et le Yukon. Les provinces sont des États fédérés qui possèdent, dans leurs champs de compétences législatives, des pouvoirs souverains, indépendamment du gouvernement fédéral. En revanche, les territoires sont des subdivisions administratives d'un espace géographique appartenant au gouvernement fédéral et dont l'administration est attribuée au Parlement canadien, qui, par une loi, peut y décentraliser des pouvoirs législatifs en les accordant à des organes politiques chargés d'administrer la partie de territoire qui leur est assignée.

SECTION 1

LES ORIGINES DU PLURALISME

42. – Plan – Selon la *Loi constitutionnelle* canadienne de 1867, il est reconnu aux provinces une compétence législative de principe en matière de valeurs mobilières (§1). Toutefois, l'État fédéral conserve une compétence résiduelle dans certains domaines particuliers (§2), qui tend à évoluer, sous l'impulsion du pouvoir fédéral et de certaines provinces, vers un encadrement national de la réglementation des valeurs mobilières (§3).

§1 – La compétence législative de principe des provinces

43. – Plan – Il convient d'abord de déterminer le fondement de la compétence des provinces en matière de valeurs mobilières (A), pour ensuite en définir les contours (B) et enfin en saisir sa conséquence : l'existence d'une pluralité de législations sur les valeurs mobilières (C).

A – Fondement de la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières

44. – Le partage des pouvoirs législatifs entre l'État fédéral et les provinces – Contrairement au système français de réglementation financière où l'adoption de la réglementation se fait uniquement au plan national, le dispositif existant au Canada est totalement décentralisé. Il existe autant de législations sur les marchés financiers que de provinces et territoires, c'est-à-dire treize. Cette fragmentation trouve son origine dans le fait que le Canada est un État fédéral.

45. – La *Loi constitutionnelle de 1867* – C'est la *Loi constitutionnelle de 1867*[1] qui organise la répartition des pouvoirs législatifs entre le Parlement fédéral (art. 91) et les provinces (art. 92). La clé de répartition réside dans la « *distinction entre les affaires locales et les affaires d'intérêt général, en d'autres termes, entre les affaires touchant à des*

[1] *Loi constitutionnelle de 1867*, 30 & 31 Victoria, c 3. En 1982, la *Loi Constitutionnelle* est modifiée pour y inclure en plus du texte de 1867, la *Charte canadienne des droits et libertés* : *Loi constitutionnelle de 1982*, Annexe B de la Loi de 1982 sur le Canada (R-U), 1982, c 11

intérêts particuliers et celles relevant de l'intérêt commun[1] ». L'article 91 dresse la liste des « matières » qui ressortent de la compétence exclusive de l'État fédéral et l'article 92 celles dans lesquelles seules les provinces peuvent légiférer. Le principe est donc celui de l'exclusivité des compétences.

46. – Les compétences provinciales (art. 92) – Il est prévu que les provinces ne pourront légiférer que dans les matières énumérées à l'article 92. Elles disposent d'une compétence exclusive et limitative, dans des domaines très variés touchant à la province, notamment « *la propriété et les droits civils dans la province* » et de manière générale à « *toutes les matières d'une nature purement locale ou privée dans la province*[2]. »
La province a en charge l'édiction de législations ayant vocation à s'appliquer à l'intérieur de ses frontières administratives.

47. – Le fondement de la compétence des provinces en matière de valeurs mobilières – L'article 92 ne mentionne pas le droit des valeurs mobilières dans les matières qui relèvent de la compétence des provinces. C'est par une interprétation du paragraphe 13 de cette disposition intitulé, « *la propriété et les droits civils dans la*

---

[1] E. Brouillet, L'identité culturelle québécoise et le fédéralisme canadien, Thèse Université de Laval, 2003, p. 95

[2] Art. 92, *Loi constitutionnelle de 1867* : « Dans chaque province la législature pourra exclusivement faire des lois relatives aux matières tombant dans les catégories de sujets ci-dessous énumérés, savoir : La taxation directe dans les limites de la province, dans le but de prélever un revenu pour des objets provinciaux ; Les emprunts de deniers sur le seul crédit de la province ; La création et la tenure des charges provinciales, et la nomination et le paiement des officiers provinciaux ; L'administration et la vente des terres publiques appartenant à la province, et des bois et forêts qui s'y trouvent ; L'établissement, l'entretien et l'administration des prisons publiques et des maisons de réforme dans la province ; L'établissement, l'entretien et l'administration des hôpitaux, asiles, institutions et hospices de charité dans la province, autres que les hôpitaux de marine ; Les institutions municipales dans la province ; Les licences de boutiques, de cabarets, d'auberges, d'encanteurs et autres licences, dans le but de prélever un revenu pour des objets provinciaux, locaux, ou municipaux ; Les travaux et entreprises d'une nature locale, autres que ceux énumérés dans les catégories suivantes : (a) Lignes de bateaux à vapeur ou autres bâtiments, chemins de fer, canaux, télégraphes et autres travaux et entreprises reliant la province à une autre ou à d'autres provinces, ou s'étendant au-delà des limites de la province, (b) Lignes de bateaux à vapeur entre la province et tout pays dépendant de l'empire britannique ou tout pays étranger, (c) Les travaux qui, bien qu'entièrement situés dans la province, seront avant ou après leur exécution déclarés par le parlement du Canada être pour l'avantage général du Canada, ou pour l'avantage de deux ou d'un plus grand nombre des provinces ; L'incorporation des compagnies pour des objets provinciaux ; La célébration du mariage dans la province ; La propriété et les droits civils dans la province ; L'administration de la justice dans la province, y compris la création, le maintien et l'organisation de tribunaux de justice pour la province, ayant juridiction civile et criminelle, y compris la procédure en matières civiles dans ces tribunaux ; L'infliction de punitions par voie d'amende, pénalité, ou emprisonnement, dans le but de faire exécuter toute loi de la province décrétée au sujet des matières tombant dans aucune des catégories de sujets énumérés dans le présent article ; et Généralement toutes les matières d'une nature purement locale ou privée dans la province. »

province », qu'une compétence exclusive a été attribuée à ces zones administratives pour légiférer dans le domaine des valeurs mobilières.

48. – L'interprétation de la « *propriété et droits civils dans la province* » - La jurisprudence a d'abord reconnu que la compétence des provinces en matière de propriété et de droits civils englobait le pouvoir de réglementer par une loi les contrats d'une industrie ou d'un commerce en particulier[1]. Puis cette compétence a été étendue à la réglementation directe de l'ensemble de l'industrie ou du commerce particulier[2] allant jusqu'à des domaines transversaux tels que la protection des consommateurs[3]. C'est en vertu de cette compétence que la province peut réglementer, entre autres, les secteurs de l'assurance[4], de la vente et de la consommation d'alcool[5] et finalement des valeurs mobilières.

49. – Qualification des valeurs mobilières en tant qu'actifs – Selon la jurisprudence de la Cour suprême du Canada, le terme de « valeurs mobilières » désigne « *une classe d'actifs qui comprend, par convention, les actions de sociétés, les intérêts dans des sociétés par actions, les titres de créance comme les obligations et les instruments financiers dérivés*[6]. » Les valeurs mobilières étant des actifs, leur commerce a été considéré comme un commerce particulier, touchant ainsi de près à la « *propriété et aux droits civils* » des individus dans la province.

50. – Qualification des investisseurs en tant que consommateurs – De plus, les investisseurs étant considérés comme des consommateurs, leur protection et la garantie de l'équité des marchés de capitaux, par la réglementation de la conduite de leurs participants, sont des questions qui sont considérées comme locales par la jurisprudence canadienne. Elles doivent logiquement relever du pouvoir législatif des provinces en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire[7].

---

[1] Citizens' and The Queen Ins. Cos. v. Parsons ; Western Ins. Co. v. Johnston, [1880] 4 S.C.R. 215
[2] Attorney-General for the Dominion of Canada v. Attorney-General for the Province of Alberta, [1916] 1 A.C. 588
[3] Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta, [2007] 2 RCS 3, par. 10 et 20 ; Irwin Toy Ltd. c. Québec (Procureur général), [1989] 1 R.C.S. 927, 953 ; Procureur général du Québec c. Kellogg's Company of Canada, [1978] 2 R.C.S 211, 220
[4] Citizens Insurance Company of Canada v. Parsons, op. cit.; Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta, [2007], op. cit., par. 80
[5] Rio Hotel Ltd. c. Nouveau-Brunswick (Commission des licences et permis d'alcool), [1987] 2 R.C.S. 59, 60
[6] Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, 22 déc. 2011, 2011 CSC 66, par. 40
[7] *Ibid*, par. 6

51. – Reconnaissance par la jurisprudence – Sur le fondement du paragraphe 92(13), les tribunaux ont depuis longtemps reconnu le pouvoir aux provinces de réglementer le commerce de valeurs mobilières[1]. Notamment, dans le célèbre arrêt *Lymburn c. Mayland* de 1932 rendu par le Comité judiciaire du Conseil Privé[2], Lord Atkin a pu affirmer que « *Si une compagnie est constituée pour pratiquer le négoce des valeurs mobilières, il ne semble y avoir aucune raison pour qu'elle ne soit pas assujettie aux lois valides de la province concernant l'entreprise de tous ceux qui se livrent à ce négoce*[3]. »
La doctrine[4] et la jurisprudence postérieures ont confirmé cette solution. L'on peut à cet égard citer les propos du juge Dickson dans la décision *Multiple Access Ltd c. McCutcheon* en 1982 : « *Il est bien établi que les provinces ont le pouvoir, en matière de propriété et de droits civils, de réglementer le commerce des actions des compagnies dans la province*[5]. »

La Cour suprême du Canada l'a encore rappelé en 2000 dans la décision *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*. En l'espèce, la Colombie-Britannique avait modifié son *Securities Act* (Loi sur les valeurs mobilières) afin de pouvoir enjoindre à un courtier inscrit de produire des documents « *pour aider à appliquer les lois sur les valeurs mobilières d'un autre ressort* », en l'espèce, les États-Unis. À l'occasion de cette affaire, la Cour suprême du Canada a validé la disposition comme faisant partie du bloc de compétence des provinces en matière de propriété et droits civils et rappelé que « *le règlement efficace du marché des valeurs mobilières dans la province, est considéré depuis longtemps comme relevant de la compétence des provinces*[6]. »

Une fois établi le principe de la compétence provinciale, il convient d'en dresser les contours.

---

[1] P.-F. de Ravel d'Esclapon, « Fondements constitutionnels d'une réglementation des valeurs mobilières », *Revue Thémis*, 1968, n°3, p. 382
[2] Le Conseil judiciaire du Conseil Privé était chargé, jusqu'en 1949, de régler les conflits de compétence entre le Parlement et les provinces. Voir E. Brouillet, *op. cit.*, p. 305
[3] *Lymburn c. Mayland*, (1932), A.C. 318 (C.P.) cité par Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, *op. cit.*, p. 860, §43
[4] Le Professeur André Tremblay a pu écrire : « Il convient de mentionner ici que, parallèlement à leur compétence en matière d'assurance, les provinces ont le pouvoir de réglementer le commerce des valeurs mobilières à cause de leur compétence en matière de propriété et de droits civils. » Cité par P.-F. de Ravel d'Esclapon, *op. cit.*, p. 383
[5] Multiple Access Ltd. c. McCutcheon, (1982) 2 R.C.S. 161
[6] Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), 2000 CSC 21, (2000) 1 R.C.S. 494, p. 496

B – Contours de la compétence provinciale

52. – La compétence intra-provinciale – La jurisprudence a également eu à définir les contours et limites de la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières. L'article 92(13) dispose que la province est exclusivement compétente pour légiférer sur « *la propriété et les droits civils dans la province.* » De prime abord, les termes « *dans la province* » laissent à penser que cette compétence ne serait reconnue que pour les questions relatives aux valeurs mobilières négociées à l'intérieur de la province. Sans aucun doute, les provinces disposent de la compétence intra-provinciale, c'est-à-dire qu'elles peuvent réglementer les valeurs mobilières négociées à l'intérieur de leurs frontières.

53. – La compétence fédérale en matière de « *réglementation du trafic et du commerce* » - Cependant, la question des limites géographiques de la compétence provinciale devait se poser, car le Parlement fédéral dispose également d'une compétence exclusive dans le domaine du commerce qui lui est attribuée par l'article 91(2) de la *Loi constitutionnelle de 1867,* en matière de « *réglementation du trafic et du commerce.* » Or, cette compétence fédérale a d'abord été analysée par rapport à la compétence provinciale en matière de propriété et de droits civils[1] et donc interprétée comme ne portant que sur le commerce interprovincial et international[2]. Mais la jurisprudence estime que cette compétence revêt un second aspect qui confère au Parlement fédéral un pouvoir général en matière de trafic et de commerce[3]. Pour autant, ce pouvoir ne permet au Parlement fédéral de réglementer une matière que si elle est « *d'importance et de portée véritablement nationales touchant le commerce dans son ensemble d'une façon distincte des enjeux provinciaux*[4]. »

Le commerce des valeurs mobilières étant souvent interprovincial, voire international et comme il est possible de considérer que ses enjeux dépassent ceux des seules provinces, la compétence provinciale aurait pu être remise en cause.

---

[1] *Citizens Insurance Company of Canada v. Parsons, op. cit*.
[2] H. Brun, E. Brouillet, « Une loi fédérale sur le commerce des valeurs mobilières : l'enjeu constitutionnel », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2 (Été 2010), p. 2 ; G. Charlebois, « La latitude constitutionnelle des provinces en matière de lutte contre la corruption et la collusion », *Revue juridique étudiante de l'Université de Montréal*, 2015, vol.1.2, p. 13-14
[3] Cour suprême du Canada, Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, op. cit., par. 46
[4] *Ibid*, par. 83-85

54. – Le « *caractère véritable* » d'une mesure législative – Le partage des compétences entre provinces et État fédéral n'est ainsi pas toujours si clairement établi. Ce sont les tribunaux canadiens qui sont chargés de faire respecter le partage fédéral des compétences. Pour déterminer si une mesure législative relève de l'article 91 (compétence fédérale) ou de l'article 92 (compétence provinciale) de la *Loi constitutionnelle de 1867,* les juges doivent raisonner en deux étapes. Il est d'abord nécessaire d'identifier la matière sur laquelle porte la loi. C'est ce que la jurisprudence appelle « *le caractère véritable* » de la loi[1], par opposition à son simple effet incident ou secondaire, qui n'emporte pas de conséquences sur sa validité constitutionnelle. Ensuite, les tribunaux doivent vérifier que cette matière entre bien dans au moins un des champs de compétence de l'autorité législative qui a adopté la loi.

55. – L'objet et les effets de la loi – La jurisprudence a dû définir la notion de « *caractère véritable* » de la loi. Dans la décision *Office canadien de commercialisation des œufs c. Richardson* de 1998, la Cour suprême a affirmé très clairement que « *pour déterminer quelle est la matière ou la caractéristique principale de la mesure législative aux fins du partage des compétences, les tribunaux doivent en examiner l'objet et l'effet*[2]. »
Et encore dans les décisions sur le *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu*[3], en 2000, et *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta,* en 2007, la Cour suprême rappelle que pour déterminer le caractère véritable d'une loi, le juge doit en étudier l'objet et ses effets : « *le caractère véritable de la loi doit être déterminé sous deux aspects : le but visé par le législateur qui l'a adoptée et l'effet juridique de la loi*[4]. »
L'objet est le but principal de la loi et ses effets renvoient à ses conséquences juridiques ou pratiques. L'effet juridique est défini par le texte de la loi. Il s'agit de l'influence sur les droits et obligations des personnes assujetties au texte. L'effet pratique renvoie aux « *répercussions réelles ou prévues de l'application d'un texte*

---

[1] *Office canadien de commercialisation des œufs c. Richardson*, [1998] 3 R.C.S. 157, par. 78 : « il convient d'examiner la caractéristique principale de la loi ou, pour utiliser l'expression consacrée, son « caractère véritable » » ; *Renvoi relatif à la Loi anti–inflation*, [1976] 2 R.C.S. 373, p. 450 ; *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.)*, [2000] 1 R.C.S. 783, 2000 CSC 31, par. 16; *Bande Kitkatla c. Colombie–Britannique* (Ministre des Petites et moyennes entreprises, du Tourisme et de la Culture), [2002] 2 R.C.S. 146, 2002 CSC 31, par. 52

[2] *Office canadien de commercialisation des œufs c. Richardson*, op. cit., par. 90 ; Pour une qualification fondée principalement sur l'effet de la mesure législative : *Central Canada Potash Co. c. Gouvernement de la Saskatchewan*, [1979] 1 R.C.S. 42, aux pp. 75 et 76

[3] *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu (Can.), op. cit*., par. 16

[4] *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta, op. cit*., par. 27

législatif[1]. » Ainsi, en aucun cas, le juge n'est lié par la forme ou par les déclarations qu'y fait le législateur.

56. – Les effets secondaires de la loi – En revanche, les effets secondaires ou accessoires de la loi n'ont pas de conséquences sur sa validité constitutionnelle[2]. Selon la jurisprudence, ces effets peuvent revêtir une « *importance pratique significative mais sont accessoires et secondaires au mandat de la législature qui a édicté la loi*[3]. » Dès lors, l'existence d'ingérences accessoires est, pour la jurisprudence[4] comme pour la doctrine, acceptable et même parfois inévitable[5].

57. – L'objet essentiel de la réglementation sur les valeurs mobilières : la protection de l'investisseur – Sur la base de cette méthodologie de raisonnement, les juges considèrent que c'est bien « *la protection de l'investisseur au moment d'une transaction en un lieu donné, et non la circulation extraprovinciale, qui constitue l'objet essentiel et premier d'une réglementation générale du commerce des valeurs mobilières*[6]. »
En effet, pour rattacher les législations sur les valeurs mobilières aux provinces, la jurisprudence considère que ces lois ont avant tout pour objectif de protéger les consommateurs/investisseurs dans le cadre d'un commerce en particulier, celui des valeurs mobilières. Car si les provinces se sont vu reconnaître une compétence en la matière, c'est parce qu'elle a trait, pour l'essentiel, à la propriété et au droits civils tels que définis par la jurisprudence, c'est-à-dire la réglementation d'un commerce particulier. Or, il ressort de la jurisprudence que « *la propriété et les droits civils* » auxquels fait référence l'article 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867,* recouvrent les relations contractuelles, la réglementation des professions[7] et la protection du consommateur, en l'occurrence l'investisseur.

---

[1] G. Charlebois, « La latitude constitutionnelle des provinces en matière de lutte contre la corruption et la collusion », *Revue Juridique étudiante de l'Université de Montréal*, 2015, vol. 1. 2., p. 5
[2] *Global Securities Corp. c. Colombie Britannique (Securities Commission), op. cit*., par. 23
[3] *Colombie Britannique c. Imperial Tobacco Canada Ltée*, [2005] 2 R.C.S. 473, 2005 CSC 49, par. 28.
[4] *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641, p. 670
[5] H. Brun et G. Tremblay, *Droit constitutionnel* (4e éd. 2002), p. 451 : il est par exemple impossible au Parlement fédéral de légiférer efficacement sur les droits d'auteur sans incidence sur la propriété et les droits civils.
[6] H. Brun, E. Brouillet, « Une loi fédérale sur le commerce des valeurs mobilières : l'enjeu constitutionnel », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2 (Été 2010)
[7] *Krieger c. Law Society of Alberta*, [2002] 3 R.C.S. 372, par. 4 et 33 ; *Law Society of British Columbia c. Mangat*, [2001] 3 R.C.S 113, par. 38 ; *Procureur général du Canada c. Law Society of British Columbia* ; [1982] 2 R.C.S. 307, par. 364

58. – L'absence d'incidence de la circulation extraprovinciale des valeurs mobilières –Parce que l'objectif d'une législation sur les valeurs mobilières est avant tout la protection de l'investisseur au moment où il achète ou vend ses titres sur le territoire, la circulation extraprovinciale des valeurs mobilières, comme objet de commerce, n'aura pas pour conséquence de rendre sa réglementation fédérale. De même si tous les éléments de l'espèce ne sont pas situés dans une seule province, la compétence n'en devient pas pour autant fédérale.

Par exemple, dans l'affaire *Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission* en 1961, le courtier en cause avait son siège au Québec, mais avait été poursuivi par la province pour des opérations qui avaient eu lieu hors de la province. Pourtant, la Cour suprême du Canada a conclu que le Québec avait un intérêt légitime dans ces opérations[1].

De même, dans l'arrêt *R. c. W. McKenzie Securities Ltd*. en 1966, la Cour d'appel du Manitoba a affirmé que ce pouvoir s'étendait aux incidences du commerce des valeurs mobilières sur les intermédiaires de marché et sur les investisseurs situés à l'extérieur d'une province donnée. En l'espèce, le courtier avait des activités à l'extérieur de la province, mais transigeait avec des clients qui, eux, se trouvaient dans la province[2].

Dans l'affaire *Global Securities*, la Cour suprême rappelle que « *la compétence des provinces en matière de réglementation du marché des valeurs mobilières ne se limite pas aux questions purement intraprovinciales. Aider à enquêter sur d'éventuelles violations de lois étrangères en matière de valeurs mobilières relève du pouvoir que l'appelante (CVM de Colombie-Britannique) possède, en vertu du par. 92(13), de réglementer le marché des valeurs mobilières dans la province*[3]. » C'est ainsi que sur le fondement du § 92(13) de la *Loi constitutionnelle de 1867*, la compétence d'une province s'étend même dans l'hypothèse où la personne se trouvant sur son territoire a violé les lois d'un autre État, en l'espèce les États-Unis, avec lesquels la Colombie-Britannique avait conclu un protocole d'entente visant l'échange d'informations.

59. – Les provinces disposent d'une compétence large en matière de valeurs mobilières. Il suffit qu'un seul élément de l'affaire se trouve dans une province pour que sa compétence soit reconnue. Il peut s'agir du siège social du courtier, du lieu de

---

[1] *Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission*, (1961) R.C.S. 584 cité par *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission*), op. cit., par. 41

[2] *R. c. W. Mckenzie Securities Ltd*. (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (C.A. Man.)

[3] *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission), op. cit*., p. 496

résidence des clients ou encore du lieu des opérations. Dans de telles hypothèses, l'on ne peut écarter le risque que plusieurs provinces puissent être compétentes pour une même affaire. On peut alors dès à présent saisir l'importance d'une coopération efficace entre les différentes provinces impliquées[1]. L'affirmation de la compétence provinciale aura également pour conséquence la pluralité des législations sur les valeurs mobilières.

C - Pluralité de législations sur les valeurs mobilières

60. – Plan – En raison de la compétence attribuée aux provinces en matière de valeurs mobilières, chaque province a sa propre législation en la matière (I). Mais conscientes du fait que les valeurs mobilières renvoient le plus souvent à des enjeux qui dépassent leurs frontières, les provinces ont très tôt développé une coopération entre elles (II).

I – Une législation par province

61. – Loi provinciale sur les valeurs mobilières – En raison de cette compétence attribuée aux provinces en matière de valeurs mobilières, chacune d'entre elles est dotée d'une législation dans ce domaine. Celle-ci est généralement composée d'une *Loi sur les valeurs mobilières* ou *Securities Act* de laquelle découlent des obligations réglementaires applicables aux marchés financiers et à leurs acteurs. Des règlements pris en vertu de cette loi et des décisions rendues par l'autorité de régulation en matière de valeurs mobilières viennent compléter ce dispositif[2]. Le Manitoba a été la première province canadienne à se doter d'une loi sur les valeurs mobilières en 1912, sur le modèle de la « *Blue-sky law* » adoptée par le Texas en 1911[3].

---

[1] Voir *infra* n° 65-70

[2] Autorités canadiennes en valeurs mobilières, Rapport sur l'application de la loi 2012, p. 4

[3] Au début du XIXe siècle, des capitalistes de l'Est fraudent de plus en plus souvent les personnes qui souhaitent investir dans les régions pionnières de l'Ouest américain. Les investisseurs non avertis se font vendre des actions sans valeur dans des entreprises véreuses, des puits de pétrole imaginaires, des mines d'or éloignées et d'autres exploitations frauduleuses du même genre. On affirme que ces opérations spéculatives n'avaient pour garantie que le « ciel bleu du Kansas » (le terrain de prédilection des escrocs) et, en 1911, cet État devient le premier en Amérique du Nord à adopter une loi sur les valeurs mobilières, contre l'escroquerie, appelée par la suite « blue-sky law ».

62. – Objectif – Toutes les lois sur les valeurs mobilières ont une raison d'être et des objectifs communs : « *Protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses ; favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci*[1]. »

S'il existe des différences entre les lois provinciales, cela résulte généralement de points de vue divergents sur l'importance qu'il convient d'accorder à la protection des investisseurs et sur la façon d'assurer l'efficacité du marché[2]. On notera d'ailleurs que quatre provinces et territoires sur les treize ne reprennent pas clairement comme objet de leur *Loi sur les valeurs mobilières* la protection des investisseurs et le maintien de marchés justes et efficaces : l'Alberta, la Colombie-Britannique, le Manitoba et Terre-Neuve et Labrador. De plus, le Québec a quant à lui choisi de faire passer la protection des épargnants au deuxième rang des objectifs après « *le bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières*[3] . » Ces précisions sont riches d'enseignements sur la conception que la province se fait du droit des marchés financiers.

63. – Contenu – Les différentes *Loi sur les valeurs mobilières* traitent toutes sensiblement des mêmes questions. On retrouve généralement plusieurs parties consacrées aux institutions chargées de l'application de la *LVM* : principalement la Commission des valeurs mobilières (sauf pour le Québec et le Nouveau-Brunswick qui ont en plus une loi spécifique relative à leur Commission), ses divers pouvoirs en matière d'enquêtes et de mesures d'application de la loi, ainsi que les dispositions prévues pour assurer la coopération entre les CVM des différentes provinces ; les organismes d'autoréglementation (bourses, agences de compensation, systèmes de négociation parallèles, etc.), les organismes de notation, et les règles relatives aux appels des décisions prises par ces organismes.

On trouve également plusieurs parties consacrées aux obligations que doivent respecter les émetteurs et acteurs des marchés financiers, relatives notamment aux inscriptions, au prospectus, aux informations qu'ils doivent fournir, aux opérations sur valeurs mobilières et produits dérivés, aux règles relatives à la responsabilité

---

[1] Art. 1.1, *LVM de l'Ontario* (L.R.O. 1990, CHAPITRE S.5) ; art. 3.1, *LVM du Saskatchewan* (SS 1988-89, c S-42.2,) ; art. 1 A (1), *LVM de la Nouvelle-Écosse* (RSNS 1989, c 418) ; art. 2, *LVM de l'Ile-du-Prince-Édouard* (RSPEI 1988, c S-3.1) ; art. 2, *LVM du Yukon* (LY 2007, c 16) ; art. 2, *LVM des Territoires du Nord Ouest* (LTN-O 2008, c 10) ; art. 2, *LVM du Ninavut* (LNun 2008, c 12) ; art. 276, *LVM du Québec* (RLRQ c V-1.1)

[2] T. Gray et A. Kitching, « Réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada », Bibliothèque du Parlement, Service d'information et de recherche parlementaire, 19 sept. 2005 : http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/prb0528-f.htm

[3] Art. 276, *LVM du Québec* (RLRQ c V-1.1)

civile des acteurs sur les marchés primaires et secondaires, aux offres publiques d'achat, aux opérations d'initiés, etc.
Sont également recensées toutes les règles relatives à l'application de la loi, notamment les différents types d'ordonnance que la Commission des valeurs mobilières a le pouvoir de prendre afin d'assurer le respect de la *LVM*, ainsi que la liste des infractions pénales et réglementaires.

64. – Législation complémentaire – D'autres lois sur des points spécifiques peuvent ensuite compléter ce dispositif, telles que la *Loi sur la distribution de produits et de services financiers*[1] ou la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*[2] au Québec ; la *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*[3] en Ontario ; la *Loi sur la Commission des services financiers et des services au consommateur*[4] ou la *Loi sur le démarchage*[5] ou la *Loi sur le transfert des valeurs mobilières*[6] au Nouveau-Brunswick ou encore La *Loi sur les contrats à terme sur marchandises*[7] au Manitoba.

Cet éclatement de la législation a contraint les provinces à développer une coopération afin de tenir compte des enjeux interprovinciaux.

II – Une coopération volontaire entre les provinces

65. – Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) – Pour mettre en œuvre cette législation, les gouvernements provinciaux ont mis en place des autorités de régulation dès le début du XX^{e} siècle. Afin d'harmoniser au mieux leur action et de développer la coopération entre ces entités, les Commissions de valeurs mobilières se sont réunies dès 1937 en un groupe informel, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Celles-ci sont composées des autorités provinciales et territoriales. Elles se réunissent périodiquement afin d'harmoniser leurs corps de règles administratives.
En 2003, les membres des ACVM ont publié une « *Ébauche de loi uniforme et de Loi type sur l'application de la réglementation des valeurs mobilières* ». Le projet prévoyait diverses propositions afin de parfaire l'harmonisation, telles que la possibilité pour une

[1] *RLRQ* c D-9.2
[2] *RLRQ* c A-33.2
[3] *L.R.O.* 1990, chap. C.20
[4] *LN-B* 2013, c 30
[5] *LRN-B* 2011, c 141
[6] *LN-B* 2008, c S-5.8
[7] *CPLM* c C152

commission de déléguer la prise de décision à ses homologues, un régime d'inscription simplifié ou encore une loi sur les valeurs mobilières simplifiée.

66. – Adoption d'une réglementation provinciale-territoriale – Les gouvernements des provinces ont pris conscience de la globalisation des marchés et de l'impossibilité pratique d'envisager la réglementation des marchés financiers uniquement à l'intérieur des frontières de la province. Ils ont donc décidé de suivre la proposition des ACVM en s'engageant dans une réforme conjointe de leur législation sur les valeurs mobilières. Les ministres des différentes provinces ont défini leur objectif ainsi : « *Élaborer un régime de réglementation des valeurs mobilières provincial-territorial qui inspire confiance aux investisseurs et soutient la compétitivité, l'innovation et la croissance grâce à une réglementation efficace, efficiente, simplifiée et d'application facile pour les investisseurs et les autres participants au marché*[1]. » On notera déjà l'importance marquée de garantir la confiance des investisseurs dans les marchés, qui renvoie à l'objet même des *Lois sur les valeurs mobilières*.

67. – Signature du Protocole d'entente provincial-territorial – Finalement, le 30 septembre 2004, toutes les provinces, à l'exception de l'Ontario, ont signé le Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières devant aboutir à la création d'un Conseil provincial-territorial chargé de mettre en place le régime du passeport[2]. L'objectif du passeport était de créer « *un guichet unique d'accès pour les participants du marché. Ce régime peut prendre la forme d'un système de reconnaissance mutuelle ou de délégation de pouvoirs*[3] », dans le respect des particularités locales.

68. – La création du régime de passeport – La mise en place du passeport a nécessité la transposition du dispositif dans les législations provinciales. Au Québec par exemple, il a été intégré à la *Loi sur les valeurs mobilières* par une réforme de celle-ci en décembre 2004[4], puis en décembre 2006[5]. Ainsi, l'Autorité des marchés financiers du Québec dispose désormais du pouvoir de déléguer sa compétence locale à une autre autorité, par règlement, ordonnance ou décision. De plus, l'AMFQ peut intégrer par renvoi toute disposition de la législation sur les valeurs mobilières d'une autre

[1] Comité directeur des ministres, « La Réglementation des Valeurs Mobilières au Canada : un Régime de Réglementation Interprovincial », document de travail, juin 2003, p. 2
[2] *Ibid*. p. 84
[3] Art. 5.1 du Protocole d'entente provincial-territorial du 30 septembre 2004
[4] *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2004, c. 37
[5] *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 2006, c. 50

autorité[1]. Le même type de dispositions a été intégré dans les *Lois sur les valeurs mobilières* des autres provinces[2].

69. – Un guichet unique – Le régime du passeport est entré en vigueur le 17 mars 2008. Il s'applique aux exigences concernant l'inscription et le dépôt du prospectus et des informations périodiques des émetteurs[3]. Il a fallu attendre septembre 2009 pour que le passeport soit applicable aux représentants en épargne collective[4]. Depuis, tous les participants du marché ne traitent qu'avec une seule autorité pour leur entrée sur le marché, tout en ayant à respecter une législation complètement harmonisée. Toutefois, cette harmonisation reste relativement circonscrite puisqu'elle ne concerne que les obligations relatives au prospectus et à l'information périodique. En revanche, il n'existe pas de telle harmonisation de la législation en matière de sanction, qui relève exclusivement de chaque province, même si une coopération existe entre elles[5].

70. – Conclusion – Le système fédéral canadien a pour conséquence que les pouvoirs législatifs sont répartis entre le Parlement fédéral et les provinces. Selon la répartition opérée par la *Loi constitutionnelle de 1867,* et son interprétation par la jurisprudence canadienne, tant fédérale que provinciale, les provinces bénéficient de la compétence pour légiférer en matière de valeurs mobilières. En conséquence, il y a autant de législation que de provinces et de territoires. Malgré cet éclatement de la législation et bien que des divergences subsistent entre les provinces dans leur vision respective de ce que doit être une « bonne » réglementation des marchés financiers, les provinces ont pris conscience des avantages de faire converger autant que possible leurs législations, et signé un Protocole d'entente provincial-territorial sur la réglementation des valeurs mobilières visant à l'harmonisation des textes et à la mise en place d'un régime de passeport. Toutefois, l'on ne peut que regretter l'absence de

---

[1] Art. 305.1 à 308.2.2, LVM du Québec (RLRQ c V-1.1)

[2] Par exemple : Art. 147.1 à 147.81, *LVM du Saskatchewan* (SS 1988-89, c S-42.2) ; art. 195.1 à 195.9, *LVM du Nouveau-Brunswick* (LN-B 2004, c S-5.5) ; art. 167.1 à 167.9, *LVM de la Colombie-Britannique* (RSBC 1996, c 418) ; art. 211.1 à 211.91, *LVM de l'Alberta* (RSA 2000, c S-4)

[3] Art. 5.3 et 5.4 du Protocole d'entente provincial-territorial du 30 septembre 2004

[4] Depuis l'entrée en vigueur du Règlement 31-103 relatif à l'inscription des courtiers, des conseillers et de leurs représentants en septembre 2009, adopté à la suite de la validation par l'Assemblée nationale du projet de loi 8, *Loi modifiant la Loi sur les valeurs mobilières et d'autres dispositions législatives*, qui a intégré à la *Loi sur les valeurs mobilières* les dispositions relatives aux représentants en épargne collective contenues dans la *Loi sur la distribution des produits et services financiers*. Voir S. ROUSSEAU, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, Édition Thémis, 2012, p. 92-93

[5] Voir *supra* n° 61-64

participation de l'Ontario à ce mécanisme, alors que cette province dispose de la place financière la plus importante du pays[1]. Déjà, cette circonstance nous permet de constater les inconvénients et les lacunes en terme d'efficacité de l'encadrement des marchés financiers, résultant d'un trop grand éclatement de la législation.
Il reste que malgré l'omniprésence des provinces en matière de valeurs mobilières, le Parlement fédéral conserve une certaine compétence sur le sujet.

§2 – La compétence résiduelle de l'État fédéral

71. – Les compétences du Parlement fédéral – Selon l'article 91 de la *Loi constitutionnelle de 1867,* l'État fédéral détient deux types de compétences : une compétence exclusive dans certaines matières limitativement énumérées, et une compétence résiduelle pour tous les sujets pour lesquels la compétence provinciale n'est pas affirmée : « *Il sera loisible à la Reine, de l'avis et du consentement du Sénat et de la Chambre des Communes, de faire des lois pour la paix, l'ordre et le bon gouvernement du Canada, relativement à toutes les matières ne tombant pas dans les catégories de sujets par la présente loi exclusivement assignés aux législatures des provinces; mais, pour plus de garantie, sans toutefois restreindre la généralité des termes ci-haut employés dans le présent article, il est par la présente déclaré que (nonobstant toute disposition contraire énoncée dans la présente loi) l'autorité législative exclusive du parlement du Canada s'étend à toutes les matières tombant dans les catégories de sujets ci-dessous énumérés.* »

72. – Les matières limitativement réservées au pouvoir fédéral – L'article 91 énumère vingt-neuf matières dans lesquelles l'État fédéral a le pouvoir exclusif de légiférer : « *La dette et la propriété publiques ; **la réglementation du trafic et du commerce** ; l'assurance-chômage ; le prélèvement de deniers par tous modes ou systèmes de taxation ; l'emprunt de deniers sur le crédit public ; le service postal ; le recensement et les statistiques ; la milice, le service militaire et le service naval, et la défense du pays ; la fixation et le paiement des salaires et honoraires des officiers civils et autres du gouvernement du Canada ; les amarques, les bouées, les phares et l'île de Sable ; la navigation et les bâtiments*

[1] En 2013, Toronto, qui est la plus grande ville canadienne, se classait au 12e rang des centres financiers mondiaux. La Bourse de Toronto est la 8e plus importante dans le monde sur le plan de la capitalisation boursière. On comptait en 2013, 1 400 sociétés ouvertes en Ontario, 3 700 émetteurs de fonds d'investissement en Ontario, 1 300 sociétés inscrites en Ontario et 66 000 particuliers inscrits en Ontario : V. http://www.osc.gov.on.ca/fr/About_about_index.htm

ou navires ; la quarantaine et l'établissement et maintien des hôpitaux de marine ; les pêcheries des côtes de la mer et de l'intérieur ; les passages d'eau (ferries) entre une province et tout pays britannique ou étranger, ou entre deux provinces ; le cours monétaire et le monnayage ; les banques, l'incorporation des banques et l'émission du papier-monnaie ; les caisses d'épargne ; les poids et mesures ; Les lettres de change et les billets promissoires ; l'intérêt de l'argent ; les offres légales ; ***la banqueroute et la faillite*** *; les brevets d'invention et de découverte ; les droits d'auteur ; les Indiens et les terres réservées pour les Indiens ; La naturalisation et les aubains ; le mariage et le divorce ;* ***la loi criminelle, sauf la constitution des tribunaux de juridiction criminelle, mais y compris la procédure en matière criminelle*** *; l'établissement, le maintien, et l'administration des pénitenciers ; les catégories de sujets expressément exceptés dans l'énumération des catégories de sujets exclusivement assignés par la présente loi aux législatures des provinces*[1]. »

73. – Compétence du Parlement en matière de valeurs mobilières – Il paraît évident que certaines des matières relevant expressément de la compétence du Parlement fédéral sont susceptibles de toucher à des aspects de la réglementation des valeurs mobilières, notamment dans son rôle de promotion de l'intégrité et de stabilité du système financier. Le Parlement fédéral peut notamment édicter des lois relatives au droit criminel ou aux faillites en vertu des par. 91(27) et 91(21). Ainsi, le Parlement a adopté plusieurs lois qui concernent les valeurs mobilières : la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*[2], le *Code criminel*[3], la *Loi sur l'investissement au Canada*[4] ou encore la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*[5]. Dans ce cas, l'on comprend que la compétence du Parlement en matière de valeurs mobilières sera en quelque sorte indirecte. C'est parce que le droit des valeurs mobilières peut être impacté par le droit criminel ou le droit des faillites, que l'État fédéral peut se révéler compétent dans cette matière.

74. – Code criminel canadien – Par exemple, l'article 91(27) de la *Loi constitutionnelle de 1867* accorde à l'État fédéral une compétence exclusive en matière de droit criminel. Or, le *Code criminel*[6] canadien prévoit toute une série d'infractions relatives aux marchés financiers, telle que la fraude par l'influence sur le cours des titres (art. 380(2)), le crime de manipulation frauduleuse d'opérations boursières (art. 382), le

[1] Souligné par nous
[2] L.R.C. 1985, ch. C-44
[3] L.R.C. 1985, ch. C-46, par. 380 et art. 382, 382.1, 383, 384 et 400
[4] L.R.C. 1985, ch. 28
[5] L.C. 1996, ch. 6, ann.
[6] *Code criminel* (L. R. C. (1985), ch. C-46) : http://laws-lois.justice.gc.ca/fra/lois/c-46/

crime de transmission délibérée de renseignements confidentiels (art. 382.1(2),), le délit d'initié (art. 382.1) et le délit de faux prospectus (art. 400). En dépit de ce que ces faits concernent le droit des valeurs mobilières, leur législation relève du Parlement canadien parce qu'il s'agit d'infractions criminelles.

75. – Théorie du « double aspect » – Ainsi, alors que les pouvoirs de légiférer de l'État fédéral et des provinces sont clairement définis par la *Loi constitutionnelle de 1867*, et que la jurisprudence a affirmé à maintes reprises la compétence provinciale relative à l'établissement d'une législation sur les valeurs mobilières, le droit constitutionnel canadien admet qu'une matière puisse avoir simultanément un aspect provincial et fédéral[1]. Il est donc possible qu'une loi fédérale régisse un aspect de la matière, tandis qu'une loi provinciale en règle un autre dès lors que ces différents aspects d'une même matière sont d'une importance semblable[2]. Il s'agit de la « *doctrine du double aspect* ».

76. – « Caractère véritable » de la loi – Cette théorie permet de légitimer la coexistence de lois fédérales et provinciales sur une même matière, toutes deux valides de par leurs « *caractères véritables*[3] ». Le caractère véritable d'une loi est une théorie juridique en droit constitutionnel canadien qui cherche à déterminer à quel chef de compétence se rapporte une législation donnée. Elle est principalement utilisée lorsqu'une loi est contestée au motif qu'un niveau de gouvernement (provincial ou fédéral) empiète sur une compétence exclusive d'un autre niveau de gouvernement.

Il ne fait aucun doute que l'édiction d'infractions criminelles, même dans le domaine des valeurs mobilières, peut être rattachée à la compétence en matière criminelle accordée au Parlement fédéral. Pour autant, la province sera tout aussi légitime à édicter une législation imposant, par exemple, des obligations aux acteurs des marchés financiers de produire un prospectus lorsqu'ils émettent des instruments financiers afin d'assurer l'information du public, et partant poursuivre l'objectif de protection du consommateur.

77. – Application concurrente des législations – Cette doctrine du double aspect autorise l'application concurrente de législations fédérales et provinciales, mais sans

---

[1] *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta, op. cit.*, par. 30

[2] *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon, op. cit.*, par. 182

[3] G. Charlebois, « La latitude constitutionnelle des provinces en matière de lutte contre la corruption et la collusion », *Revue Juridique étudiante de l'Université de Montréal*, 2015, vol. 1. 2., p. 7

pour autant créer une « *compétence concurrente*[1] », qui consisterait à attribuer une compétence législative simultanément au Parlement fédéral et aux parlements des provinces[2], comme cela peut par exemple être le cas en matière de répression des crimes et délits financiers.

78. – La « *prépondérance fédérale* » - En revanche, si deux lois validées par la théorie du double aspect, sont contradictoires et incompatibles, il conviendra d'appliquer « *la théorie de la prépondérance fédérale*[3]. » Ce principe, bien connu, est inhérent à tout système fédéral. Au Canada, il n'est pas expressément prévu par la *Loi constitutionnelle de 1867*, à l'exception de son article 95 pour les questions spécifiques relatives à l'agriculture et l'immigration. C'est la jurisprudence qui a étendu le principe à l'ensemble des matières[4]. La Cour suprême a défini la notion : « *Une loi provinciale ne doit pas entraver la réalisation de l'objet d'une loi fédérale, soit en rendant impossible le respect de celle-ci, soit par tout autre moyen. En ce sens, l'impossibilité de se conformer aux deux textes suffit pour établir l'incompatibilité*[5]. » Il signifie que la législation fédérale prévaudra et que la législation provinciale restera valide mais sera écartée. La loi provinciale ne devient pas inconstitutionnelle : si la loi fédérale prépondérante venait à être abrogée ou retirée, alors la loi provinciale recommencerait à être applicable[6].

79. – Application stricte du double aspect par les juges – On comprend alors que, dans cette situation, qui ne semble pas être un simple cas d'école, le Parlement fédéral aurait la priorité sur la province. Cela peut être de nature à accroître la compétence du Parlement canadien en matière de valeurs mobilières. Par exemple, il est possible pour une province de légiférer dans une matière, sur un aspect normalement réservé au Parlement fédéral, si celui-ci ne l'a pas fait. Dans cette hypothèse, le législateur fédéral pourrait décider d'utiliser sciemment sa compétence pour écarter la législation provinciale en édictant une loi incompatible avec le texte provincial[7]. Dès lors, le Parlement fédéral dispose de moyens qui lui sont donnés par

---

[1] Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, op. cit*., par. 66
[2] E. Brouillet, art. préc. p. 106
[3] *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta, op. cit*., par. 69
[4] D. Althéritière, « De la prépondérance fédérale en droit constitutionnel canadien », *Les Cahiers de droit*, vol. 12, n° 4, 1971, p. 547-549. L'auteur fait référence à l'affaire de la prohibition locale, *Procureur Général de l'Ontario v. Procureur Général du Canda et autres*, [1896] A.C. 348
[5] *Rothmans, Benson & Hedges Inc. c. Saskatchewan*, [2005] 1 R.C.S. 188, par. 14
[6] D. Althéritière, « De la prépondérance fédérale en droit constitutionnel canadien », *Les Cahiers de droit*, vol. 12, n° 4, 1971, p. 597
[7] *Ibid*, p. 567

le droit constitutionnel pour lui permettre d'imposer ses vues sur les provinces. Cependant, les juges ont tendance à faire une application stricte de la prépondérance fédérale, particulièrement pour les cas où ils ont déjà accepté la législation provinciale par application de la théorie du double aspect[1].

80. – Projet d'unification – Malgré un partage des compétences dans le domaine des valeurs mobilières, défini tant par la *Loi constitutionnelle de 1867* que par la jurisprudence, en dépit de ce que sa protection est réaffirmée par les juges, il tend à être remis en cause. Face à la mondialisation du commerce des valeurs mobilières, le Canada et certaines provinces, dont l'Ontario, souhaiteraient que l'État fédéral prenne davantage part à la réglementation des valeurs mobilières. Il est vrai que la multiplicité de législations différentes et à des niveaux distincts est susceptible de nuire à la bonne lisibilité du droit par les acteurs des marchés financiers.

§3 – Vers une réglementation fédérale des valeurs mobilières

81. – Plan – La question de la possibilité et de l'opportunité de se doter d'un encadrement fédéral et unique des valeurs mobilières fait depuis longtemps l'objet d'un débat au Canada (A). Après un projet de loi canadienne sur les valeurs mobilières déclaré inconstitutionnel en 2010 (B), l'idée d'un régime de coopération en matière de réglementation des marchés de capitaux a été relancée en 2014 à l'initiative d'une partie seulement des provinces et territoires (C).

A – Les débats autour d'une réglementation fédérale

82. – Vers un encadrement fédéral de la réglementation des valeurs mobilières ? – Le Canada est largement marqué par son organisation fédérale. Et malgré une forte coopération, les provinces restent très attachées à leurs compétences propres et à leurs particularités locales, à l'exception de l'Ontario, traditionnellement plus favorable à une réglementation unique. Et pourtant, depuis quelques années, les

[1] *Ibid*. L'auteur dresse une liste exhaustive de décisions dans ce sens relatives à l'application du double aspect entre la compétence fédérale en matière criminelle de l'art. 91(27) et les compétences provinciales de l'art. 92 de la Loi constitutionnelle de 1867.

volontés d'aller plus loin dans l'harmonisation, jusqu'à la création d'une autorité nationale de régulation, se font de plus en plus pressantes.

83. – Les diverses propositions émises – Le débat n'est pas récent. Les propositions de créer un organisme national de réglementation des valeurs mobilières se sont succédées tout au long du XX[e] siècle. À chaque fois, il était proposé de créer une autorité nationale qui aurait fonctionné, soit aux côtés des autres commissions de valeurs mobilières provinciales sur la base de la coopération volontaire (projets de 1964, 1979 et 1994), soit comme une autorité seule à réglementer le secteur (projet de 1967)[1]. C'est sur cette dernière approche qu'étaient fondées les propositions faites par le Comité des personnes averties en 2003[2], par le Groupe Crawford en 2006[3] et le Groupe Hockin en 2009[4]. Ils recommandaient la création d'une réglementation unique qui serait administrée par une autorité nationale à laquelle les provinces délègueraient leurs pouvoirs administratifs.

84. – Avantages d'une réglementation fédérale – Selon le Comité des personnes avisées, l'adoption d'un modèle fédéral aurait permis d'atteindre les objectifs suivants : « *renforcer considérablement l'application de la loi par une répartition plus efficace des ressources, une meilleure coordination et une protection uniforme de l'investissement dans tout le pays ; améliorer l'innovation et l'élaboration en temps utile dans le domaine des politiques ; alléger le fardeau réglementaire que le régime actuel impose aux petites et aux nouvelles sociétés ; améliorer « l'image » de la réglementation des valeurs mobilières du Canada à l'échelle internationale ; supprimer les coûts d'observation supplémentaires liés à l'existence de plusieurs organismes de réglementation ; assurer la prise en compte des besoins locaux et régionaux par une participation des provinces et des intervenants sur les marchés*

[1] Pour une revue détaillée des différents projets, V. Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, *op. cit.*, par. 11-28

[2] En 2003, le Groupe des personnes averties a été chargé par le ministre des Finances John Manley d'évaluer le régime actuel de réglementation des valeurs mobilières au Canada et de recommander l'adoption de la structure de réglementation des valeurs mobilières qui répondra le mieux aux besoins du Canada. V. https://www.fin.gc.ca/wise-averties/data/NewsRelease01_-fra.asp

[3] En mai 2005, l'honorable Gerry Phillips a mandaté à Purdy Crawford pour présider un groupe d'experts chargé de proposer un cadre de réglementation des valeurs mobilières dont les caractéristiques sont notamment un organisme commun de réglementation des valeurs mobilières, un ensemble commun de lois sur les valeurs mobilières et une structure tarifaire unique. *Groupe Crawford sur un organisme unique de réglementation des valeurs mobilières* : https://www.ppforum.ca/sites/default/files/groupe_crawford_rapport.pdf

[4] En février 2008, le ministre des Finances, Jim Flaherty, avait mandaté un groupe de travail présidé par Thomas Hockin, juge et homme politique canadien. L'objectif était de créer un avantage canadien sur les marchés de capitaux mondiaux en améliorant la réglementation des valeurs mobilières au Canada.

financiers à la structure de gouvernance et aux travaux des bureaux régionaux ; établir des mécanismes de responsabilisation et d'encadrement bien définis ; simplifier le régime actuel en réduisant de 13 à 1 le nombre d'organismes de réglementation[1]. »

85. – Avantages d'une commission unique – Les défenseurs de ce projet avancent également plusieurs arguments en faveur d'une commission unique. Tout d'abord, la présence de treize régulateurs génère davantage de coûts qu'un seul. Ensuite, le Canada aurait une meilleure visibilité au niveau international s'il parlait d'une seule voix. Il s'agissait d'ailleurs de l'un des arguments avancé en faveur de la fusion de la COB, du CMF et du CDGF en France[2]. La réunion de ces trois entités permettrait d'avoir plus de poids au niveau européen en s'exprimant d'une seule voix[3]. On reproche également au système fragmenté sa lenteur et l'absence d'application uniforme des règles qui nuisent à son efficacité notamment en matière de répression des crimes financiers[4].

86. – Les inconvénients de la réglementation provinciale – De plus, la réglementation provinciale présenterait certains inconvénients, notamment en terme de coûts pour les personnes assujetties. En effet, il a pu être relevé que malgré les efforts d'harmonisation de leurs réglementations par les provinces, ces différences perdurent, ce qui impose de multiplier les frais de conseils. En matière d'application de la loi, les promoteurs d'un régime fédéral, observent que dans le régime actuel, l'harmonisation n'est pas suffisante, ce qui rend l'application des lois insuffisamment efficace[5]. En effet, malgré la coopération existante, il arrive que les CVM se coordonnent difficilement, voire pas du tout. Conduisant à des enquêtes multiples pour des mêmes faits, cela peut parfois aboutir à l'absence totale de poursuite, en raison d'une mauvaise communication entre les CVM. De plus, il a été relevé des différences entre les provinces quant au niveau de protection. En effet, les budgets

---

[1] T. Gray et A. Kitching, « Réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada », Bibliothèque du Parlement, PRB 05-28F, 19 sept. 2005, p. 20

[2] Voir *infra* n° 230

[3] M.-A. Frison-Roche, « Les contours de l'Autorité des marchés financiers », *Mélanges AEDBF IV*, Banque éditeur, 2004, p.165-180, n° 19 ; J.-J. Daigre, « La création de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés* 2004, p. 823

[4] P. Lortie, « Le projet de commission nationale des valeurs mobilières : une analyse critique des idées reçues », Notes pour une allocution, oct. 2010 et Autorité des marchés financiers du Québec, « La mise en place d'une commission unique des valeurs mobilières : un projet inutile », Mémoire présenté au Groupe d'experts sur l'encadrement des valeurs mobilières, juil. 2008, p. 3

[5] T. Gray et A. Kitching, « Réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada », *op. cit.*, p. 12

d'application de la loi et les niveaux d'expertise diffèrent d'une province à l'autre, tout comme les pénalités et les sanctions[1].

87. – Le refus de certaines provinces – En revanche, les détracteurs du projet, dont l'Autorité des marchés financiers du Québec, estiment que le dispositif existant fondé sur treize autorités qui coopèrent entre elles par le biais des ACVM et du passeport est bien plus efficace et adapté à la situation du Canada. En effet, selon eux, le pays dispose d'un marché de petite taille au niveau international et est composé d'entreprises réparties sur un territoire immense avec des besoins différents et qui souvent obtiennent des financements locaux. Dès lors, les régulateurs provinciaux seraient plus à même d'identifier et de répondre à ces besoins spécifiques. En effet, l'on évoque souvent le fait que les provinces ont des sociétés spécialisées dans des domaines particuliers. Par exemple, l'Alberta est centré sur le pétrole et le gaz, la Colombie-Britannique attire les sociétés minières et de prospection, tandis que l'Ontario est davantage axé sur les grandes sociétés établies depuis longtemps. De plus, les promoteurs du régime provincial considèrent qu'il favorise l'innovation en matière de réglementation en créant une forme de concurrence entre les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières. De même en matière d'application de la loi, le régime provincial permettrait d'obtenir une plus grande efficacité due au fait que les CVM traitent avec un nombre limité de sociétés qu'elles connaissent bien[2].

88. – Constitutionnalité – Au-delà des débats politiques et des considérations d'opportunité, la difficulté majeure était de savoir si la répartition prévue par la *Loi constitutionnelle de 1867* des pouvoirs législatifs des provinces et du Canada, permettait au pouvoir fédéral de légiférer dans le domaine des valeurs mobilières. Selon le Comité des personnes avisées[3], la Constitution ne stipule pas expressément que les provinces ont une compétence exclusive en matière de valeurs mobilières. En effet, littéralement le texte n'attribue aux provinces le pouvoir d'édicter la réglementation en matière de valeurs mobilières qu'à travers sa compétence en matière de « *la propriété et des droits civils* » (par. 92 (13)). De plus, le gouvernement fédéral détient aussi une compétence dans le domaine des marchés financiers en

---

[1] *Ibid*, p. 15
[2] *Ibid*, p. 11
[3] Le Comité des personnes avisées est un organe indépendant qui a été constitué par le gouvernement fédéral et présidé par Michael Phelps et Harold MacKay. En 2003, il a rendu un rapport sur la réglementation des valeurs mobilières.

raison de son pouvoir de légiférer dans le domaine « *des échanges et du commerce* » (par. 91 (2)). Ainsi, le fait que la *Loi constitutionnelle* s'oppose à une compétence fédérale n'est pas aussi évident qu'une première analyse le laisse entrevoir.

Finalement, le Parlement du Canada a rédigé une proposition de loi sur les valeurs mobilières.

B – Le premier projet de Loi canadienne sur les valeurs mobilières

89. – Le projet de Loi canadienne sur les valeurs mobilières – En 2010, une proposition de *Loi canadienne sur les valeurs mobilières,* inspirée du rapport du Groupe Hockin, a été présentée par le Parlement du Canada. Le préambule de la loi insiste sur le fait que les marchés de capitaux touchent l'ensemble des Canadiens. De même, ces marchés ont désormais une ampleur non seulement nationale, mais également internationale et il en va de l'intérêt national de protéger et de promouvoir efficacement les intérêts du Canada à l'étranger. Pour toutes ces raisons, le Parlement considère que « *la présence, au sein du régime réglementaire canadien du secteur financier, d'un seul organisme canadien de réglementation des valeurs mobilières rehausserait l'intégrité et la stabilité du système financier du Canada*. » Le projet précisait que la loi aurait pour objet de « *protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses ; de favoriser des marchés des capitaux justes, efficaces et compétitifs en lesquels le public a confiance ; de contribuer, dans le cadre du régime réglementaire des finances du Canada, à l'intégrité et à la stabilité du système financier* » (art. 9, LCVM).

90. – L'Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières – L'autre innovation majeure résidait dans la création d'une Autorité canadienne de réglementation des valeurs mobilières (ACRVM). Elle devait disposer de tous les pouvoirs aujourd'hui reconnus aux CVM provinciales, qui seraient dès lors entièrement fusionnées.

91. – Le Tribunal canadien des valeurs mobilières – Sur le modèle du système québécois et du Nouveau-Brunswick[1], il était également prévu de créer un Tribunal canadien des valeurs mobilières « *indépendant de l'Autorité dans l'exercice de ses fonctions judiciaires* » (art. 28 (2)). Le Tribunal aurait centralisé les pouvoirs quasi-

[1] Voir *infra* n° 156 et s. et n° 169-179

judiciaires actuellement reconnus aux CVM, au Bureau québécois et au Tribunal du Nouveau-Brunswick.

92. – Le renvoi devant la Cour suprême – La loi a fait l'objet d'un renvoi[1] devant la Cour suprême qui a rendu sa décision le 22 décembre 2011[2]. Il était demandé à la Cour de se prononcer sur la constitutionnalité du projet de *Loi sur les valeurs mobilières*. Plus précisément, il convenait de déterminer si l'État fédéral était compétent ou non pour légiférer en matière de réglementation des valeurs mobilières.

Pour répondre par la positive, les défenseurs de la proposition, principalement l'Ontario et le Canada, fondaient la compétence du Parlement du Canada sur sa compétence législative en matière de trafic et de commerce (par. 91 (2), *Loi constitutionnelle de 1867*). En revanche, pour ses détracteurs, principalement le Québec et l'Alberta, la réglementation des valeurs mobilières relève exclusivement de la compétence provinciale au titre de leur pouvoir de légiférer en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire (art. 92 (13) *Loi constitutionnelle de 1867*).

93. – Inconstitutionnalité du projet de loi – La Cour suprême a considéré qu'en l'état la loi n'était pas valide, car elle ne relevait pas du pouvoir général de réglementation en matière de trafic et de commerce conféré au Parlement fédéral par le § 91 (2) de la *Loi constitutionnelle de 1867*. La Cour explique ainsi son raisonnement : « *Le Canada a démontré que certains aspects du marché des valeurs mobilières ont une portée nationale et touchent l'ensemble du pays. Toutefois, considérée dans son ensemble, la loi proposée vise principalement à protéger les investisseurs et à assurer l'équité des marchés des capitaux en réglementant la conduite au quotidien des émetteurs et des autres participants au marché des valeurs mobilières. Or, ces matières sont considérées depuis longtemps comme des questions locales qui relèvent du pouvoir législatif des provinces en matière de propriété et de droits civils sur leur territoire et le Canada n'a pas démontré que le marché des valeurs mobilières a changé au point que la réglementation de tous les aspects du commerce des valeurs mobilières relève désormais du volet général du pouvoir du Parlement en matière de trafic et de commerce prévu au par. 91 (2)*[3]. »

[1] Il s'agit de renvoi provinciaux par la cour d'appel de l'Alberta (2011 ABCA 77, 41 Alta. L.R. (5th) 145) et la cour d'appel du Québec (2011 QCCA 591, [2011] R.J.Q. 598) qui avaient conclu que la loi proposée était inconstitutionnelle.

[2] Cour suprême du Canada, *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières, op. cit*., §12-26

[3] *Ibid*, par. 6

94. – L'impossibilité de créer une commission nationale – L'idée d'une réglementation d'ensemble des valeurs mobilières au niveau national semblait alors compromise. C'est en raison du partage des compétences opéré par la *Loi constitutionnelle*, mais également et peut-être surtout, à cause du refus catégorique de la plupart des provinces, notamment du Québec.

C – Le régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux

95. – Régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux – Le projet a été relancé en 2014 entre les gouvernements des provinces de la Colombie-Britannique, de l'Ontario, du Saskatchewan, du Nouveau-Brunswick et le gouvernement fédéral qui ont signé le 8 septembre 2014 un Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés de capitaux. Le Protocole a ensuite été signé par l'Île-du-Prince-Édouard le 9 octobre 2014 et plus récemment par le Yukon en avril 2015.

96. – Une législation provinciale et fédérale – Le nouveau régime réglementaire sera fondé sur deux types de législations, de nature provinciale et fédérale, afin d'être en conformité avec la directive de la Cour suprême selon laquelle les provinces et le gouvernement fédéral partagent la responsabilité de la réglementation des marchés de capitaux. Dans le *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, la Cour suprême avait bien précisé que malgré l'inconstitutionnalité du projet soumis « *rien n'interdit la démarche coopérative qui, tout en reconnaissant la nature essentiellement provinciale de la réglementation des valeurs mobilières, habiliterait le Parlement à traiter des enjeux véritablement nationaux*[1]. »
Le protocole prévoit que chaque province participante traitera des questions qui relèvent de ses compétences constitutionnelles sans cependant céder ces dernières en vertu du protocole. C'est sur cette dichotomie qu'est fondée la nouvelle proposition. Sera adoptée d'une part, une « Législation provinciale sur les marchés des capitaux » : elle constituera une législation « *uniforme pour chacune des administrations provinciales et territoriales participantes portant sur toutes les questions de compétence provinciale ou territoriale en ce qui a trait à la réglementation des marchés des capitaux*[2]. » Cette loi devra être votée dans chaque province participante.

---

[1] *Ibid*, par. 130
[2] Art. 3 a) (i), Protocole d'accord concernant le régime coopératif de réglementation des marchés des capitaux. En ligne : http://www.fin.gc.ca/n15/docs/moa-pda-yukon-fra.pdf

D'autre part, sera adoptée une loi fédérale « sur la stabilité des marchés des capitaux » qui s'appliquera sur l'ensemble du territoire canadien, et portant sur les questions relevant de la compétence du Canada : le droit criminel, le risque systémique sur les marchés de capitaux nationaux et la collecte des données à l'échelle nationale. Cette loi devra être approuvée par le Parlement du Canada.
Une ébauche de ces deux lois a été publiée en septembre 2014, et une version révisée a été publiée le 7 décembre 2015 pour la *Loi sur les marchés des capitaux* provinciale territoriale et le 5 mai 2016 pour *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* fédérale.

97. – Une Autorité de réglementation commune – Il est également prévu dans le Protocole qu'un organisme unique de réglementation appliquera la législation provinciale, territoriale et fédérale conformément au pouvoir délégué par les administrations participantes : l'Autorité de réglementation des marchés de capitaux (ARMC). Il est remarquable que l'organisation de cette autorité est organisée sur le modèle dual québécois[1]. L'organisme sera indépendant au plan opérationnel, doté d'un conseil d'administration expert, d'une division de la réglementation et d'un tribunal. Il est prévu que l'Autorité aura un bureau de la réglementation dans chaque province participante, qui continuera d'exercer les services qu'il fournit actuellement au niveau de la province. L'ARMC aura la charge d'administrer la législation provinciale, la législation fédérale et un ensemble unique de règlements en vertu du pouvoir délégué par chaque administration provinciale.

98. – Le Tribunal – En matière d'application de la loi, l'Autorité sera dotée d'un Tribunal (art. 9.4 du Protocole), dont les membres seront nommés par le Conseil des ministres sur recommandation d'un comité de nomination. Les membres du Tribunal seront indépendants et possèderont l'expertise en matière de marchés de capitaux et pour l'exercice de fonctions juridictionnelles.

99. – La résistance du Québec et de l'Alberta – Si le projet semble très bien engagé, l'on peut s'interroger sur sa véritable légitimité dès lors que le Québec et l'Alberta, deux des plus importants marchés de capitaux du Canada, n'y participeront pas. En effet, les deux provinces maintiennent leur position et considèrent que le régime du passeport est suffisant et plus respectueux des spécificités de chaque province et territoire. Le gouvernement de l'Alberta a récemment réaffirmé que l'importance

[1] V. *infra* n° 135 et s.

économique de la province[1] justifiait qu'elle soit dotée de son propre organisme de réglementation. Quant au Québec, il a contesté la validité du régime coopératif et demandé à la cour d'appel du Québec de se prononcer sur la constitutionnalité du régime[2].

100. – Relations avec les provinces et territoires non participants – Le Protocole envisage l'éventuel refus de certaines provinces à participer au nouveau système. Il est prévu que l'ARMC devra s'efforcer de négocier et d'instaurer un mécanisme d'interaction avec les administrations non participantes (art. 10.5). Il est également prévu la possibilité pour ces administrations d'adhérer à tout moment au Protocole (art. 11).

101. – Entrée en vigueur – À l'origine, le Protocole d'accord prévoyait que la mise en œuvre se ferait en deux étapes (art. 10.3). D'abord, au plus tard à l'été 2015, une ébauche révisée aux fins de consultation devait être publiée pour la loi sur les marchés des capitaux, le projet de règlements initiaux et pour la loi sur la stabilité des marchés de capitaux à des fins de commentaires publics. Ensuite, au plus tard au 30 juin 2016, les deux législations devaient être adoptées respectivement par la législature de chaque administration provinciale ou territoriale participante et par le Parlement canadien. L'objectif était que l'ARMC puisse être opérationnelle au plus tard à l'automne 2016. Cet objectif n'a pas pu être atteint et un nouveau calendrier a été fixé à l'été 2016. Il est désormais prévu que la *Loi sur les marchés de capitaux* provinciale et territoriale et la *Loi sur la stabilité des marchés des capitaux* fédérale soient adoptées pour le 30 juin 2018. L'ARMC devrait, quant à elle, démarrer ses activités courant 2018[3].

---

[1] Riche en ressources naturelles, l'Alberta bénéficie d'une forte activité dans le domaine du pétrole, la province se classant au troisième rang mondial pour ses réserves de pétrole. Les marchés financiers y sont également très développés : 17 sur les 20 grandes banques d'investissement internationales sont établies en Alberta. La province représente 26 % de l'activité des marchés financiers canadiens. V. Site du Gouvernement du Canada : http://www.international.gc.ca/investors-investisseurs/cities-villes/west-ouest/alberta.aspx?lang=fra

[2] Aucune décision n'a été rendue à ce jour. La Procureure Générale du Québec a déposé un mémoire le 10 juin 2016. V. Décret n° 642-2015 du 7 juillet 2015. V. également le Mémoire de la Procureure générale du Québec devant la cour d'appel, 10 juin 2016 : https://www.saic.gouv.qc.ca/affaires-intergouvernementales/institutions-constitution/dossiers-judiciaires/documents/memoire-renvoi-constitution.pdf

[3] Ministère des Finances canadien, Communiqué de presse du 22 juillet 2016. En ligne : https://news.ontario.ca/mof/fr/2016/07/annonce-des-membres-du-premier-conseil-dadministration-de-lautorite-de-reglementation-des-marches-de.html?_ga=1.123392386.861154803.1441785082

102. – Conclusion Section 1 – Ainsi, à partir du partage des compétences législatives édicté par la *Loi constitutionnelle* de 1867, la jurisprudence a affirmé la compétence de principe des provinces pour légiférer dans le domaine des valeurs mobilières. Pourtant, dans ce domaine, on constate que cette répartition des compétences en faveur des provinces est de plus en plus remise en cause, et que le droit constitutionnel est utilisé pour légitimer ce mouvement. Après une tentative ayant échoué de mettre en place un encadrement des valeurs mobilières au niveau fédéral, il semblerait que le régime coopératif initié par certaines provinces et territoires devrait aboutir. Cependant, en l'absence de la participation du Québec et de l'Alberta, l'unification sera loin d'être complète. De plus, le régime coopératif ne remet pas en cause la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières. Ainsi, les provinces demeurent pour l'instant les principales responsables de la législation dans le domaine des marchés financiers. La reconnaissance de cette compétence aux treize provinces et territoires a des conséquences sur l'organisation de la réglementation des marchés financiers au Canada. En effet, pour mettre en œuvre leur législation, les gouvernements provinciaux ont créé des autorités de régulation dès le début du XX^{e} siècle, qui, davantage encore que les législations elles-mêmes, sont l'expression du pluralisme canadien.

SECTION 2

LES MANIFESTATIONS DU PLURALISME

103. – La création de commissions de valeurs mobilières – Sur le fondement du droit constitutionnel canadien, les législations sur les valeurs mobilières se sont développées au niveau des provinces et territoires. Comme en France, et dans la plupart des États, les provinces ont confié la surveillance et l'application de leur législation à des autorités administratives, les commissions de valeurs mobilières, mises en place dès le début du XX^{e} siècle. La première fut créée par le Manitoba en 1912. L'Ontario se dote, pour l'application de la *Loi sur la prévention des fraudes relatives aux valeurs mobilières* (*Security Frauds Prevention Act*) d'un Conseil de prévention des fraudes relatives aux valeurs mobilières, rebaptisé Commission des valeurs mobilières en 1922. Au Québec, la première *Loi sur les valeurs mobilières*[1] de 1955 donne naissance à la Commission des valeurs mobilières du Québec. Ces commissions sont des organismes d'encadrement autofinancés, mandataires du gouvernement, chargés de l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières*. Elles sont soumises à la supervision du gouvernement de leur province, et sont responsables devant l'Assemblée nationale provinciale.

En revanche, il n'existe pas d'autorité au niveau national qui superviserait l'ensemble des commissions à l'instar de la *Securities and Exchange Commission* (SEC) américaine, qui fut créée en 1934 à la suite de pressions en faveur d'une réforme après le krach boursier de 1929[2]. Ainsi, la régulation des marchés financiers est totalement décentralisée, tant au niveau de la législation, que des organismes mis en place pour l'appliquer. Et chaque province ayant ses propres influences et visions de ce qu'elle considère comme étant une bonne régulation financière, des différences peuvent parfois apparaître dans les moyens mis en place.

104. – Plan – Malgré l'existence de treize autorités de régulation différentes, celles-ci auraient pu toutes être constituées sur le même modèle. Cela a d'ailleurs été le cas pendant longtemps, l'ensemble des provinces et territoires ayant pris pour modèle la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Cependant, depuis le début des

[1] L.R.Q., c. V-1.1

[2] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC,* L.G.D.J, Thèses, Bibliothèque de droit privé, 2002

années 2000, le Québec a opéré une réforme d'ampleur de son système d'encadrement du secteur financier qui a mené à la création d'un nouveau modèle d'organisation de l'autorité de marché.
Dès lors, l'on constate l'existence au Canada de deux grands modèles d'organisation des autorités de régulation financière. D'une part, le modèle classique d'une commission multifonctionnelle à l'instar de la COB en France, qui cumule au sein d'une seule autorité toutes les fonctions de réglementation, de surveillance et de sanction (§1). D'autre part, il existe depuis 2004 un nouveau modèle inspiré de la réforme française[1] qui a donné naissance à l'Autorité des marchés financiers du Québec (AMFQ). Ce nouveau modèle est d'abord apparu au Québec, puis récemment au Nouveau-Brunswick. Il repose sur la séparation tant institutionnelle que fonctionnelle de la fonction de sanction des autres attributions de la Commission des valeurs mobilières (§2).

§1 - Le modèle classique : une commission multifonctionnelle

105. – Plan – Il convient d'analyser le modèle que l'on qualifiera de classique, la commission multifonctionnelle, sous deux angles : d'abord quand à son statut (A), ensuite quant aux pouvoirs dont elles sont dotées (B).

A – Le statut des commissions multifonctionnelles

106. – Plan – Traditionnellement les commissions de valeurs mobilières multifonctionnelles ont le statut d'organisme autonome administratif (I), ce qui conduit à s'interroger sur leur indépendance par rapport au pouvoir exécutif (II).

I – Un organisme autonome administratif

107. – Le choix de la régulation économique par un organisme administratif autonome – Le Conseil économique du Canada a défini la régulation économique comme « *l'imposition par l'État de règles renforcées par des sanctions et ayant pour objet*

[1] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », Rapport final, 2001

délibéré de modifier le comportement économique d'acteurs économiques privés[1] », par l'intermédiaire d'un organisme administratif autonome. La régulation recourt à des procédés coercitifs directs. Elle impose des normes qui exigent ou interdisent certains comportements, sous peine de sanctions qui ne sont pas, exclusivement, ni même principalement pénales, mais économiques. Il s'agira le plus souvent de retirer un privilège ou un monopole. Le recours à ces sanctions a pour objectif de modifier les comportements et de réduire l'autonomie des acteurs économiques afin de s'assurer qu'ils respectent l'intérêt général et l'ordre propre au secteur d'activité économique concerné[2].

108. – Le statut d'organisme autonome indépendant – Le système constitutionnel canadien est fondé sur le droit public anglais. Les ministres sont responsables devant le Parlement de leurs actes en tant que conseillers du monarque et dirigeants de l'appareil administratif. Classiquement, l'ensemble de l'appareil administratif de l'État central est placé sous la surveillance directe d'un ministre de la Couronne. Il existe donc un lien hiérarchique entre ce ministre et les agents de l'administration qui lui sont subordonnés. Cependant, face à la diversification des activités de l'État et aux choix de la régulation, des entités nouvelles se sont créées, caractérisées par une relative autonomie par rapport au ministre et par une spécialisation plus accentuée : les organismes administratifs autonomes. Traditionnellement, les CVM étaient des « organismes autonomes indépendants » non dotés de la personnalité morale.

109. – Le surintendant dans les territoires – On notera dès à présent certaines particularités concernant L'Ile du Prince Edouard, le Nunavut, les Territoires du Nord-Ouest et le Yukon, ce qui est certainement lié au peu d'activités financières qui se déploient dans ces territoires. Dans ces provinces et territoires, les fonctions de la Commission sont confiées à un surintendant, une personne physique, nommée par le ministre des Finances de la province[3].

---

[1] Formulée par M. Priest, W. Stanbury et F. Thompson, « On the Definition of Economie Regulation », p. 1, in W. Stanbury (dir.), *Government Regulation: Scope, Growth, Process*, Montréal, Inst, de recherches politiques, 1980

[2] P. Issalys, « La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation », *Les Cahiers du droit*, vol. 24, n°4, 1983, p. 849-851

[3] Art. 13 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 3, LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 13, LVM du Yukon ; art. 13 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 13, LVM du Nunavut

110. – La tutelle administrative – Au Canada, si ces organismes font partie de l'appareil administratif, ils sont caractérisés par une certaine autonomie à l'égard du pouvoir exécutif et par une spécialisation de leur domaine d'activité[1].

Cependant, leur autonomie ne peut pas être totale. Ils appartiennent à l'appareil administratif de l'État. Si le lien hiérarchique par rapport au ministre de tutelle a eu tendance à se relâcher, il subsiste toujours des formes de subordination, mais moins contraignantes. La doctrine canadienne appelle ces divers procédés la « *tutelle administrative* ». Cela signifie que le ministre pourra par exemple, nommer les dirigeants de l'organisme, prévoir les dotations en personne, autoriser ou approuver son budget et certains actes (emprunts, nantissements, etc.). Les CVM ayant cette forme juridique sont concernées par tous ces procédés. Ces divers mécanismes reposent nécessairement sur une loi : ici la *Loi sur les valeurs mobilières*. Ces mécanismes de tutelles rattachent l'organisme administratif soit au gouvernement dans son ensemble, soit à un ministre en particulier. Dans le cas des CVM, il s'agit du ministre des Finances de la province.

111. – Les tribunaux administratifs – Il n'existe pas de classification officielle des organismes administratifs autonomes. Mais la doctrine a défini plusieurs catégories : les organismes consultatifs, les organismes de gestion administrative, les tribunaux administratifs et les organismes de régulation, les entreprises publiques et les établissements publics[2].

Selon une acception élargie de la notion de tribunal administratif, cette catégorie rassemble « *tout organe décentralisé de l'administration – ou même, à la limite, toute autorité administrative – exerçant une fonction juridictionnelle, que cette fonction soit la seule fonction exercée par cet organe, sa fonction dominante, ou l'une de ses diverses fonctions. Il convient cependant de réserver l'appellation de tribunal administratif aux seuls organismes investis de fonctions exclusivement juridictionnelles* [3] . » Le tribunal administratif est un organisme uniquement doté de fonctions juridictionnelles. Il statue selon des règles de droit préexistantes, sur des litiges opposant des parties, dont l'une est souvent un autre organe de l'Administration. Il est admis que le tribunal administratif doit jouir, dans l'exercice de sa fonction juridictionnelle, d'une réelle indépendance par rapport aux dirigeants politiques. C'est pour cette raison qu'en principe, seuls les organismes investis de fonctions exclusivement

[1] P. Issalys, « La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation », *op. cit.*, p. 839
[2] *Ibid*, p. 842
[3] *Ibid*, p. 843

juridictionnelles peuvent recevoir l'appellation de tribunaux administratifs. Ce sera le cas du Bureau de décision et de révision de la commission des valeurs mobilières du Québec et du Tribunal de la CVM du Nouveau-Brunswick, car étant séparés du reste des fonctions de la commission, ils n'exercent que leur mission juridictionnelle[1].

112. – Les organismes de régulation – Parmi les organismes administratifs autonomes, on trouve également les organismes de régulation. Ils sont souvent confondus dans l'acception élargie du tribunal administratif [2], car ils sont généralement aussi dotés de pouvoirs juridictionnels. Les mêmes raisons sont invoquées pour justifier la décentralisation : technicité du domaine, de compétence, souci d'efficacité et d'accessibilité que la lourdeur du système judiciaire classique ne permet pas d'assurer. Mais contrairement au tribunal administratif, l'organisme de régulation n'est pas limité à l'application de normes juridiques objectives. Les CVM multifonctionnelles entrent dans cette catégorie[3]. En effet, comme nous le verrons, ces autorités assument tant les fonctions de réglementation, de surveillance, que juridictionnelles.

113. – Définition législative des attributions de l'organisme administratif autonome – L'on décide de constituer un organisme administratif autonome lorsque les départements ministériels ne sont pas à même d'exercer certaines fonctions parce qu'elles relèvent, par exemple, d'un domaine trop spécialisé. Les attributions de l'organisme seront alors définies par la loi, de manière limitative, en l'occurrence les *Lois sur les valeurs mobilières* de chaque province. Toutefois, la définition de ces attributions ne s'appuie normalement pas sur une personnalité morale préexistante, dotée d'une capacité juridique générale. L'organisme n'a que les pouvoirs et compétences que lui attribue sa loi constitutive. Sa compétence ne se présume pas et doit toujours reposer sur un texte[4].

II – La question de l'indépendance par rapport au pouvoir exécutif

114. – Octroi de la personnalité morale à certaines commissions – Les CVM du Saskatchewan, du Manitoba, de Terre-Neuve et Labrador et de la Nouvelle-Écosse ont conservé la forme classique de l'organisme administratif autonome sans

[1] Voir *infra* n° 159 et n° 175
[2] Commission de réforme du droit du Canada, *Les organismes administratifs autonomes*, 1980, p. 38-44
[3] *Ibid*., p. 844
[4] *Ibid*., p. 841

personnalité morale. En revanche, les Commissions de l'Ontario, de la Colombie Britannique et de l'Alberta en sont désormais dotées[1]. Elles font toujours partie des organismes administratifs autonomes, mais sous l'appellation de « *société d'État* » ou « *corporation de la Couronne* ». Il s'agit d'un organisme administratif autonome constitué en une personne morale, disposant d'un patrimoine public et affecté à une tâche industrielle, commerciale ou financière.

115. – Autonomie renforcée – Ces organismes sont, du fait de l'octroi de la personnalité morale, dotés d'une plus large autonomie que les tribunaux administratifs et les organismes de régulation[2]. L'attribution de la personnalité juridique à ces commissions conduit à relativiser l'affirmation selon laquelle les autorités de régulation ne seraient que de simples démembrements du pouvoir exécutif. Avec la personnalité juridique, ces CVM ont acquis une indépendance jusque-là inconnue des autorités de régulation du secteur financier. Elles disposent d'un patrimoine, le pouvoir d'ester en justice et la responsabilité, ce qui leur confère une indépendance financière, budgétaire et juridique[3]. Par exemple, en tant que personne morale, la CVM de l'Ontario dispose d'un conseil d'administration, composé des membres de la Commission[4] et présidé par le président de la Commission[5].

116. – Maintien de la tutelle administrative malgré l'octroi de la personnalité morale – Pour autant, les CVM dotées de la personnalité morale peuvent rester soumises à certaines formes de tutelle administrative quant à leurs décisions les plus importantes[6]. Ainsi, le ministre des Finances de l'Ontario, mais aussi de la Colombie-Britannique et de l'Alberta, détient également la compétence de nommer les dirigeants de l'organisme, d'approuver son budget, de prévoir les dotations en personnels, d'autoriser ou d'approuver certains actes (emprunts, nantissements, etc.).

117. – Composition – La tutelle administrative se manifeste également dans la composition des CVM, même lorsqu'elles ont la personnalité morale. Les

---

[1] Art. 3(1), *LVM de l'Ontario* ; Art. 4 (1), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 11 (2), LVM de l'Alberta
[2] P. Issalys, « La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation », *op. cit.*, p. 845
[3] M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », *LPA*, 14 nov. 2003, n° 228, p. 6, n° 9
[4] Art. 3.1 (1), *LVM de l'Ontario*
[5] Art. 3.1 (3), *LVM de l'Ontario*
[6] P. Issalys, La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation, *op. cit.*, p. 845

Commissions sont composées de commissaires, qui sont nommés par le lieutenant-gouverneur en conseil de la province[1]. Le nombre des membres de la commission varie selon les provinces. Par exemple, en Ontario, la Commission peut être composée de neuf à seize membres[2], alors qu'en Colombie-Britannique le nombre est fixé à onze[3] et à sept au Manitoba[4].

De même, dans les provinces où l'encadrement est assuré par un surintendant, celui-ci est nommé par le lieutenant-gouverneur en conseil de la province ou du territoire[5]. Dans les provinces prévoyant une durée maximum de mandat, celle-ci est fixée par le lieutenant-gouverneur en conseil, et ne peut généralement pas excéder cinq ans[6]. Il désigne aussi par décret, parmi les membres qu'il a nommés, un président et parfois des vice-présidents (Art. 3(5), *LVM de l'Ontario*).

L'on peut s'étonner du caractère largement discrétionnaire dans le choix des nominations. En effet, les LVM ne prévoient aucune exigence en terme de compétences ou de diplômes. Cela nous semble particulièrement regrettable, surtout au regard des nombreux pouvoirs dont sont dotées les CVM[7].

118. – Le rôle du ministre des Finances dans la gestion des CVM – En outre, les Commissions sont des sociétés d'État autofinancées, responsables devant l'Assemblée législative de leur province par l'intermédiaire du ministre des Finances provincial. À ce titre, le ministre des Finances tient une place importante dans le fonctionnement des CVM. C'est, par exemple, en Ontario, par la pratique des « protocoles d'entente » que son intervention se manifeste. En effet, tous les cinq ans, la Commission et le ministre des Finances concluent un protocole d'entente dans lequel sont définis : les responsabilités et rôles respectifs du ministre et du président de la Commission ; les rapports existant entre la Commission et le ministre en ce qui concerne l'obligation de rendre compte ; la responsabilité qu'a la Commission de fournir au ministre ses plans d'activités, ses budgets de fonctionnement ainsi que ses projets de modifications importantes de son fonctionnement ou de ses activités ; et toutes les autres questions qu'exige le ministre[8]. La Commission a l'obligation de se

---

[1] Art. 4, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 3 (4), LVM de l'Ontario ; art. 13 (1), LVM de l'Alberta ; art. 2.1, LVM du Manitoba ; Saskatchewan, art. 4.1, LVM de la Nouvelle-Écosse

[2] Art. 3, LVM de l'Ontario

[3] Art. 4, LVM de la Colombie-Britannique

[4] Art. 2.1, LVM du Manitoba

[5] Art. 13 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 3, LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 13, LVM du Yukon ; art. 13 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 13, LVM du Nunavut

[6] Art. 3(4), LVM de l'Ontario

[7] Voir *infra* n° 121 et s.

[8] Art. 3.7 (1), *LVM de l'Ontario*

conformer à ce protocole, mais il est vrai que cette obligation n'est pas sanctionnée[1]. Dans certaines provinces, le ministre des Finances peut également demander à la Commission tout renseignement sur ses activités, son fonctionnement et ses affaires financières, qui est tenue de lui répondre dans les plus brefs délais[2].

Et tous les ans, les commissions doivent remettre au ministre des Finances, dans les six mois suivant la fin de chaque exercice, un rapport annuel sur les affaires de l'exercice, y compris leurs états financiers vérifiés[3]. Le ministre doit ensuite déposer ce rapport devant l'Assemblé[4] qui peut désigner un comité chargé de l'examiner et de formuler des opinions et recommandations[5]. On comprend que le pouvoir exécutif de la province dispose d'un droit d'intervention important dans la manière dont la Commission est gérée.

119. – Aspects financiers – Enfin, les commissions établissent leur budget. Les CVM disposent donc d'une certaine autonomie dans ce domaine. En effet, elles fonctionnent indépendamment du gouvernement et se financent au moyen des droits que versent les acteurs du marché. Par exemple en Ontario, malgré ce qui est normalement prévu par la *Loi sur l'administration financière*[6], les droits payables à la Commission et les recettes qu'elle tire de l'exercice de ses pouvoirs et fonctions ne font pas partie du Trésor. Ils sont affectés à l'exercice des pouvoirs et fonctions qui lui sont attribués par la LVM de l'Ontario[7]. On trouve le même type de dispositions pour les autres CVM[8].

Cependant, le gouvernement de la province joue à nouveau un rôle majeur dans la gestion financière des Commissions. Le ministre des Finances dispose du pouvoir de nommer une personne afin qu'elle examine tout ou partie des méthodes, activités ou pratiques financières ou comptables des Commissions[9].

Et même lorsque la Commission détient la personnalité morale, le ministre des Finances conserve un droit d'intervention. Par exemple, en Ontario, il peut établir « *des lignes directrices à l'égard de la distribution* » des sommes précédemment mentionnées reçues par la Commission (art. 3.4 (2.1) a et b, *LVM de l'Ontario*). En

---

1 Art. 3.7 (2), *LVM de l'Ontario*
2 Par ex. art. 3.8 (1), *LVM de l'Ontario* ; art. 20, LVM de la Colombie-Britannique
3 Art. 3.10 (1), *LVM de l'Ontario* ; art. 22, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 20 (1), LVM de l'Alberta ;
4 Art. 3.10 (2), *LVM de l'Ontario*
5 Art. 3.10 (3), *LVM de l'Ontario*
6 Loi sur l'administration financière, L.R.O. 1990, Chapitre F.12
7 Art. 3.4 (1), *LVM de l'Ontario*
8 Par ex. art. 15, LVM de la Colombie-Britannique
9 Art. 3.8 (2), *LVM de l'Ontario* ; art. 20 (3), LVM de la Colombie-Britannique

outre, lorsqu'elle a des excédents, la Commission est tenue de les verser au Trésor si le ministre lui en donne l'ordre et pour un montant qu'il détermine (art. 3.4 (3) a et b, *LVM de l'Ontario*).

120. – Conclusion – On peut constater que les commissions de valeurs mobilières, en raison de leur statut d'organisme administratif autonome, conservent des liens importants avec l'administration, ce qui peut susciter certaines interrogations. En effet, les membres sont nommés par le ministre sans qu'aucune condition particulière de compétence ou de diplôme ne soit requise, ce qui nous semble particulièrement regrettable. Un tel mode de nomination, si peu réglementé, peut engendrer des doutes sur la réelle impartialité des membres de ces commissions, ce qui constitue une difficulté lorsque l'on sait que ces Commissions cumulent tous les pouvoirs.

B – Le cumul des pouvoirs

121. – Le modèle Ontarien – Le modèle classique est fondé sur une commission des valeurs mobilières unique qui cumule les fonctions de réglementation et de sanction, créée sur le modèle américain de la *Security Exchange Commission*. Un peu à la manière la COB à ses débuts, les commissions multifonctionnelles cumulent tous les pouvoirs : le pouvoir d'édicter des règles, d'enquêter, de surveiller et de sanctionner[1]. Les Commissions sont dirigées par un bureau d'administrateurs composé de commissaires. À la suite des enquêtes menées par les commissions, les fonctions décisionnelles sont exercées au terme d'audiences contradictoires qui se tiennent devant des comités composés des mêmes commissaires[2]. Ce sont ainsi les commissaires qui réglementent, enquêtent et sanctionnent.

Ce modèle a longtemps été le seul existant au Canada et reste encore largement majoritaire. L'Ontario étant la plus grande place financière du Canada, les différentes CVM multifonctionnelles ont pris la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* en

[1] Par exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario peut imposer des interdictions temporaires ou permanentes et depuis 2005, elle dispose d'un pouvoir de sanction pécuniaire qui comprend les sanctions administratives (jusqu'à 1 million de dollars pour chaque manquement) et les ordonnances de restitution (restitution des profits). Voir site de la CVMO : http://www.osc.gov.on.ca/fr/About_about_index.htm

[2] S. Rousseau, « L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : une étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières », Étude de recherche préparée par la Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008, p.4-5

exemple, et leur Commission est souvent fondée sur le modèle de la CVM de l'Ontario.

122. – L'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* – Les commissions des valeurs mobilières sont chargées de l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières* et exercent les fonctions que leur attribue ce texte ou toute autre loi visée[1]. Les *Lois sur les valeurs mobilières* précisent parfois expressément quels sont les objectifs qui doivent guider la Commission. Par exemple, en Ontario, au Saskatchewan ou en Nouvelle-Écosse, la commission est chargée de « *protéger les investisseurs contre les pratiques déloyales, irrégulières ou frauduleuses et de favoriser des marchés financiers justes et efficaces et la confiance en ceux-ci*[2]. »

123. – La fonction de surveillance et de réglementation – Du point de vue règlementaire, les commissions ont pour mission d'administrer la *Loi sur les valeurs mobilières* ainsi que toute autre loi qu'elle mentionnerait. Partant, leurs attributions réglementaires se matérialisent dans la surveillance qu'elles exercent sur les assujettis à la LVM. Elles s'assurent qu'ils respectent les obligations édictées par la loi, par exemple en termes d'information continue, de rédaction d'un prospectus et de respect des règles liées aux offres d'achat.

La fonction règlementaire se manifeste encore par les « *politiques* » et les règlements administratifs que les commissions ont le pouvoir de prendre. En effet, les dirigeants des organismes de régulation peuvent énoncer des politiques, par lesquelles ils expliquent comment les lois et objectifs des lois doivent être interprétés et appliqués. Les politiques ont vocation à éclairer le personnel de la commission, mais ils visent surtout à informer le public et notamment les personnes assujetties à la régulation[3].

---

[1] Art. 3.2 (2), *LVM de l'Ontario*

[2] Art. 1.1, *LVM de l'Ontario* (L.R.O. 1990, CHAPITRE S.5) ; art. 3.1, *LVM du Saskatchewan* (SS 1988-89, c S-42.2,) ; art. 1 A (1), *LVM de la Nouvelle-Écosse* (RSNS 1989, c 418)

[3] Par exemple, la CVM de l'Ontario peut, en édictant des « règles », imposer certaines obligations aux personnes soumises à la LVM de l'Ontario. De cette manière, elle fixe notamment les conditions relatives à l'inscription (demande, renouvellement, révocation, suspension, dispense, etc), elle prescrit les fonctions que doit exercer le chef de la conformité dont doivent se doter les personnes inscrites, elle prescrit les exigences relatives à la divulgation et la communication de renseignement au public par les personnes inscrites, elle réglemente les offres d'achat, etc. (art. 143 (1), *LVM de l'Ontario*). La CVM de l'Ontario peut également édicter des « politiques ». Il s'agit de déclarations écrites par lesquelles la Commission énonce les principes, normes ou critères se rapportant à la prise d'une décision ou à l'exercice de l'un de ses pouvoirs discrétionnaires, ou encore par lesquelles elle énonce la façon dont elle entend appliquer ou interpréter une disposition de la LVMO, des règlements ou des règles, ainsi que les pratiques qu'elle suit dans l'exerce de ses fonctions (art. 143.8 (1), *LVM de l'Ontario*).

La Cour suprême du Canada a reconnu l'utilité de telles politiques sous l'angle de la prévisibilité des décisions[1].

124. – Les pouvoirs d'enquête – En tant qu'organisme administratif autonome, les CVM multifonctionnelles ayant pour mission de faire respecter le droit des valeurs mobilières de leur province, la *Loi sur les valeurs mobilières* leur confèrent le pouvoir de procéder à des enquêtes et investigations. Elle décrit les droits et obligations des personnes chargées de procéder à ces enquêtes. Les *LVM* se contentent généralement d'indiquer que la Commission peut nommer une personne afin qu'elle procède à une enquête[2]. Cette formulation générale permet de déduire qu'elle peut nommer un de ses commissaires pour mener une enquête.

L'étendue des pouvoirs d'enquête de la personne désignée par la Commission est large. En effet, elle peut enquêter sur toutes les opérations et les actifs détenus par la personne ou de la société faisant l'objet de l'investigation. Elle peut également consulter les rapports financiers ou de contrôle, présents ou passés, qu'entretient la personne ou la société avec d'autres personnes physiques ou morales. Enfin, la personne chargée de l'enquête peut examiner tout document ou objet en possession ou sous le contrôle de la personne qui fait l'objet de l'enquête, ou d'une autre personne.

Dans le cadre des enquêtes, la personne en ayant la charge est investie des mêmes pouvoirs que ceux qui sont conférés à la Cour supérieure de justice en matière d'actions civiles. À ce titre, elle peut assigner une personne, la contraindre à comparaître, l'obliger à témoigner sous serment ou non et la forcer à fournir certains documents. Mais les droits de la défense sont assurés, la personne étant appelée à témoigner pouvant se faire représenter par un avocat. La personne chargée de l'enquête dispose également du pouvoir de faire des visites sur place. Enfin elle peut procéder à des perquisitions, mais uniquement sur autorisation du juge.

Le président de la Commission ou un membre de la CVM ayant participé à la nomination de l'enquêteur, peuvent lui demander de fournir un rapport d'enquête sur la base duquel il pourra être décidé d'ouvrir une procédure de sanction. Lorsque l'affaire devra être jugée par un juge, la loi provinciale sur les valeurs mobilières

---

[1] *Capital Cities Communications c. Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes*, [1978] 2 R.C.S. 141, p. 171.

[2] Art. 11 à 18, LVM de l'Ontario ; art. 141 à 153, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 40 à 57, LVM de l'Alberta ; art. 12 à 20.2, LVM du Saskatchewan ; art. 21.1 à 28.2, LVM du Manitoba ; art. 27 à 29 E, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 28 à 36, LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 12 à 21, LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 28 à 36, LVM du Yukon ; art. 28 à 36, LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 28 à 36, LVM du Nunavut

permet parfois aux CVM de poursuivre directement les contrevenants devant les tribunaux de la province[1]. Dans le cas contraire elles doivent transmettre l'affaire aux procureurs de la Couronne.

125. – Les pouvoirs quasi-judiciaires – Enfin, les commissions multifonctionnelles disposent de pouvoirs quasi-judiciaires leur permettant de sanctionner les personnes qui commettent des manquements à la législation sur les valeurs mobilières.
En tant qu'organes chargés de l'encadrement et de la surveillance des marchés financiers et de la protection des investisseurs, les commissions de valeurs mobilières canadiennes détiennent depuis longtemps un pouvoir de sanction à l'encontre des personnes physiques ou morales qui auraient commis un manquement à la législation en la matière. En effet, dès 1928, l'Ontario adopte la *Security Frauds Prevention Act*, considérée comme la « *première véritable loi sur les valeurs mobilières*[2]. »
Elle fut directement inspirée des réformes américaines de l'époque. Elle prévoyait des dispositions interdisant la fraude ainsi qu'un mécanisme de sanction par des amendes ou des peines d'emprisonnement. La plupart des provinces ont suivi l'exemple ontarien dès 1929, à l'exception du Québec, qui a toujours été davantage influencé par le modèle civiliste français.
En vertu du fédéralisme canadien, le champ d'application des pouvoirs des CVM est en principe la province dans laquelle elle est constituée. On notera cependant, l'existence d'une coopération volontaire entre les autorités afin d'assurer qu'aucun manquement à la législation ne puisse leur échapper par un simple changement de juridiction[3].

126. – La saisine de la Commission – À la suite d'une enquête, la CVM peut décider d'ouvrir une procédure de sanction devant elle. Il faut remarquer dès à présent que seule la commission peut décider d'initier une procédure. Elle ne peut pas être saisie par des particuliers et cela même pour demander à la Commission le paiement d'une pénalité administrative ou la restitution des profits obtenus[4]. Seul le personnel de la

---

[1] Voir *infra* n° 328
[2] Professeur Y. Caron cité par S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit*., p. 11
[3] Voir *infra* n° 847 et 854
[4] Par ex. en Ontario, art. 127 (1), LVM : « La Commission peut, si elle est d'avis qu'il est dans l'intérêt public de le faire, rendre une ou plusieurs des ordonnances suivantes » et l'art. 127 (3.1), LVM : « Une personne ou une compagnie n'a pas le droit de participer à une instance dans laquelle une ordonnance peut être rendue en vertu de la disposition 9 ou 10 du paragraphe (1) du seul fait qu'elle peut avoir le droit de recevoir un montant payé aux termes de l'ordonnance. » ; art. 2.1, *Règles de procédure devant la CVMO*

commission peut introduire une instance afin que des sanctions soient prononcées. Pour cela, il doit déposer un rapport concernant les allégations, et l'instance débute lorsque la Commission publie cette déclaration et l'avis d'audience[1].

127. – Le respect du droit à un procès équitable – Au Canada, en tant qu'organisme de l'ordre administratif exerçant des fonctions quasi-judiciaires, lorsqu'elles exercent ces fonctions, les CVM multifonctionnelles sont considérées comme un « tribunal » au sens l'article 23 de la *Charte canadienne des droits et libertés de la personne* ainsi que l'a affirmé la Cour suprême avec l'arrêt *Régie des permis d'alcools* en 1996[2]. En effet, dans cette décision, la Cour suprême affirme que « *Le terme «tribunal» employé à [l'article 23 de la Charte] est défini à l'art. 56(1) de la Charte et inclut notamment «une personne ou un organisme exerçant des fonctions quasi judiciaires. » L'article 56(1) vise tout organisme exerçant des fonctions quasi judiciaires, même de façon ancillaire*[3]. »
À ce titre, la procédure devant cette instance doit obligatoirement respecter les exigences de l'article 23, qui est l'équivalent de l'article 6 de la Convention européenne, concernant le droit de toute personne à une « *audience publique et impartiale de sa cause par un tribunal indépendant.* » Les CVM ont toujours été tenues de respecter les droits de la défense et de se conformer aux exigences d'indépendance et d'impartialité. Aucune ordonnance ne peut être rendue par les commissaires sans qu'une audience ne soit tenue[4]. Chaque partie peut s'y faire représenter ou se représenter elle-même[5]. Au cours de l'audience, le personnel en charge de l'application de la loi et les personnes mises en cause présentent leurs éléments de preuve et leurs arguments. Cette audience est en principe publique. Les audiences sont entendues par un comité composé d'un à trois commissaires et la décision de sanction devra être publiée.

128. – La fonction de sanction assurée par les commissaires – Une fois que la Commission est saisie, la personne mise en cause sera entendue par un comité d'audience formé de commissaires agissant « *à titre d'arbitres impartiaux*[6]. » Le comité administratif est généralement qualifié de « *tribunal administratif disposant de pouvoirs quasi-judiciaires*. » Cela signifie qu'il s'agit d'instances administratives, qui ne sont pas

[1] Par ex. art. 2.5, Règles de procédure devant la CVMO
[2] *Québec Inc. c. Québec (Régie des permis d'alcool*), [1996] 3 R.C.S. 919
[3] *Ibid*.
[4] Par ex. en Ontario, art. 127 (4), LVM
[5] Par ex. art. 1.7.1, Règles de procédure CVMO
[6] Site de la CVMO : https://www.osc.gov.on.ca/fr/About_our-role_index.htm

présidées par un juge, mais au cours desquelles sont exercés des pouvoirs quasi-judiciaires[1].

Dans le modèle multifonctionnel, le pouvoir de sanction dévolu à la Commission est donc confié à certains de ses commissaires. Il n'y a aucune séparation institutionnelle, ni même fonctionnelle, entre la fonction réglementaire et de sanction. Ce sont les mêmes commissaires qui réglementent, tiennent les audiences et participent aux investigations. Traditionnellement, à l'instar de la COB française, la même autorité exerçait les fonctions de réglementation, d'enquête et de sanction. On connaît les nombreux débats que ce cumul a générés en France. Celui-ci a notamment abouti à la création d'une nouvelle structure, l'Autorité des marchés financiers, en 2003, dans laquelle a été opérée une séparation d'ordre fonctionnel entre le Collège, organe de réglementation, et la Commission des sanctions[2].

129. – Garanties d'impartialité – Cependant, certaines provinces ont prévu des dispositions afin de garantir l'impartialité et l'indépendance des commissaires en charge de tenir les audiences et de prononcer éventuellement des ordonnances de sanction. Par exemple, en Ontario, en Colombie-Britannique et en Nouvelle-Écosse, les membres de la Commission qui ont participé à une enquête ou un examen, ne peuvent pas siéger à l'audience que tient la Commission sur cette question, sauf si les parties y consentent par écrit[3]. En revanche, une telle prévention des conflits d'intérêt n'existe pas dans toutes les provinces. C'est le cas de l'Alberta, qui est pourtant l'une des provinces où les activités financières sont les plus importantes, ainsi qu'au Saskatchewan, au Manitoba, l'Ile du Prince Édouard, Terre-Neuve et Labrador, Yukon, les Territoires du Nord-Ouest et le Nunavut.

130. – Validation du modèle multifonctionnel par la jurisprudence canadienne – Malgré le respect des garanties procédurales et l'existence de dispositifs visant à garantir l'impartialité des commissaires exerçant les pouvoirs quasi-judiciaires, le cumul des fonctions au sein d'une même autorité a logiquement suscité des interrogations. Dans plusieurs décisions de la Cour suprême du Canada[4] ou de

---

1 CVMO, *Guide des instances d'application de la loi*, p. 5 : https://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Proceedings/osc_20111006_guide-enf-proceedings-fr.pdf

2 Voir *infra* n° 239

3 Art. 3.5 (4), *LVM de l'Ontario* ; art. 7 (4), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 18 (2), LVM de la Nouvelle-Écosse

4 *Brosseau c. Alberta (Securities Commission*) (1989) 1 R.C.S. 301

juridictions provinciales[1], la jurisprudence a pourtant estimé que dès lors que cette combinaison des fonctions était prévue par la *Loi sur les valeurs mobilières* de la province, aucune contestation en *Common Law* pour « *crainte raisonnable* » de partialité n'était possible.

131. – L'absence de « crainte raisonnable de partialité » - Dans la décision *Brosseau c. Alberta (Securities Commission)* de 1989, il s'agissait de savoir si le fait que le président de la Commission des valeurs mobilières de l'Alberta tienne une audition contre une personne alors qu'il avait participé à l'enquête relative aux allégations examinées lors de cette audition, était susceptible de faire naître une « *crainte raisonnable de partialité*[2]. » La crainte raisonnable de partialité est un principe de *Common Law* selon lequel « *nul ne doit être juge de sa propre cause*[3]. » Les juges se réfèrent à la jurisprudence *W. D. Latimer Co. Ltd.* de 1973, reposant sur des faits semblables, pour rappeler que ce principe connaît des exceptions. Et l'une de ces exceptions réside précisément dans le cas où « *le chevauchement de fonctions est autorisé par la loi, dans l'hypothèse où la constitutionnalité de la loi n'est pas attaquée*[4]. » Dans une telle situation, la participation d'une même personne à l'enquête et à la prise de décision ne donne pas, en elle-même, naissance à une crainte raisonnable de partialité. Pour cela il faudrait, ainsi que l'a affirmé le juge Dubin dans l'affaire *Latimer,* qu'il y ait eu « *un certain acte du tribunal qui excède l'exécution des fonctions que lui attribue le texte législatif*[5]. »

Ainsi, la jurisprudence canadienne valide le modèle multifonctionnel lorsqu'il est prévu par la loi et qu'il assure le respect des garanties procédurales et notamment le droit à un procès équitable. C'est précisément le cas, car en tant qu'organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges, la Commission quand elle sanctionne, est considérée comme un « tribunal » au sens l'article 56 (1) de la *Charte canadienne des droits et libertés de la personne*.

132. – Maintien des interrogations sur l'opportunité du système multifonctionnel – Bien que la jurisprudence ait validé le système multifonctionnel et l'imbrication des pouvoirs qui en résulte, le débat ne s'est pas pour autant tari. En effet, des

---

[1] *W.D. Latimer Co. Ltd. c. Ontario (Procureur général*), (1974) 6 O.R. (2s) 129 (CA de l'Ont.) ; *E.A. Manning Ltd. c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, (1995) 23 O.R. (3d) 257 (CA de l'Ont.)
[2] *Brosseau c. Alberta (Securities Commission), op. cit*., p. 308
[3] V. par ex. *Baker c. Canada (Ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration*), [1999] 2 RCS 817
[4] *Ibid*., p. 309-310
[5] *W.D. Latimer Co. Ltd. c. Ontario (Procureur général), op. cit*., p. 140-141

inquiétudes se sont manifestées[1] du fait que les autorités ont le pouvoir de créer des normes juridiques d'application générale, sous forme de règlements, et que ces mêmes autorités sont, en même temps, appelées à statuer sur l'application de ces normes lorsqu'elles exercent leurs fonctions juridictionnelles. On peut, en effet, s'interroger sur l'opportunité de confier tous les pouvoirs à des personnes qui n'ont ni la légitimité que confère le suffrage universel, ni l'impartialité qu'on présume chez les juges.
Ces critiques et interrogations ont connu un écho tout particulier au Québec.

§2 – Le nouveau modèle : la séparation des fonctions

133. – Plan – Malgré cette validation du modèle classique, le débat s'est poursuivi, notamment au Québec, qui a finalement opté pour un nouveau modèle (A). Cette initiative a ensuite inspiré une autre province, le Nouveau-Brunswick (B). Ainsi au travers de l'exemple de ces deux provinces, particulièrement du Québec, qui a été l'instigatrice du mouvement et pour laquelle nous disposons du plus de recul pour évaluer la réforme, l'on peut constater que le pluralisme canadien dans l'organisation de la régulation est bien présent.

A – Le modèle québécois

134. – Plan – Le débat relatif à l'opportunité de maintenir le système multifonctionnel a connu un regain d'intérêt lorsque la province envisageait une grande réforme de son système d'encadrement du secteur financier. Et inspiré par les discussions sur la réforme de la COB en France au début des années 2000[2], le Québec a commencé à réfléchir à l'opportunité d'opérer une véritable séparation des fonctions de réglementation et de sanction (I). Finalement, en 2003, est née l'Autorité des marchés financiers du Québec (AMFQ), dans laquelle deux organes bien distincts opèrent : l'Autorité qui est l'organe plénier et le Bureau de décision et de révision qui a la

[1] Groupe de travail sur les tribunaux administratifs, *Les tribunaux administratifs au Québec*, Québec, Éditeur officiel, 1973, pp. 44-45, cité par P. Issalys, « La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation », *Les Cahiers du droit*, vol. 24, n°4, 1983, p. 860
[2] Voir *infra* n° 223

charge exclusive des fonctions quasi-juridictionnelles. Ces deux entités restent toutefois des organismes administratifs autonomes ce qui n'est pas sans conséquences en termes d'indépendance par rapport au pouvoir exécutif (II). En revanche, l'organisation de la nouvelle autorité de régulation a pour conséquence une indépendance tant institutionnelle que fonctionnelle des deux fonctions de réglementation et de sanction (III). En cela, le Québec est allé plus loin que certaines provinces, comme l'Ontario, qui prévoient uniquement des dispositions permettant d'éviter qu'un même commissaire puisse intervenir à différents titres dans une même affaire[1]. Mais il est également allé plus loin que son modèle français dans la séparation, assurant ainsi un meilleur respect des exigences d'indépendance et d'impartialité. Il conviendra également d'analyser de quelle manière cette séparation s'opère et comment les rôles sont désormais répartis (IV).

I - La réforme québécoise

135. – Le modèle financier québécois – À la suite d'une réforme conséquente initiée en 2001, le Québec a fait le choix d'opérer une séparation non pas uniquement fonctionnelle, mais également institutionnelle entre les fonctions réglementaire et de sanction de sa commission des valeurs mobilières. À cette occasion, elle a été rebaptisée Autorité des marchés financiers.

Que ce mouvement ait débuté au Québec s'explique aisément. La province francophone a toujours été marquée par une identité très forte, due à sa double influence franco-britannique. Contrairement aux autres provinces canadiennes où est appliquée la *Common Law*, le Québec est doté d'un double système juridique, de droit civil inspiré du système romano-germanique français et de *Common Law* issu du système anglais pour le droit criminel[2]. Ainsi, dès l'entrée en vigueur du premier Code civil en 1866, celui-ci était logiquement appliqué au secteur des valeurs mobilières, l'action étant d'ailleurs toujours considérée comme un bien meuble incorporel par l'article 909. L'on se référait également à des concepts de droit civil

[1] Voir *supra* n° 129

[2] À l'époque de la Nouvelle-France, le Canada était régi par la Coutume de Paris. Puis, à la suite de la Conquête britannique, la Proclamation royale de 1763 abolit le droit français pour imposer le droit anglais. Cependant, par l'Acte de Québec en 1774, le Parlement britannique a restauré le droit civil français, tout en maintenant le droit criminel britannique. En 1866, après adoption par l'Assemblée législative de la province du Canada, le Code civil du Bas-Canada entre en vigueur. Il s'inspirait du droit en vigueur jusque-là au Bas-Canada et du Code Napoléon. Puis le Code civil moderne du Québec est adopté en 1980 puis réformé en 1991. Cette nouvelle version du Code civil est entrée en vigueur le 1er janvier 1994.

pour qualifier les relations des courtiers et conseillers en valeurs mobilières avec leur client, tels que le mandat, le contrat de services ou l'administration du bien d'autrui[1]. De même, en matière de responsabilité, alors que l'Ontario avait mis en place un régime statutaire de responsabilité civile pour les courtiers, le Québec a longtemps continué d'appliquer la responsabilité civile de droit commun du Code civil.
Ainsi, du fait de son système juridique partiellement civiliste inspiré de la France, le Québec a été influencé dans une moindre mesure par les modèles britannique et américain[2]. Cependant, jusqu'à la réforme de 2004, l'autorité de régulation financière du Québec, la Commission des valeurs mobilières, était également construite sur le modèle des CVM multifonctionnelles[3].

136. – Création d'une autorité unique – En 2001, le gouvernement du Québec a mandaté un Groupe de travail sur l'encadrement financier afin de « *revoir la structure d'encadrement du secteur financier québécois, et de formuler des recommandations afin d'en améliorer l'efficacité, tant en ce qui concerne la protection du public qu'en matière d'allègement du fardeau administratif et réglementaire pour l'industrie, dans le cadre des champs de compétence du Québec*[4]. » L'on reprochait au modèle québécois l'éclatement de la régulation du secteur financier en un trop grand nombre d'organismes différents. Cette situation devenait illisible pour les opérateurs de marchés. De plus, elle engendrait des coûts et un fardeau administratif inutiles, et se révélait nuisible à la protection du consommateur[5]. S'inspirant de la réforme britannique initiée à la fin des années 1990 qui a mené à la fusion de l'ensemble des autorités financières en une seule, la *Financial Services Authority*, le rapport du Groupe proposait donc de mettre en place un organisme unique, l'Agence d'encadrement du secteur financier du Québec qui assurerait la régulation de l'ensemble du secteur financier[6].

---

[1] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation, op. cit.*, p. 106
[2] Cependant, après avoir été touché par la crise de 1929, le Québec adopta en 1930 la *Loi sur la prévention des fraudes dans les valeurs mobilières* sur le modèle du *Security Frauds Prevention Act* de l'Ontario.
[3] En 1955, le Québec adopta sa première *Loi concernant les valeurs mobilières* inspirée du *Securities Act* de l'Ontario de 1945, directement issu du *Securities and Exchange Act* de 1934 américain, qui constitua la Commission des valeurs mobilières du Québec. En 1982, une grande réforme eut lieu avec l'adoption de la *Loi sur les valeurs mobilières* (LVM) qui visait à combler les lacunes de la loi de 1955. Inspirée du *Securities Act* de l'Ontario de 1978, cette révision avait notamment pour objectif de concilier le droit civil avec les règles de droit américain de Common law, afin de pouvoir répondre à un contexte où les affaires n'étaient plus limitées aux frontières de la province. Voir S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit.*, p. 20-21
[4] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », Rapport final, 2001, p. 89
[5] *Ibid.*, p. 90
[6] *Ibid.*, p. 106-107

C'est dans cette perspective qu'a été adoptée, le 11 décembre 2002, la *Loi sur l'agence nationale d'encadrement du secteur financier*, rebaptisée depuis *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* (LAMF) [1], qui a donné naissance à une nouvelle autorité de régulation centralisée et concernant l'ensemble du secteur financier : l'Autorité des marchés financiers. Cette nouvelle autorité est désormais chargée de l'encadrement du secteur des assurances, des valeurs mobilières, de la distribution de produits et services financiers et des entreprises de services monétaires[2]. En revanche, l'on sait qu'en France, les banques et les assurances sont supervisées par l'Autorité de contrôle prudentiel, créée par l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010[3] et non par l'Autorité des marchés financiers. Pour autant, le champ d'intervention de l'AMF ne saurait être minimisé. En effet, toute personne, quel que soit son statut est assujettie au contrôle de l'AMF dès lors qu'elle réalise des activités d'investissement, ce qui permet à l'action de l'AMF d'avoir un rayonnement très étendu en pratique, notamment aux banques et entreprises d'assurance.

137. – Mission de l'AMFQ – La nouvelle Autorité des marchés financiers québécoise (AMFQ) a désormais pour mission de prêter assistance aux consommateurs et utilisateurs de produits et services financiers. Elle doit également assurer l'encadrement des activités de distribution de produits et services financiers, des activités de bourse et de compensation et des marchés de valeurs mobilières et des dérivés, et veiller à ce que les institutions financières du secteur financier respectent les normes de solvabilité qui leur sont applicables et se conforment aux obligations que la loi leur impose (art. 4, *LAMF*).

138. – Le choix de la séparation des fonctions réglementaire et de sanction – La réforme a également porté sur la procédure de sanction devant l'autorité de marché. Dans ce sens, le rapport du Groupe de travail au Québec avait recommandé la création au sein de l'Agence, du « *Bureau des examens et décisions* » comme autorité distincte pour rendre les décisions de nature quasi judiciaire. Il aurait eu pour fonction de prendre des décisions, de réviser et révoquer les décisions prises par l'Agence. Il aurait également été en charge de sanctionner les intervenants du marché à la suite d'enquêtes menées par l'Agence, qui auraient consisté en des suspensions

[1] *Loi sur l'Agence nationale d'encadrement du secteur financier devenue Loi sur l'Autorité des marchés financiers*, L.R.Q., c. A-33.2.
[2] Depuis l'adoption de la Loi sur les entreprises de services monétaires du 1er avril 2012
[3] L'ACP est née de la fusion du Comité des entreprises d'assurances, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles.

de permis, des pénalités pécuniaires ou des poursuites pénales. L'objectif était que le Bureau prennent les décisions affectant le plus les droits des intervenants à la place de l'Agence afin d'assurer leur impartialité et indépendance par rapport aux décisions de l'administration générale de l'Agence[1].

139. – Fin du modèle multifonctionnel – L'on a opéré une scission institutionnelle entre la fonction de réglementation dévolue à l'Autorité et la fonction quasi-judiciaire, confiée à un nouvel organe créé à cet effet, finalement baptisé Bureau de décision et de révision. Le Québec a été la première province canadienne à avoir choisi de mettre un terme au modèle multifonctionnel. Ce choix a été influencé par la réforme française, le Québec ayant suivi les réflexions alors menées en France et qui ont abouti à la création d'un organe de sanction distinct de l'organe de réglementation afin d'offrir la meilleur garantie possible d'impartialité et d'indépendance[2]. De cette manière l'autorité de régulation se met à l'abri de toute remise en cause possible de sa procédure de sanction qui serait source d'insécurité juridique et nuisible à l'efficacité de son action. De plus, cette séparation structurelle présente l'avantage de rendre les choses extrêmement claires pour toutes les personnes en rapport avec l'AMF. Cela permet notamment de renforcer la confiance des opérateurs et de les rassurer quant à la parfaite impartialité et indépendance de ceux qui les jugent par rapport à ceux qui les poursuivent. Les dispositions créant le Bureau de décisions et de révision (art. 92 *LAMF*) et l'Agence (art.1 *LAMF*) sont entrées en vigueur le 3 décembre 2003. Ces derniers ont débuté leur activité le 1er février 2004[3]. Et, par la loi n° 2004-37 du 17 décembre 2004, l'Agence a été rebaptisée Autorité des marchés financiers. Désormais, l'autorité québécoise est donc scindée en deux organes distincts, l'Autorité et le Bureau de décisions et de révision au Québec.

II - Le maintien du statut d'organisme administratif autonome

140. – Le statut d'organisme administratif autonome – Avant l'AMFQ, la Commission des valeurs mobilières du Québec, à l'instar des autres CVM

[1] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », *op. cit.*, recommandation n° 11, p. 122

[2] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation, op. cit.*, p. 57

[3] Site du Bureau de décision et de révision, « Notre organisation », http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/default.aspx

multifonctionnelles avait le statut « *d'organisme administratif autonome*[1]» et n'était pas dotée de la personnalité morale[2].

141. – L'octroi de la personnalité morale à l'AMFQ – Lors de la réforme ayant créé l'AMFQ, il a été décidé de lui donner la personnalité juridique, comme ce fut le cas pour les CVM de l'Ontario, de la Colombie-Britannique et de l'Alberta. À l'article 1er de la *LAMF,* l'AMFQ est donc qualifiée de « *personne morale, mandataire de l'État*. » Avec l'octroi de la personnalité juridique, l'autorité de marchés dispose de la capacité d'ester en justice et répond désormais de ses fautes sur son propre patrimoine. Ainsi, il est prévu à l'article 2 de la *LAMF* que l'Autorité n'engage qu'elle-même lorsqu'elle agit en son nom. L'autorité de régulation acquiert ainsi une indépendance qu'il convient d'approuver.

142. – La qualification du Bureau en organisme administratif autonome – Il faut toutefois relativiser ces affirmations pour ce qui est du Bureau de décision et de révision, car il a hérité du statut d'organisme administratif autonome sans la personnalité juridique de la CVMQ. Il fait partie de la catégorie des tribunaux administratifs, car il exerce une fonction exclusivement juridictionnelle, contrairement à la CVMQ[3]. Partant, le Bureau n'est pas lui-même doté de la personnalité morale.

Pour autant, le Bureau dispose d'un statut particulier lui permettant d'assurer son indépendance par rapport au pouvoir exécutif, notamment au niveau financier. En effet, les fonds nécessaires à son activité ne sont pas prélevés sur le fonds consolidés du revenu[4], car le Bureau est un organisme du gouvernement autre que budgétaire au sens de l'article 2 de la *Loi sur l'administration financière* (L.R.Q. c. A-6). Dès lors, selon l'article 114 de la *LAMF*, les ressources du Bureau proviennent des « *sommes versées par l'Autorité dont le montant et les modalités de versement sont déterminés par le*

---

[1] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit*., p. 15

[2] Voir *supra* n° 108

[3] P. Issalys, *op. cit*., p. 843

[4] Fonds « constitué des sommes d'argent perçues ou reçues de quelque source que ce soit et sur lesquelles le Parlement a droit d'allocation. Toutes les transactions financières des ministères et des organismes budgétaires sont effectuées à même le Fonds consolidé du revenu. Ces transactions incluent notamment le dépôt de leurs recettes ainsi que le paiement de leurs dépenses et de leurs investissements en immobilisation. » Cf. Portail du Québec : http://www4.gouv.qc.ca/fr/Portail/citoyens/programme-service/Pages/Info.aspx?sqctype=sujet&sqcid=1844

gouvernement » et des « *sommes perçues en application du tarif des droits, honoraires et autres frais afférents aux demandes entendues devant le Bureau*. »
Cependant, tout comme les autres CVM, ni l'Autorité ni le Bureau ne sont totalement autonomes par rapport à l'exécutif, ce qui est logique, la *LAMF* qualifiant l'AMFQ de « *mandataire de l'État* » et le Bureau étant un organisme administratif. Malgré la séparation, ils sont donc toujours soumis à la « *tutelle administrative*[1] », notamment en matière budgétaire et de nomination des membres.

143. – Droit de regard en matière budgétaire – En tant qu'organisme gouvernemental, la CVMQ n'avait pas d'autonomie patrimoniale totale. Le gouvernement était propriétaire en tout ou partie de ses actifs. Cela n'a pas évolué avec la création de l'AMFQ puisqu'en vertu de l'article 2 de la *LAMF*, ses biens font toujours partie du domaine de l'État. L'Autorité et le Bureau sont également placés sous la supervision du gouvernement en matière budgétaire. Ainsi, les articles 110 et 47 de la *LAMF* disposent que tous les ans, le Président du Bureau et l'Autorité doivent soumettre au ministre leurs prévisions budgétaires pour l'exercice suivant. Le gouvernement doit ensuite approuver le budget qui est alors transmis au ministre des Finances. Et l'article 108 de la *LAMF* prévoit que le gouvernement peut déterminer par voie de règlement le tarif des droits, honoraires et autres frais afférents aux demandes entendues devant le Bureau[2]. De plus l'autorité rend compte de son activité à son gouvernement, l'AMFQ et le Bureau devant chacun produire leurs états financiers et un rapport de leurs activités pour l'exercice précédent au ministre (art. 42, 112 et 113, *LAMF*).

144. – Pouvoir d'intervention direct du gouvernement – En outre, le pouvoir exécutif dispose parfois d'un pouvoir direct. C'est le cas en matière de nomination des membres, où le pouvoir d'intervention du gouvernement est très important, puisqu'il nomme la totalité des membres du Bureau. Ce pouvoir de nomination exclusif conféré au gouvernement des provinces est loin d'être anodin au regard de l'indépendance de l'autorité de régulation. En effet, cela renforce le contrôle qu'il peut exercer sur sa politique, ce qui nous semble comporter certains risques pour

[1] P. Garant, *Droit administratif*, Montréal, Yvon Blais, 1981, pp. 461-540 cité par P. Issalys, *op. cit.*, p. 839
[2] Sur cette question, le législateur québécois a également suivi la recommandation du Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier au Québec prévoyant que le gouvernement approuve le budget annuel, les droits, les tarifs, les barèmes de rémunération et les plans d'effectif afin d'éviter l'escalade des coûts de fonctionnement qui avait pu être constatée ailleurs au Canada. Voire Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », Rapport final, 2001, p. 110

l'indépendance de la CVM[1]. Or, la nouvelle organisation imaginée par le Québec ne résout absolument pas ce problème.

145. – L'organisation administrative – En effet, le Bureau comporte un Président et un vice-président, qui exercent leur mandat à temps plein (art.99 al.2 LAMF). Le Bureau est divisé en deux directions. La direction du secrétariat général et des affaires juridiques assure les services du greffe du tribunal, reçoit et traite les demandes d'audience. Elle gère le rôle des audiences et organise l'accès aux documents du greffe. Et la direction de l'administration est responsable de la planification, de l'organisation, du contrôle, de l'évaluation des activités reliées à la gestion des ressources humaines, financières, matérielles et informationnelles[2].

146. – Composition du Bureau – Les membres sont élus pour un mandat de cinq ans non renouvelable par le gouvernement qui en détermine le nombre (art. 97, *LAMF*). De cette disposition très lapidaire, on peut déduire, qu'à l'instar des CVM classiques, la loi n'impose pas que les membres du Bureau remplissent des conditions particulières pour être nommés. Le choix est laissé à la complète discrétion du gouvernement.
Ainsi, le gouvernement québécois choisit l'ensemble des membres et nomme le président et le vice-président, ce qui peut susciter certaines interrogations relatives à l'indépendance de l'organe par rapport au pouvoir exécutif et à son impartialité.
Depuis sa création, les membres du Bureau ont toujours été des spécialistes en matière de valeurs mobilières et généralement des avocats ou des juristes. Actuellement ils sont au nombre de quatre et sont tous issus de l'ancienne CVMQ[3]. Bien que tous les membres du Bureau soient avocats ou juristes spécialisés dans les valeurs mobilières, au regard des exigences d'indépendance et d'impartialité que l'on attend d'un organe de sanction, il est particulièrement regrettable qu'il n'y ait aucun juge au sein du Bureau québécois. D'autant que le Québec affirme dans ces textes, avec beaucoup de clarté, le rôle de « tribunal » du Bureau amené à « trancher des litiges » aussi bien entre l'AMF et un administré, qu'entre administrés. Certes, le Bureau a notamment pour mission de sanctionner les professionnels. Il est très appréciable que des personnes qui connaissent bien ces métiers et les exercent soient

[1] Voir *supra* n° 116

[2] Site du Bureau, « Organisation administrative » : http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/orgAdm.aspx

[3] Ils ont tous fait des études de droit et ont une expérience poussée dans la finance et trois d'entre eux sont membres du Barreau du Québec : Site du Bureau « Composition du tribunal » : http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/composition.aspx

présentes. Cependant, le Bureau étant exclusivement doté de pouvoirs quasi-judiciaires, il nous semble qu'il aurait été plus qu'opportun de prévoir la présence obligatoire de magistrats professionnels. En effet, les magistrats disposent d'un savoir faire et d'une connaissance de la fonction de juge que ne peuvent atteindre des professionnels.

147. – La révocation des membres – Enfin en conséquence de son pouvoir de nomination, le gouvernement québécois détient aussi le pouvoir de révoquer les membres du Bureau selon l'article 55 de la *Loi d'interprétation* (L.R.Q c.), mais uniquement dans des cas exceptionnels, l'inamovibilité étant une « *condition essentielle de l'indépendance*[1]. » En effet, la Cour suprême du Canada, dans la décision *Valente c. La Reine* de 1985, rappelle à propos des juges de cour provinciale que « *l'inamovibilité, de par son importance traditionnelle, est la première des conditions essentielles de l'indépendance judiciaire*. » Ainsi un juge ne doit pouvoir être révoqué que « *pour un motif déterminé*[2]. » Ce motif doit être lié à sa capacité d'exercer telle qu' « *une incapacité ou une invalidité qui l'empêche de remplir utilement ses fonctions et est due à l'âge ou à une infirmité, au fait qu'il s'est rendu coupable de mauvaise conduite, au fait qu'il n'a pas rempli utilement ses fonctions ou à celui que, par sa conduite ou pour toute autre raison, il s'est mis dans une situation telle qu'il ne peut remplir utilement ses fonctions*[3]. »
Il est remarquable qu'alors même que les membres du Bureau ne sont pas des juges, parce qu'ils exercent une fonction quasi judiciaire, la doctrine canadienne estime qu'il est nécessaire de garantir leur indépendance en leur appliquant la jurisprudence relative à l'indépendance des juges. Et pourtant, l'on n'a pas jugé opportun que de véritables magistrats siègent à ce « tribunal ».

148. – Conclusion – La réforme et la création d'un véritable tribunal administratif n'a pas véritablement modifié les liens entre l'autorité de marché et le pouvoir exécutif, car l'Autorité comme le Bureau restent des organismes administratifs autonomes. En revanche, l'on peut constater un changement radical par rapport au modèle classique multifonctionnel, dans l'indépendance inédite que la création du Bureau a engendré entre l'Autorité, organe plénier, et le Bureau, organe quasi juridictionnel.

---

[1] S. Rousseau, « L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : un étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières », Étude de recherche préparée par la Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008, p. 15
[2] *Valente c. La Reine*, (1985), 2 R.C.S. 673, p. 4-5
[3] *Ibid.*, p. 30

III - L'indépendance garantie du Bureau par rapport à l'Autorité

149. – Plan – Il ressort de cette nouvelle organisation que le Bureau est indépendant de l'Autorité, tant du point de vue institutionnel (a), que fonctionnel (b).

a) Indépendance institutionnelle

150. – Une séparation institutionnelle du Bureau et de l'Autorité – Au Québec, un choix original a été fait quant à la structure de l'autorité de régulation. En effet, les organes de réglementation et de sanction ne sont pas les deux composantes d'une même entité. Ils sont en réalité deux organes complètement distincts l'un de l'autre, existant côte à côte. L'Autorité des marchés financiers assure la réglementation du secteur financier. Elle est une personne morale (art. 2, *LAMF*), tandis que le Bureau de décision et de révision est un organisme administratif autonome non doté de la personnalité morale (art.178, *Loi sur la justice administrative*).
La séparation institutionnelle retenue au Québec engendre diverses conséquences permettant de constater que l'indépendance de l'organe sanctionnateur s'en trouve davantage garantie que dans le modèle multifonctionnel.

151. – Séparation physique du Bureau et de l'Autorité – D'une part, le Bureau exerce ses fonctions dans des bâtiments distincts de l'Autorité, ce qui lui permet d'apparaître réellement comme un tiers parfaitement neutre aux litiges qu'il tranche en assurant une séparation physique entre lui et l'Autorité[1]. De plus, le Bureau et l'Autorité ont chacun un site internet différent, ce qui suppose une communication distincte et propre à chacun. En revanche, ils publient un bulletin commun, traduisant la complémentarité de leurs activités.

152. – Indépendance financière du Bureau par rapport à l'AMF – D'autre part, le Bureau bénéficie d'une autonomie financière et budgétaire totale par rapport à l'Autorité. Il établit son propre budget qui, comme celui de l'Autorité est financé en partie, directement ou indirectement par les intervenants sur les marchés (art. 114, *LAMF*). Il est vrai qu'une partie de ses ressources provient des sommes versées par l'Autorité à un fonds utilisé pour financer les activités du Bureau. Toutefois son

[1] S. Rousseau, « L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : une étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières », *op. cit.*, p. 17

indépendance est garantie, puisque c'est le gouvernement qui détermine le montant de ces sommes. Le Bureau n'a donc aucune négociation à mener avec l'AMF pour garantir son financement. Cette autonomie budgétaire et financière, implique également que le Bureau produit ses propres états financiers (art.112, *LAMF*) et rapports annuels (art.113, *LAMF*). Et il présente au ministre, pour approbation, un budget séparé de celui de l'Autorité (art. 110, *LAMF*).

b) Indépendance fonctionnelle

En outre, il semble qu'en raison de la séparation institutionnelle entre le Bureau et l'Autorité, l'indépendance fonctionnelle de celui-ci soit bien assurée.

153. – Une définition claire des rôles au Québec – En effet, concernant la procédure devant le Bureau, les rôles de celui-ci et de l'Autorité sont clairement définis. Le Bureau agit comme un juge neutre qui tranche un litige entre deux parties, dont l'une d'entre elles peut être l'Autorité, représentée par un procureur. Dès lors, l'Autorité est elle-même considérée comme une partie au litige, au même titre que le serait un justiciable introduisant une demande devant le Bureau.

154. – Indépendance décisionnelle – Cette définition claire des rôles, respectée par chaque entité, assure au Bureau une indépendance totale dans sa prise de décision, lui permettant de créer sa propre jurisprudence sans subir l'influence de l'Autorité. Par exemple, dans l'affaire *Mega Brands*, où l'Autorité reprochait au fabricant de jouets d'avoir exercé un nombre important d'options d'action en décembre 2005 et pendant toute la période ayant précédé la mort d'un enfant de 21 mois aux États-Unis après avoir avalé des pièces aimantées d'un jouet de la marque. Elle accusait quatre dirigeants de Mega Brands d'avoir réalisé ces transactions en raison de leur possession d'une information privilégiée et réclamait au Bureau une amende de 6,5 millions de dollars. Mais dans sa décision du 5 septembre 2012[1], celui-ci a estimé que l'Autorité n'était pas parvenue à prouver que l'information dont les dirigeants disposaient lors des transactions de 2005 était une information privilégiée[2]. Ce type d'exemple tend à révéler l'absence d'influence de l'Autorité sur le Bureau dans l'exercice de ses fonctions quasi juridictionnelles.

[1] *Autorité des marchés financiers c. M. Bertrand et autres*, dossier n° 2011-022, décision n° 2011-022-001, (5 septembre 2012)
[2] « L'AMF incapable de prouver que des délits d'initiés ont été commis chez Mega Brands », *Les affaires.com*, 6 septembre 2012.

Mais s'il est vrai qu'au Québec, les rôles de l'Autorité et du Bureau ont été clairement définis dès l'origine, assurant ainsi l'indépendance du Bureau dans sa prise de décision, il apparaît nécessaire de relativiser quelque peu cette affirmation en raison de la notion d'intérêt public.

155. – La réserve de l'interprétation de l'intérêt public par le Bureau – En effet l'alinéa 1er de l'article 93 de la *LAMF* dispose que « *le Bureau exerce la discrétion qui lui est conférée en fonction de l'intérêt public.* » Cela signifie que lorsque le Bureau rend une ordonnance de sanction administrative contre une personne en vertu des pouvoirs que lui confère la législation, il doit le faire dans l'intérêt public[1], tout comme les autres CVM lorsqu'elles exercent leur pouvoir de sanction[2]. Mais l'alinéa 2 ajoute que « *le Bureau ne peut, lorsqu'il apprécie les faits ou le droit pour l'application de ces lois, substituer son appréciation de l'intérêt public à celle que l'Autorité en avait faite pour prendre sa décision*. »
Cette disposition semble mettre à mal l'indépendance du Bureau dans ses prises de décisions relevant de l'intérêt public. Ici son pouvoir est limité à celui de réviser la décision déjà prise par l'Autorité, mais sans avoir la possibilité d'y substituer sa propre interprétation de l'intérêt public s'il se trouvait en désaccord avec celle de l'Autorité[3].

156. – Conclusion – Ainsi, la création du Bureau a permis de rendre la fonction quasi juridictionnelle indépendante des autres fonctions attribuées à l'autorité de marché en opérant une séparation tant fonctionnelle qu'institutionnelle. Cela permet aux personnes interagissant avec le Bureau de s'assurer de la parfaite impartialité de ses membres par rapport à ceux de l'Autorité. Il convient à présent de comprendre exactement quel est le rôle du Bureau et de l'Autorité et comment leurs fonctions s'articulent.

---

[1] M. Condon, « L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », Monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 24 oct. 2003, en ligne : http://www.wise-averties.ca/reports/html/9F_enforcement/9F_enforcement_complete.html
[2] Sur la notion d'intérêt public Voir *infra* n° 285
[3] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation, op. cit.*, p. 32

IV - Les fonctions respectives de l'Autorité et du Bureau

156. – Plan – L'autorité a hérité des pouvoirs administratifs de la CVMQ (a), tandis que le Bureau a recueilli exclusivement des pouvoirs quasi juridictionnels (b).

a) Les pouvoirs administratifs de l'Autorité

157. – La fonction règlementaire assurée par l'Autorité – L'Autorité est l'organe plénier. Assumant les pouvoirs administratifs conférés à l'ancienne CVM du Québec, elle détient le pouvoir de réglementation et le pouvoir de mener des enquêtes et investigations.
Elle a hérité de tous les pouvoirs généraux : édicter un règlement général, prendre des décisions individuelles, prononcer des injonctions et ouvrir des procédures de sanction. Elle est également chargée de l'application de la *Loi sur les valeurs mobilières*. À ce titre, elle dispose, comme le Collège de l'AMF française d'un pouvoir de décision individuelle concernant l'examen des prospectus, l'octroi des visas, et des exemptions. Elle peut également édicter des règlements et instructions générales (art. 274 et 331 et s. *LVM*).

158. – Enquêtes et investigations – En outre, la loi lui confie des pouvoirs d'application de la loi. Elle a hérité du pouvoir de mener des enquêtes qui appartenait anciennement à la CVMQ (art. 237 et s. *LVM*). Ainsi, le Bureau ne participe pas aux enquêtes et aux vérifications, ce qui permet d'assurer sa pleine impartialité lorsqu'il prononce une sanction. En revanche, elle ne dispose pas de pouvoirs quasi judiciaires, qui appartiennent exclusivement au Bureau.

b) Les pouvoirs quasi-judiciaires du Bureau

159. – La fonction quasi-judiciaire assurée par le Bureau – Le Bureau a hérité de tous les pouvoirs quasi-judiciaires qui appartenaient autrefois à la CMVQ. Il peut donc prononcer des sanctions professionnelles disciplinaires et pécuniaires.
Selon l'article 178 de la *Loi sur la justice administrative* (L.R.Q., c. J-3), Le Bureau est désigné par le Conseil de la justice administrative dans la *Gazette officielle du Québec*[1] comme un organisme de l'ordre administratif chargé de trancher les litiges opposant

[1] *Gazette officielle du Québec*, 14 avril 2012, 144e année, n° 15, p. 488

un administré à une autorité administrative ou à une autorité décentralisée mettant en œuvre un programme gouvernemental.

160. – Le rôle élargi du Bureau : trancher des litiges – Se définissant lui-même comme « *un tribunal indépendant et impartial spécialisé dans le secteur financier* », le Bureau de décision et de révision a pour mission de « *préserver la confiance des épargnants envers les marchés financiers, assurer le bon fonctionnement des marchés et la protection du public et favoriser l'accès à une information fiable et complète sur les intervenants, les produits et les services financiers offerts*[1]. » Pour cela lui ont été confiées des fonctions quasi-judiciaires ou quasi juridictionnelles définies comme le fait de « *juger des contestations entre parties, c'est-à-dire décider, à la manière d'un juge, sur l'existence de faits et leur appliquer de manière impartiale des règles de droit. La contestation entre parties intervient entre un administré et une autorité administrative lorsque celle-ci a rendu antérieurement, ou s'apprête à le faire, une décision qui prive l'administré d'un droit*[2]. » Dès lors, ainsi que l'énonce l'alinéa 2 de l'article 115.3 de la *LAMF*, le Bureau exerce « *toutes les attributions d'un juge de la Cour supérieure sauf celle d'imposer une peine d'emprisonnement*. »

Ainsi, le rôle assigné au Bureau est beaucoup plus large que celui des CVM multifonctionnelles lorsqu'elles exercent la fonction quasi-judiciaire. En effet, il agit en tant que « *tribunal administratif chargé en première instance, à la demande de l'Autorité ou de toute personne intéressée, d'exercer certains pouvoirs prévus par* Loi sur les valeurs mobilières, *la* Loi sur les instruments dérivés *et la* Loi sur la distribution de produits et services financiers.[3] »

161. – Qualité pour agir – N'importe quelle personne ayant un intérêt à agir peut saisir le Bureau. L'article 93 de la *LAMF* prévoit que le Bureau peut être saisi par « *l'Autorité ou toute personne intéressée pour exercer les fonctions et pouvoirs prévus par la présente loi, la* Loi sur la distribution de produits et services financiers *(chapitre D-9.2), la* Loi sur les entreprises de services monétaires *(chapitre E-12.000001), la* Loi sur les instruments dérivés *(chapitre I-14.01) et la* Loi sur les valeurs mobilières *(chapitre V-1.1)* », sauf lorsque la disposition stipule expressément que seule l'Autorité peut le saisir. Dès lors, le Bureau connaît des litiges auxquels il n'est pas lui-même partie,

[1] Site du Bureau, « Mission » : http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/mission.aspx
[2] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », *op. cit.*, p. 53
[3] Site du Bureau, « Historique et rôle du Bureau » : http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/historique.aspx

dont il ne se saisit pas et qu'il tranche en se fondant sur des considérations de légalité et à partir des faits prouvés devant lui. Partant, il est totalement désintéressé quant à l'issue du litige. Il agit comme un tiers neutre, auquel les parties s'en remettent[1].

162. – Le respect du droit à un procès équitable – En tant qu'organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges, le Bureau est un « tribunal » au sens de l'article 23 de la *Charte canadienne des droits et libertés de la personne*. Comme les autres CVM lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs quasi-judiciaires, le Bureau doit respecter les droits de la défense et les exigences en terme d'indépendance et d'impartialité. Plusieurs textes provinciaux ont vocation à s'appliquer à la procédure de sanction devant le Bureau. Tout d'abord en tant qu'organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges, le Bureau est assujetti aux dispositions de la *Loi sur la justice administrative*[2] qui établit les règles générales de conduite et la procédure à suivre pour cet organisme[3]. Ensuite la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur l'Autorité des marchés financiers* prévoient également des règles de procédure. Enfin, en vertu de l'article 115.2 de la LAMF qui dispose que « *le Bureau détermine les règles de procédures applicables à ses audiences* », un *Règlement sur les règles de procédures du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières*[4] a été adopté en 2005.

163. – Traduction dans la loi des exigences de l'article 23 – De manière générale, l'article 9 de la *Loi sur la justice administrative* dispose que les procédures menant à une décision prise par un organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges opposant un administré à une autorité administrative ou à une autorité décentralisée telle que le Bureau, sont conduites de manière à permettre « *un débat loyal, dans le respect du devoir d'agir de façon impartiale*. » Dès le stade de l'enquête, le Bureau doit respecter le principe du contradictoire et les droits de la défense : la personne mise en cause a notamment le droit de se faire assister par un avocat (art.14.2, *LAMF*). Ainsi, dès sa création, en raison de sa qualification d'organisme de l'ordre administratif chargé de trancher des litiges, le Bureau était soumis aux obligations procédurales prévues pour ce type d'entités, tout comme l'était déjà à l'époque la CVMQ.

---

[1] *Ibid*.
[2] *L.R.Q.*, c. J-3
[3] S. Rousseau, « L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : un étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières », *op. cit.*, p. 21
[4] R.R.Q, c. A-33.2, r.1

164. – Déroulement de la procédure - Concrètement, la procédure devant le Bureau suit de près les étapes de la procédure d'un procès classique, mais ne diffère pas véritablement de la procédure existante devant les CVM multifonctionnelles[1]. Ainsi, si l'Autorité introduit une demande, elle le fera à la suite d'une enquête. L'Autorité québécoise procède tout d'abord à une pré-enquête afin de vérifier le sérieux d'une plainte ou d'une allégation d'infraction à la loi. Si cela est justifié, elle entreprend une enquête formelle au terme de laquelle un rapport est rédigé puis soumis à la Direction du contentieux de l'AMF qui détermine les sanctions ou mesures qui devraient être prises. Puis, les procureurs de l'Autorité décident d'introduire soit un recours judiciaire devant les tribunaux, soit un recours quasi-judiciaire devant le Bureau[2].

165. – La saisine – Si le procureur de l'Autorité décide de saisir le Bureau, il doit alors déposer une demande introductive d'instance auprès du Bureau dans les mêmes conditions que n'importe quelle personne intéressée le ferait, selon les règles posées par la Section II du Règlement qui en organise la procédure de dépôt.

166. – L'audience – Une fois le Bureau saisi, l'un des membres du tribunal est désigné pour prendre en charge et instruire l'affaire, un peu à la manière du rapporteur de la Commission des sanctions en France. Le membre du Bureau en charge de l'affaire peut appeler quiconque à témoigner devant lui sous serment (art. 115.4, *LAMF*) et peut exiger la communication ou la remise de toute pièce utile à l'audience (art. 115.5, *LAMF*). Ensuite, les parties sont convoquées à l'audience par un avis d'audience qui leur est envoyé par lettre[3].
Classiquement, le Bureau est maître de la conduite de l'audience (art. 11, *LJA*). Les parties doivent pouvoir être entendues, particulièrement la partie contre laquelle une décision défavorable va être rendue (art. 115.8, *LAMF*) et la défense doit pouvoir s'exprimer en dernier (art. 10, *LJA*). À tous les instants le contradictoire s'exprime. Les débats sont en principe publics sauf s'il y a une crainte d'atteinte à l'ordre public (art. 10, *LJA*). Ce principe a été prévu dès l'institution du Bureau en 2004 au Québec.

167. – La décision – Selon l'article 103 de la *LAMF*, en principe les décisions du Bureau sont prises par un seul membre. Le président peut prévoir une formation

[1] Voir *supra* n° 126
[2] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit.*, p. 176-177
[3] Site du Bureau, « Guide pour les audiences » : http://www.bdr.gouv.qc.ca/fr/guideAudience.aspx

collégiale en raison de la « *complexité ou de l'importance d'une affaire*. » Mais le principe n'est donc pas celui de la collégialité. En cas d'égalité des voix, le président du Bureau ou le vice-président qui préside a voix prépondérante (art. 103, al. 2, *LAMF*). Enfin, la décision du Bureau doit être communiquée « *en termes clairs et concis aux parties et aux autres personnes indiquées dans la loi* » (art. 13, *LJA*). Elle doit être écrite et motivée (art. 13, *LJA* et 115.11, *LAMF*). Ces dispositions sont parfaitement en accord avec la nécessité de respecter les droits de la défense et doivent être approuvées. Les décisions rendues par le Bureau sont exécutoires dès que les parties en ont été avisée. Les décisions du Bureau sont susceptibles de recours devant le juge.

168. – Conclusion – Quoique doté d'une nature quasi juridictionnelle, le Bureau n'est pas uniquement chargé de statuer sur les allégations de manquements à la législation qui lui sont présentées par l'Autorité. Il peut également trancher des litiges entre particuliers, ce qui semble bien tenir compte de l'objectif de protection des investisseurs. En revanche, au regard des pouvoirs quasi judiciaires conférés à ces organes, on peut regretter que le Bureau ne compte aucun juge parmi ses membres contrairement à la Commission des sanctions française. Il en va de même des pouvoirs quasi discrétionnaires et exclusifs qui sont donnés au gouvernement en matière de nomination qui posent la question de l'importance de l'indépendance du Bureau, qui est le deuxième élément déterminant de son organisation. Reste que le modèle québécois a fait des émules.

B – La réforme au Nouveau-Brunswick

169. – Une réforme très récente – Suivant l'exemple du Québec, le Nouveau-Brunswick a opéré une réforme importante de son système de régulation financière par l'adoption de la Loi sur la commission des services financiers et des services au consommateurs[1] (*LCSFSC*). Depuis le 1er juillet 2013, le gouvernement provincial a institué la Commission des services financiers et des services aux consommateurs (FCNB). Il s'agit d'une société de la Couronne indépendante, donc d'un organisme administratif indépendant tel que décrit précédemment. Comme au Québec, cette réforme avait pour objectif de créer une autorité unique pour l'ensemble du secteur financier. Pour cette raison, la FCNB réunit les autorités de réglementation des

[1] *LN-B* 2013, c 30

services à la consommation, des institutions financières, des assurances, des pensions et des valeurs mobilières.

170. – Composition – La Commission est composée de cinq à dix membres nommés par le lieutenant-gouverneur en conseil pour un mandat d'une durée de cinq ans renouvelable (art. 3 (3) et 6 (1), *LCSFSC*). Ce dernier détient également le pouvoir de les révoquer (art. 9, *LCSFSC*).

171. – Aspects financiers – Les règles applicables à la Commission en matière budgétaire sont les mêmes que celles applicables à l'AMF du Québec, notamment concernant la tutelle administrative exercée par le ministre (art. 21 à 28, *LCSFSC*)[1].

172. – La Division des valeurs mobilières – La Division des valeurs mobilières assure l'administration au quotidien de la *Loi sur les valeurs mobilières* en veillant à la règlementation et à la surveillance des personnes et des sociétés inscrites, des émetteurs de valeurs mobilières et des organismes d'autoréglementation (art. 12 et s., *LCSFSC*).

173. – Missions de la Division des valeurs mobilières – Le personnel de la Division examine les notices d'offre, les documents d'information continue et les demandes pour assurer leur conformité au droit des valeurs mobilières. Il étudie également les demandes d'inscription présentées par les courtiers et les conseillers qui négocient des valeurs mobilières au Nouveau-Brunswick ou qui donnent des conseils à ce sujet. Le personnel chargé de la conformité mène régulièrement des examens de conformité à la loi en ce qui concerne les activités et les pratiques de sociétés inscrites et la divulgation des émetteurs. Enfin, la Division participe à l'élaboration et à la rédaction d'ébauches de lois et de politiques concernant les valeurs mobilières qu'effectuent les comités nationaux des Autorités canadiennes en valeurs mobilières[2].

174. – Enquêtes et investigations – Comme l'Autorité québécoise, la Commission est chargée des enquêtes. C'est elle qui nomme l'enquêteur qui détient, en vertu de la *Loi*

---

[1] Voir *supra* n° 119

[2] Rapport 2013-2014 de la Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick, p. 27. En ligne : http://0101.nccdn.net/1_5/2df/028/021/FCNB_AR_2014_September-29-FINAL-_F-FOR-WEB.pdf

sur les valeurs mobilières, les mêmes pouvoirs que ceux des enquêteurs nommés par une CVM multifonctionnelle[1] (art. 170 à 177.1, *LVM du Nouveau-Brunswick*).

175. – Le Tribunal des services financiers et des services aux consommateurs – Parallèlement, à l'instar du Québec, la réforme a conduit à la séparation institutionnelle et fonctionnelle des fonctions de réglementation et de surveillance, des fonctions quasi judiciaires. Ainsi, l'article 29 (1) de la *Loi sur la Commission des services financiers et des services aux consommateurs* a institué un Tribunal des services financiers et des services aux consommateurs qui a débuté son activité depuis le 1er juillet 2013.

176. – Composition – Le tribunal est composé d'un président et de tout membre que la Commission recommande, entre quatre et quatorze (art. 29 (2), *LCSFSC*). Ses membres sont nommés et révocables par le lieutenant-gouverneur en conseil pour un mandat de cinq ans renouvelable (art. 31 (1) et 35, *LCSFSC*). Il est prévu que le président du Tribunal doit être un avocat, inscrit à un barreau du Canada depuis au moins dix ans, ainsi qu'au barreau du Nouveau-Brunswick, et doit connaître le droit administratif (art. 32, *LCSFSC*). Comme au Québec, le Tribunal du Nouveau-Brunswick ne compte aucun magistrat professionnel parmi ses membres. En outre, il n'est même pas requis des membres qu'ils aient une compétence spécialisée en matière financière, ce qui est d'autant plus regrettable au regard des compétences de ce Tribunal. En effet, il nous semble que si une partie du contentieux financier est confiée à des autorités de régulation, c'est afin qu'il soit géré par des spécialistes de la matière.

177. – Aspects financiers – Comme pour la Commission, les règles en matière budgétaire sont calquées sur celles applicables au Bureau de décision et de révision québécois[2]. Ainsi, la Commission affecte un budget annuel au Tribunal, qui est tenu de remettre au ministre son propre rapport annuel distinct de celui de la Commission (art. 46 à 47, LCSFSC).

178. – Missions du Tribunal – Le Tribunal a compétence exclusive pour exercer les pouvoirs qui lui sont conférés en vertu de la *Loi sur la Commission des services financiers et des services aux consommateurs* et la législation en matière de services

[1] Voir *supra* n° 124
[2] Voir *supra* n° 143

financiers et de services aux consommateurs. Il est donc compétent pour trancher toute question de fait ou de droit soulevée dans le cadre d'une instance dont il est saisi. Son indépendance par rapport à la Commission est expressément prévue pour « *l'exercice de ses fonctions juridictionnelles* » (art. 30, *LCSFSC*).

179. – Pouvoirs du Tribunal lors d'une audience – Les pouvoirs du Tribunal sont ceux que lui confère la législation en matière de services financiers et de services aux consommateurs (art. 37, LCSFSC). Il peut tenir ses audiences au Nouveau-Brunswick ou ailleurs, ainsi que conjointement avec d'autres organismes et les consulter (art. 38 (3) et (4), *LCSFSC*). Lorsqu'il tient une audience en vertu de la législation en matière de services financiers et de services aux consommateurs, le Tribunal est investi des mêmes pouvoirs que ceux qui sont conférés à la Cour du Banc de la Reine en matière d'actions civiles. Dès lors, il peut assigner un témoin et le contraindre à comparaître, l'obliger à témoigner sous serment ou autrement et l'obliger à produire des livres, registres, documents et objets ou des catégories de livres, de registres, de documents ou d'objets (art. 38 (1), LCSFSC).
Pour autant, les décisions du Tribunal n'ont pas la force exécutoire d'une véritable décision de justice, tout comme celles du Bureau. En effet, pour qu'une décision du Tribunal obtienne cette force exécutoire, la Commission doit déposer une copie certifiée conforme de la décision auprès du greffier de la Cour du Banc de la Reine (art. 45 (1), LCSFSC).
Le Tribunal du Nouveau-Brunswick n'étant entré en activité que depuis juillet 2013, l'on ne dispose pas encore du recul nécessaire pour pouvoir dresser un véritable bilan de son activité. Cependant, rien que pour la période de juillet 2013 à mars 2014, il est remarquable que sur les quinze instances en cours, douze concernaient les valeurs mobilières[1]. Partant de ce constat, l'on ne peut que regretter d'autant plus qu'il ne soit pas requis de ses membres d'être des spécialistes de la matière financière.

180. – Un modèle plus satisfaisant que celui des CVM multifonctionnelles – À travers les exemples du Québec et du Nouveau-Brunswick, l'on peut constater que le choix d'avoir séparé totalement les fonctions de réglementation et de sanction incombant à l'autorité de marché permet d'assurer une meilleure indépendance de l'exercice des pouvoirs quasi-judiciaires. En effet, bien que certaines CVM

[1] Rapport annuel 2014-2015 du Tribunal des services financiers et des services aux consommateurs, p. 15. En ligne : http://0101.nccdn.net/1_5/07a/268/1ac/2014-15-TribunalAR-F.pdf

multifonctionnelles aient prévu des dispositions permettant d'assurer, dans les faits, cette indépendance et d'éviter des chevauchements de fonctions, l'apparence d'indépendance n'est pas aussi bien assurée. Or, si l'on souhaite que les acteurs et les investisseurs aient confiance dans les marchés financiers et dans le système chargé de les contrôler et d'assurer leur intégrité, ces autorités doivent donner à voir cette indépendance. Cela vaut naturellement pour une autorité de régulation financière, ce d'autant qu'elle est chargée de sanctionner. L'apparence d'indépendance est indispensable, et en ce sens, il nous semble que le choix organisationnel opéré par le Québec et le Nouveau-Brunswick garantit davantage cet aspect.

181. – Conclusion section 2 – Contrairement aux autres provinces, le Québec et le Nouveau-Brunswick ont opté pour une séparation nette de la fonction quasi-judiciaire qui est désormais confiée à un tribunal administratif. Ces deux modèles d'organisations différentes existantes au Canada nous permettent de conclure que le choix de confier l'ensemble des missions de réglementation, d'enquête et de sanction à un organisme unique ne semble pas être nécessairement la meilleure solution afin de créer ou de maintenir la confiance nécessaire à l'efficacité des marchés financiers. Ainsi, nous pensons qu'il est préférable d'octroyer le pouvoir de sanction à un organe distinct. Cependant, à travers les exemples québécois et du Nouveau-Brunswick, l'on constate que même si l'apparence d'indépendance et d'impartialité est meilleure que dans le modèle multifonctionnel, elle reste imparfaite en raison du statut d'organisme autonome des tribunaux administratifs. De plus, l'absence totale de magistrats professionnels et de règles plus contraignantes concernant la compétence des membres en matière financière, est de nature à remettre en cause la légitimité de ces institutions.

182. – Conclusion Chapitre 1 – Ainsi, le pluralisme canadien, né de la compétence donnée aux provinces en matière de réglementation des valeurs mobilières, s'exprime non seulement dans les législations adoptées par les provinces, mais également dans l'organisation de l'autorité de régulation. La majorité des provinces, toutes anglophones, conservent encore aujourd'hui une commission unique qui cumule tous les pouvoirs. À l'inverse, le Québec, suivi par le Nouveau-Brunswick et le pouvoir fédéral ont opté pour une séparation de la fonction quasi juridictionnelle, confiée à un Tribunal administratif indépendant de l'Autorité. Ce mouvement a clairement été influencé par l'évolution française de l'organisation de l'autorité de marché.

CHAPITRE 2

LE MONISME ADMINISTRATIF FRANÇAIS

183. – Réglementation verticale – Historiquement, la France a davantage privilégié une réglementation de type vertical, opérant par le haut, c'est-à-dire du pouvoir exécutif, et du pouvoir royal d'abord. Cependant, comme tous les grands pays, elle s'est finalement tournée vers la régulation pour encadrer les marchés financiers. Ce faisant des autorités administratives ont été créées. Elles ont d'abord revêtu un caractère exclusivement professionnel et corporatiste avec la Compagnie des agents de change puis la Chambre syndicale des agents de change.

184. – L'essor de la régulation – La régulation des marchés financiers a pris ensuite un nouveau visage avec la création de la Commission des opérations de bourse (COB) en 1967. Suivant le modèle d'autorité, telle que la *Security and Exchange Commission* américaine, la France a souhaité se doter d'un régulateur qui aurait des pouvoirs forts. À l'origine, la COB constituait davantage une autorité morale, ses pouvoirs se sont rapidement accrus (Section 1). L'AMF est désormais une l'autorité unique, particulièrement puissante, en ce qu'elle cumule absolument tous les pouvoirs dans le domaine financier : elle édicte les règles, elle procède aux contrôles et enquêtes, elle poursuit les contrevenants, instruit les affaires et les juge. Une telle évolution, particulièrement en matière de sanction, a contraint les pouvoirs publics à une réforme institutionnelle de l'autorité. Tout en conservant le principe d'une autorité unique concentrant tous les pouvoirs, il a été décidé de séparer, au sein de l'AMF, la fonction de sanction de la fonction de réglementation (Section 2).

SECTION 1

LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE

185. – Plan – À la fin des années 1960, la France décide de créer une autorité de régulation des marchés financiers : la Commission des opérations de bourse. À l'origine, la COB était une simple émanation de l'administration, sans réelle indépendance ni moyens d'action efficaces (§1). Mais son rôle a considérablement évolué lorsque le législateur lui a conféré le pouvoir de sanction administrative (§2).

§1 – La création d'une « autorité morale »

186. – Plan – À sa création, la COB était loin de ressembler à l'autorité de marché qui avait inspiré sa création, la *Security Exchange Commission* américaine. En effet, sous la tutelle du pouvoir exécutif, elle n'était à l'origine dotée que de très peu de pouvoirs et d'indépendance, l'empêchant de se définir comme une véritable autorité de régulation. Ses attributions étaient limitées à de la surveillance (A). Mais à mesure que la France est entrée dans le libéralisme économique, la COB s'est muée en une véritable autorité de régulation administrative (B).

A – De la surveillance

187. – En France, le libéralisme économique a été accueilli avec moins de linéarité que dans les pays anglo-saxons. Dès lors, pendant longtemps l'État a refusé le principe de la régulation par des autorités indépendantes et ainsi de déléguer certains de ses pouvoirs dans des domaines particuliers. Et même, lorsque finalement la France a décidé de créer la première autorité administrative indépendante en matière financière, la Commission des opérations de bourse, celle-ci avait un rôle et une indépendance très limités.

188. – Du dirigisme économique à la régulation administrative – Il est vrai qu'un Comité des Bourses de Valeur[1] avait été créé dès 1942 par le gouvernement de Vichy, mais il ne portait que peu d'intérêt à la protection des investisseurs. Sa mission

[1] Loi n° 42-290 du 14 février 1942 tendant à l'organisation et au fonctionnement des bourses de valeurs

principale consistait à gérer les bourses de valeurs : il décidait de l'admission ou de la radiation des titres à la cote officielle, proposait des modifications concernant le fonctionnement des bourses de valeurs et les modes de cotation, réglait les conflits entre chambres syndicales et contrôlait l'activité des agents de change et des courtiers en valeurs mobilières[1].

Cette différence avec les États-Unis ou le Canada peut notamment s'expliquer par une politique économique différente. En effet, au sortir de la Seconde Guerre mondiale, la France a fait le choix du dirigisme économique pour assurer sa reconstruction. De plus, à cette époque, la bourse était délaissée aussi bien par l'État que par les investisseurs, le nombre important de nationalisations en 1945 ayant considérablement réduit le nombre des sociétés cotées. Les investisseurs privilégiaient les obligations d'État publiques[2]. Le contexte économique et politique ne semblait donc pas favorable à l'essor de la régulation administrative des marchés financiers. Mais à partir de la fin des années 1960, un changement de politique a commencé à s'opérer. Depuis 1961, la doctrine réclamait un organisme qui serait conçu sur l'exemple de la *SEC* américaine, créée dès 1934 en réaction au krach boursier de 1929[3]. C'est à cette époque que l'État a amorcé un désengagement dans la réglementation des marchés financiers et a fini par décider d'en confier l'encadrement à des organismes administratifs et professionnels indépendants. Michel Debré, qui réclamait la création d'une telle autorité en matière boursière depuis 1965, obtint gain de cause avec l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui institua la Commission des opérations de bourse (COB)[4].

189. – Les avantages de la régulation par une autorité administrative – Cette démarche est le reflet d'un mouvement général d'abandon des formes classiques d'intervention de l'État dans certains secteurs d'activité, comme nous avons déjà pu le constater au Canada[5]. Dans le domaine financier, cette évolution peut s'expliquer de façon générale par le besoin d'apporter des réponses solides à la technicité de la matière financière en faisant appel à des spécialistes afin que cette réponse soit

[1] Centre des archives économiques et financières (CAEF), « Comité des bourses de valeurs » : http://www.economie.gouv.fr/caef/comite-des-bourses-valeurs
[2] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC, op. cit*., p. 24-32
[3] C. Heurteux, *L'information des actionnaires et des épargnants*, th., Grenoble, 1961, n° 636-638,
[4] Ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourses
[5] Voir *supra* n° 107

efficace et rapide, dans un domaine où les enjeux financiers peuvent souvent être très élevés et qui imposent des prises de décisions importantes.

190. – Les raisons conjoncturelles de la création de la COB – Hormis le développement d'une politique désormais favorable à la régulation en générale, la création de la COB peut aussi s'expliquer par des raisons propres au domaine financier de cette époque[1].
On trouve des indices de cette explication dans l'ordonnance de 1967 elle-même où il est indiqué que la création de la COB a pour objectif d'inviter de nouvelles catégories d'épargnants à investir en bourse. Il s'agissait également pour le législateur de renforcer les fonds propres des entreprises qui allaient devoir faire face, à compter de 1968, à l'ouverture des frontières prévues par le marché commun européen. De plus la loi de 1966 sur les sociétés commerciales[2] et son décret d'application de 1967[3] avaient imposé un renforcement des obligations d'information des sociétés commerciales.
Enfin, la COB devait accompagner la politique d'association des travailleurs au capital, voulue par le Général de Gaulle au titre de sa doctrine sociale.
Afin de répondre à tous ces objectifs, la régulation est apparue comme une réponse adaptée, car elle impliquait de créer des autorités spécialisées, qui seraient chargées de définir les règles du jeu, et d'assurer une fonction d'arbitrage par la voie de prise de décisions individuelles ainsi que d'une mission de supervision et de contrôle dont la forme la plus aboutie sera le pouvoir de sanction[4].

191. – Mission de la COB – Ainsi, la COB a été créée sur le modèle de la SEC et qualifiée d'autorité administrative indépendante. Elle disposait d'une compétence générale, transversale, définie par la mission qui lui était confiée de veiller à « *la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières et tous les autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne, à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières*[5]. » Pourtant, à sa création, la COB était loin d'être une autorité comparable à la SEC, en ce qu'elle ne disposait en réalité que d'une

1 « AMF : Structure institutionnelle », *Dic. Joly Bourse*, 18 juin 2010, n° 020
2 Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966
3 Décret n° 67-236 du 23 mars 1967
4 Th. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, coll. Corpus droit privé, Economica, 3ème éd., 2010, n° 249
5 Art. 1er de l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967, instituant une commission des opérations de bourse et relative à l'information des porteurs de valeurs mobilières et à la publicité de certaines opérations de bourse modifié par la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988

indépendance très relative par rapport au pouvoir exécutif et de très peu de moyens d'action.

192. – Une indépendance très relative par rapport au pouvoir exécutif – À sa création, la COB était dirigée par un organisme collégial composé de cinq membres. Le président était nommé par le Président de la République et les autres membres par arrêté du ministre de l'Économie et des Finances. Selon le professeur P. H. Conac, si la mise en place d'un organe collégial devait être saluée, cette collégialité était immédiatement atténuée par diverses règles[1]. Tout d'abord, le président de la COB exerçait son mandat à plein temps, contrairement aux autres membres et disposait d'une voix prépondérante en cas de partage. Ensuite, afin de garantir l'indépendance des membres, leur mandat était irrévocable, ce qui était censé les affranchir du pouvoir hiérarchique et de tutelle. Cependant, ce mandat renouvelable, était trop court pour garantir leur indépendance à l'égard de l'autorité qui les avait nommés. En effet, le mandat du président de la COB était de cinq ans tandis que celui du Président de la République était de sept ans et le mandat des autres membres de trois ans alors qu'un mandat législatif durait cinq ans.
Ensuite, un commissaire du Gouvernement était chargé de présenter au Collège le point de vue du ministre de l'Économie et des Finances avec la possibilité d'utiliser un droit de véto suspensif si le collège ne suivait pas son point de vue.
Un tel manque d'indépendance n'avait rien d'étonnant à cette époque. En effet, ainsi que le professeur P.-H. Conac le relève, il convient de se rappeler que la COB était alors une simple émanation de l'administration qui était traditionnellement subordonnée au pouvoir exécutif, ce qui permettait à une partie de la doctrine administrative de déduire que « *par définition, l'administration n'est pas indépendante*[2] » et partant la COB ne pouvait pas l'être non plus[3].

En plus d'une lacune importante au niveau de son indépendance, l'empêchant de développer ses propres actions, la COB ne disposait au départ que de pouvoirs très restreints.

193. – Pouvoir de surveillance – En effet, à l'origine, la COB était dotée d'un organe

[1] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC, op. cit*., p. 28
[2] Guy Braibant in *Les autorités administratives indépendantes*, colloque organisé les 11 et 12 juin 1987 par le Centre de recherche de l'Administration publique de l'Université de Paris I par Cl.-A. Colliard et G. Timsit, P.U.F, Paris, coll. « Les voies du droit », 1988, p. 288
[3] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC, op. cit*., p. 29

unique à compétence générale, le Collège, dont la mission était exclusivement une mission de surveillance. Elle était alors limitée à la protection des investisseurs en bourse par l'information et à la surveillance du bon fonctionnement des bourses de valeurs. Mais son champ de compétence s'est rapidement élargi à la protection de l'épargne, même non investie en bourse, au droit des sociétés faisant appel public à l'épargne et à la gestion collective.
Pour autant, les moyens mis à la disposition de la COB pour exercer ses missions étaient assez réduits. En effet, pour réaliser ses missions, elle ne disposait d'aucun pouvoir d'essence judiciaire ni réglementaire.

194. – Conclusion – À sa création, la COB n'avait donc que peu de moyens d'action et était encore très dépendante du pouvoir exécutif. Elle faisait alors figure d'autorité avant tout morale, sans réel pouvoir de contrainte, qu'il se manifeste dans la possibilité d'édicter elle-même les règles ou de sanctionner les contrevenants à la réglementation. Elle n'avait que pour mission de relayer l'action du législateur et du gouvernement en matière réglementaire et ne pouvait que rapporter au juge les manquements qu'elle constatait. Ainsi, si l'État avait envisagé de confier l'encadrement des marchés financiers à la COB, cette volonté n'était qu'apparente, car en réalité les pouvoirs publics continuaient de tout décider.

B – À la régulation administrative

195. – Modification de la politique économique – Dans les années 1980, la France est passée, selon la formule du professeur Y. Guyon, d'un « *État-directeur de l'économie à un État-régulateur*[1]. » Elle est peu à peu entrée dans le libéralisme économique ce qui a favorisé le renforcement des pouvoirs de la COB et son indépendance. En effet, avec la reconstruction du marché financier français, l'internationalisation et l'européanisation du marché, auxquelles s'ajoutent quelques scandales financiers, un vent de moralisation et un renforcement de la sécurité des divers opérateurs de marchés ont permis à la COB de se rapprocher d'une véritable autorité régulatrice des marchés financiers à l'instar de son modèle, la *SEC*.

196. – Renforcement de l'autonomie budgétaire – Le développement de

[1] Yves Guyon in *Les autorités administratives indépendantes*, colloque organisé les 11 et 12 juin 1987 par le Centre de recherche de l'Administration publique de l'Université de Paris I par Cl.-A. Colliard et G. Timsit, P.U.F, Paris, coll. « Les voies du droit », 1988, p. 178-179

l'indépendance de la COB s'est tout d'abord manifesté au niveau financier. À partir de 1985, la COB pouvait conserver le montant des redevances qu'elle prélevait, lui assurant ainsi un financement autonome[1]. Quelques années plus tard, la loi du 2 août 1989 a réduit l'étendue du contrôle du ministre de l'Économie et des Finances sur l'adoption et la mise en œuvre de son budget, notamment, en supprimant son pouvoir de contrôle *a priori* de ses dépenses[2].

197. – Indépendance renforcée dans la composition – En outre, la loi du 2 août 1989 a renforcé l'indépendance de la COB en modifiant les règles relatives à sa composition. À la suite de cette réforme, seul le président continuait d'être nommé par le pouvoir exécutif et son mandat a été rendu non renouvelable[3]. Sa durée allongée[4]. La loi a également élargi la composition du collège et modifié ses conditions de nomination. Ses membres étaient désormais nommés par des institutions en rapport avec l'activité de la COB par voie de cooptation, telles que le Conseil des bourses de valeurs et la Banque de France[5].

198. – L'octroi du pouvoir réglementaire – En parallèle d'une indépendance accrue, la COB a également vu ses pouvoirs se renforcer. Tout d'abord, la loi du 14 décembre 1985 lui a conféré le pouvoir réglementaire[6], ce qui a été jugé conforme à la Constitution par le Conseil constitutionnel dans une décision du 18 septembre 1986[7]. Désormais, la COB pouvait prendre des « *règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou* [prescrire] *des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne, ainsi qu'aux personnes qui, à raison de leur activité professionnelle, interviennent dans des opérations sur des titres placés par appel public à l'épargne ou assurent la gestion individuelle ou collective de*

---

1 Décrets du 31 juillet 1985 et du 30 septembre 1987
2 Art. 12 de la Loi n° 89-531 du 2 août 1989
3 Art. 1er de la loi n° 89-531 du 2 août 1989
4 Art. 1er de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 : « Le président est nommé par décret en conseil des ministres pour six ans. »
5 Art. 1er de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 : « Les membres sont les suivants : un conseiller d'État désigné par le vice-président du conseil, un conseiller à la Cour de cassation désigné par le premier président de la cour, un conseiller maître à la Cour des comptes désigné par le premier président de la cour, un membre du conseil des bourses de valeurs désigné par ce conseil , un représentant de la Banque de France désigné par le gouverneur et deux personnalités choisies en raison de leur compétence et de leur expérience en matière d'appel public à l'épargne par les six membres désignés ci-dessus et le président »
6 Loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985
7 Décision n° 89-260 du 28 juillet 1989 sur la COB. Dans le même sens voir : Décision n° 96-217 DC du 18 septembre 1986 sur la CNIL ; Décision n° 88-248 DC du 17 janvier 1989 sur le CSA

portefeuilles de titres[1]. » Le législateur et le pouvoir réglementaire ont ainsi cédé une partie de leur compétence d'édicter des règles.

199. – L'octroi du pouvoir de prononcer des injonctions[2] **–** L'ordonnance de 1967 permettait déjà au président de la COB de demander au juge judiciaire le prononcé d'injonctions. Cette option est maintenue avec la loi du 2 août 1989, mais complétée par la possibilité pour la COB de prononcer elle-même des injonctions en cas de manquement à ses règles. Ainsi, la COB pouvait ordonner que soit mis fin aux pratiques qui faussent le fonctionnement du marché, procurent un avantage injustifié qui n'aurait pas été obtenu selon la loi normale de marché. Elle pouvait également ordonner qu'il soit mis fin aux pratiques qui font bénéficier les émetteurs et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.

L'on commence déjà à voir apparaître une forme de concurrence avec la compétence du juge judiciaire qui va se révéler encore plus flagrante, car la loi du 2 août 1989 est également venue conférer à la COB le pouvoir de sanction.

200. – L'octroi du pouvoir de sanction administrative à la COB – Considéré par certains comme « *l'objectif essentiel de la réforme*[3] », la loi du 2 août 1989 dote la COB d'un pouvoir de sanction administrative lorsqu'elle constate un manquement à ses règlements. La loi du 2 août 1989 a donc modifié le visage de la COB, en renforçant radicalement ses pouvoirs, la rapprochant ainsi de son modèle, la SEC. Plusieurs raisons expliquent cette réforme. Elles tiennent notamment aux impératifs du droit communautaire[4] et à la volonté d'offrir une meilleure image du secteur financier français dans le cadre de la mondialisation boursière. Le souhait de doter la COB d'un pouvoir de sanction qui lui soit propre peut s'expliquer également par des scandales financiers tels que les affaires Péchiney-Triangle[5] et Société générale[1].

---

[1] Art. 31 de la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 modifiant diverses dispositions du droit des valeurs mobilières, des titres de créances négociables, des sociétés et des opérations de bourse

[2] Art. 9-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967

[3] Ch. Gavalda, « Commentaire de la loi du 2 août 1989, concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *Rev. Soc*. 1990, p. 1

[4] V. par ex. la directive du Conseil CEE du 13 nov. 1989 sur les initiés (JOCE, 18 nov. 1989, L. 334) et le règlement sur les concentrations entre entreprises du 21 déc. 1989, JOCE du 30 déc. 1989.

[5] L'affaire Pechiney-Triangle est un scandale financier de la fin des années 1980, à propos de délits d'initiés commis dans le cadre d'une OPA du groupe français Pechiney sur la société américaine Triangle. À la fin de l'année 1988, quelques jours avant la réalisation de l'OPA annoncée par Pechiney sur la société Triangle, le volume moyen d'échange du titre Triangle passe de 3500 à 200 000 titres par jour et le prix de l'action est multiplié par cinq. Des mouvements inhabituels sont constatés par la SEC

201. – La tendance du pouvoir de sanction des AAI – Cependant, au-delà des raisons propres au domaine financier, l'on constate une tendance générale à conférer aux AAI un pouvoir de sanction. En effet, le Conseil de la Concurrence et le Conseil supérieur de l'audiovisuel ont été dotés d'un tel pouvoir, respectivement par l'ordonnance du 1er décembre 1986 et la loi du 17 janvier 1989[2]. L'octroi de ce pouvoir de sanction administrative a eu des conséquences considérables sur le rôle joué par l'autorité de marché, et traduit pour la première fois la volonté des pouvoirs publics français de se doter d'une autorité de régulation puissante. Après lui avoir cédé une partie de ses pouvoirs d'édiction des règles en lui conférant le pouvoir réglementaire, elle lui octroie une partie des pouvoirs du juge judiciaire en lui permettant de prononcer des sanctions administratives.

§2 – L'octroi postérieur du pouvoir de sanction administrative

202. – Plan – Avec l'adoption de la loi du 2 août 1989, la COB voit ses pouvoirs considérablement se renforcer. Le point d'orgue de ce texte a été de lui octroyer le pouvoir de sanction administrative. En effet, en accordant à la COB des pouvoirs quasi-judiciaires, la France a fait un pas important vers le monisme administratif en matière de sanction des violations à la réglementation financière.
Ce mouvement s'est fait en deux temps. Dans un premier temps, il s'est opéré par l'octroi du pouvoir de sanction administrative à la COB. En lui donnant des pouvoirs quasi-judiciaires, l'on a rapproché une partie de ses compétences de celles du juge judiciaire, créant même à certains égards une concurrence entre les deux autorités. Un tel rapprochement vers des pouvoirs judiciaires a nécessairement suscité des interrogations quant à la nécessité pour la COB d'avoir une procédure plus respectueuse des droits de la défense à l'instar d'une véritable procédure juridictionnelle (A). Et dans un second temps, l'on a souhaité renforcer ce pouvoir de sanction et sa légitimité en choisissant de séparer la fonction de réglementation et de

et la COB transmet le dossier au Parquet français qui ouvre une instruction. L'on découvre que plusieurs délits d'initiés ont été commis, notamment par des personnalités politiques. Neuf personnes sont inculpées et condamnées.

[1] L'affaire Société générale qui éclate en 1988, est relative à des délits d'initié et des enrichissements personnels ayant eu lieu lors de la tentative de privatisation de la banque.

[2] Art. 13 de l'ordonnance n° 86-1243 du 1er décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence pour le Conseil de la Concurrence ; art. 19 de loi n° 89-25 du 17 janvier 1989 modifiant la loi n° 86-1087 du 30 septembre 1986 pour le Conseil supérieur de l'audiovisuel

sanction par la création d'une commission des sanctions au sein d'une nouvelle autorité de marché (B).

A – La judiciarisation des pouvoirs de la COB

203. – Plan – En conférant un pouvoir de sanction administrative à la COB, la loi du 2 août 1989 a suscité de nombreuses interrogations. En effet, dotée d'un tel pouvoir, la COB obtient, dans les faits, des pouvoirs quasi-judiciaires et une compétence concurrente du juge judiciaire (I). Cette judiciarisation des pouvoirs de la COB a nécessairement posé la question de sa conformité au principe de séparation des pouvoirs consacré par la Constitution dès lors que la COB pouvait sanctionner elle-même les règles qu'elle avait édictées (II). Mais c'est en réalité sur le terrain de l'article 6§1 de la Convention européenne des droits de l'homme que le débat s'est véritablement concentré, contraignant la COB à modifier tant son organisation que sa procédure de sanction (III).

I – Les contours du pouvoir de sanction administrative

204. – Définition de la sanction administrative – La sanction administrative est avant tout définie en fonction de son auteur qui doit être une autorité administrative et non une juridiction répressive. De plus, s'agissant d'une sanction, elle doit avoir une finalité punitive, ayant pour objet de sanctionner la violation de normes générales par des personnes qui ne sont pas nécessairement liées préalablement à l'autorité[1]. Partant, la sanction administrative est susceptible d'être infligée à toute personne qui contreviendrait à la législation que l'autorité administrative est en charge de faire respecter.

205. – Le pouvoir de sanction administrative – La loi du 2 août 1989 dispose que la COB peut prononcer une sanction, lorsqu'elle constate la commission de pratiques contraires à ses règlements, dès lors qu'elles ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou de faire bénéficier les émetteurs

[1] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », *JCI. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1511, n° 3

et les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles.
Dans ces hypothèses, la COB avait désormais le pouvoir de décider de prononcer à l'encontre de leurs auteurs une sanction pécuniaire qui ne pouvait excéder 10 millions de francs ou, lorsque des profits ont été réalisés, une sanction pécuniaire qui ne pouvait excéder le décuple de leur montant. Le texte précisait que le montant de la sanction devait être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et être en relation avec les avantages ou les profits tirés de ces manquements.
Alors qu'à l'origine la COB ne pouvait que s'occuper de rechercher les violations de la législation boursière qui étaient ensuite sanctionnées par le juge, elle reçoit ainsi son propre pouvoir de sanction administrative et devient une autorité quasi-judiciaire. Son pouvoir ne se limite plus aux professionnels inscrits auprès d'elle.

206. – Le pouvoir de sanction disciplinaire – Il est vrai que l'octroi d'un pouvoir de sanction de nature disciplinaire à une autorité professionnelle est, quant à lui, tout à fait classique. Il est traditionnel que les membres d'une profession soient soumis aux règles de bonne conduite édictées par la profession elle-même qui, organisée au sein de corporations, d'ordres ou d'associations, sanctionne ses membres.
En matière financière, le pouvoir de sanction disciplinaire était principalement assuré par le Conseil de discipline de la gestion financière et le Conseil des marchés financiers à partir de 1996. La COB n'a obtenu un véritable pouvoir disciplinaire qu'à l'encontre d'une catégorie particulière de prestataires de service d'investissement, les gestionnaires pour compte de tiers.

207. – Le Conseil de discipline de la gestion financière – La loi du 2 aout 1989 avait créé le Conseil de discipline de la gestion financière afin de prononcer les sanctions contre les personnes ayant commis une infraction aux règles sur les OPCVM ou un manquement de nature à nuire aux intérêts des actionnaires et des porteurs de parts. Et la loi du 12 juillet 1996 transposant la Directive « Services d'investissement[1] » a été l'occasion de réformer le Conseil des bourses de valeurs et le Conseil des marchés à terme qui ont été remplacés par une structure unique, le Conseil des marchés financiers. Qualifié d'autorité professionnelle par la loi[2], il avait pour mission

[1] Directive n° 93-22 du 10 mai 1993 concernant les services d'investissement dans le domaine des valeurs mobilières
[2] Art. 27 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières : « Il est institué une autorité professionnelle dénommée Conseil des marchés financiers dotée de la personnalité morale »

d'assurer l'organisation et le fonctionnement des marchés réglementés, de prononcer l'agrément et la radiation des prestataires de services d'investissement (autres que les sociétés de gestion), de veiller au respect des règles de bonne conduite professionnelle et de sanctionner disciplinairement leur violation[1].

208. – Premier empiètement sur l'office du juge – En revanche, en octroyant un pouvoir de sanction administrative à la COB, s'est opéré un premier glissement vers ce nouveau rôle qui sera donné aux autorités administratives indépendantes. Il ne s'agit plus ici de sanctionner les membres de la profession, mais bien toute personne qui viendrait à manquer à la réglementation édictée par la COB. Désormais, la COB n'était plus contrainte de passer par le juge judiciaire pour prononcer la sanction, elle pouvait le faire directement elle-même.
C'est, selon nous, à ce moment que l'évolution de l'autorité de régulation financière française s'est véritablement enclenchée, une évolution manifestée par un accroissement constant et régulier de ses pouvoirs, qui auront de plus en plus tendance à empiéter sur ceux du juge judiciaire.

209. – Justifications – La généralisation du pouvoir de sanction des autorités de régulation a été justifiée par ses promoteurs, comme l'une des spécificités mêmes des nouvelles fonctions de régulation de l'Etat. Selon un auteur, la régulation impliquerait, pour le moins, l'intégration de plusieurs fonctions séparées dans le fonctionnement de l'administration classique[2]. Et le cumul des fonctions donnerait les moyens nécessaires à l'autorité de régulation pour exercer un pouvoir d'action globale et concrète de surveillance et de contrôle[3].
Cependant, certains auteurs, dont nous partageons l'opinion, étaient loin d'être aussi enthousiastes et ont fait remarquer le danger d'une telle confusion des pouvoirs en affirmant que « *le rôle de gendarme et celui de juge restent à différencier dans une démocratie*[4]. » Un tel empiètement sur les pouvoirs du juge judiciaire n'allait pas de soi dès lors qu'il a eu pour conséquence que la COB cumulait désormais tous les pouvoirs : elle était législateur, policier, procureur et juge.

210. – Le problème du cumul des poursuites et des sanctions pour les délits

[1] Art. 32 à 38 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières
[2] M. Gentot, *Les Autorités administratives indépendantes*, Montchrestien, 2e éd. 1994, p. 41
[3] M.-A. Frison-Roche, « Les autorités de régulation confrontées à la Convention européenne des droits de l'homme », *Petites Affiches* 10 févr. 1999, p. 17
[4] Ch. Gavalda, « Commentaire de la loi du 2 août 1989, concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *op. cit.*, p. 1

boursiers – Conférer un tel pouvoir à une autorité administrative avait également pour conséquence la création d'une compétence concurrente de l'autorité et du juge pénal au regard de certains manquements. En matière financière, le juge pénal était traditionnellement compétent pour réprimer les délits boursiers créés par l'ordonnance de 1967 : le délit d'initié[1], le délit de fausse information[2] et le délit de manipulation de cours[3]. Or, les comportements pour lesquels la COB pouvait désormais prononcer des sanctions pécuniaires étaient susceptibles de recouvrir des agissements constitutifs de délits boursiers. Il existait alors un risque qu'une procédure pénale et une procédure administrative soient ouvertes parallèlement pour les mêmes faits et aboutissent à un cumul de sanctions.

II – La validation du pouvoir de sanction administrative par le Conseil constitutionnel

211. – Validation par la Conseil constitutionnel du pouvoir de sanction à une autorité administrative – Pourtant, le Conseil constitutionnel a considéré que le fonctionnement de la COB tel que modifié par la loi du 2 août 1989 n'était pas contraire au principe de séparation des pouvoirs[4]. En effet, dans sa décision du 28 juillet 1989, le Conseil estime que le principe de séparation des pouvoirs ne s'oppose pas à l'octroi du pouvoir de sanction à une autorité administrative, mais le Conseil pose deux limites. L'autorité ne doit pas pouvoir infliger de peines privatives de liberté et l'exercice du pouvoir de sanction doit être assorti par la loi de mesures destinées à sauvegarder les droits et libertés constitutionnellement garantis. Le Conseil ajoute que de telles mesures existent dès lors que les conditions de nomination du président de la COB prévues par la loi assurent son indépendance et que la COB est « *à l'instar de tout organe administratif, soumise à une obligation d'impartialité pour l'examen des affaires qui relèvent de sa compétence et aux règles*

[1] Art. 10-1, al. 1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 tel que modifié par la loi du 2 août 1989
[2] Art. 10-1, dernier alinéa de l'ordonnance du 28 septembre 1967 tel que modifié par la loi du 2 août 1989
[3] Art. 10-3, dernier alinéa de l'ordonnance du 28 septembre 1967 ajouté par l'art. 17 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988
[4] Décision n° 89-260 du 28 juillet 1989, considérant n° 6 : « *Considérant que le principe de la séparation des pouvoirs, non plus qu'aucun principe ou règle de valeur constitutionnelle ne fait obstacle à ce qu'une autorité administrative, agissant dans le cadre de prérogatives de puissance publique, puisse exercer un pouvoir de sanction dès lors, d'une part, que la sanction susceptible d'être infligée est exclusive de toute privation de liberté et, d'autre part, que l'exercice du pouvoir de sanction est assorti par la loi de mesures destinées à sauvegarder les droits et libertés constitutionnellement garanti* »

déontologiques qui en découlent[1]. »

212. – Non application du principe *non bis in idem* – De plus, dans cette décision, qui sera confirmée par la suite et à laquelle s'est ralliée le Conseil d'État[2], le Conseil constitutionnel pose le principe selon lequel le cumul des procédures, de nature à engendrer un cumul des sanctions administratives et pénales est admissible et ne relève pas de la règle *non bis in idem*, parce qu'il s'agit de sanctions de nature différente[3]. Pourtant, en 1989, le montant des amendes que pouvait infliger la COB était identique au montant maximum de l'amende pénale. En outre, le Conseil avait déjà par le passé affirmé que le principe *non bis in idem* ou la règle de non-cumul des peines en matière de crimes et délits n'a, en tout état de cause, que valeur législative et qu'il peut toujours y être dérogé par la loi[4].

213. – Inconstitutionnalité de l'exercice des droits de la partie civile – On notera enfin concernant la décision du Conseil constitutionnel relative à la loi du 2 août 1989, qu'une seule disposition[5] de la loi a été invalidée, celle qui visait à permettre à la COB de se constituer partie civile, de déposer des conclusions, d'intervenir et d'exercer tout autre droit de la partie civile, devant la juridiction civile, pénale ou administrative. Cette censure trouve son explication dans le possible cumul des sanctions qui existait depuis l'octroi du pouvoir de sanction à la COB[6]. Ainsi, la COB ne peut pas intenter elle-même une procédure pénale, elle doit saisir le parquet.

Malgré la confirmation de la validité constitutionnelle du dispositif, celui-ci a tout de même été remis en cause.

III – Le pouvoir de sanction administrative au regard du droit européen

214. – Le pouvoir de sanction administrative de la COB face à l'article 6§1 de la CEDH – Tout d'abord, il convient de rappeler que la Cour européenne des droits de

[1] Décision n° 89-260 du 28 juillet 1989, considérants n° 9 et 10
[2] CC, n° 2012-266 QPC du 20 juillet 2012 ; Cons. const., déc. 17 janv. 2013, n° 2012-289 QPC ; Cons. const., déc. 7 mars 2014, n° 2013-371 QPC – Pour le Conseil d'État : CE, Sect. 9 mars 1951, *Sieur Hay*, p. 150 ; CE, 21 juin 2013, n° 345500
[3] Décision n° 89-260 du 28 juillet 1989, considérants 15 à 23 ; Cass. crim. 1er mars 2000 : *RD bancaire et fin.* 2001, comm. 137, p. 176, obs. M.-A. Frison-Roche ; Cass. com., 8 févr. 1011, n° 10-10965
[4] Cons. const., décision n° 82-143 DC du 30 juillet 1982
[5] Art. 10 de la loi du 2 août 1989 modifiant l'art. 12-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967
[6] Cons. const., décision n° 89-260 du 28 juillet 1989, considérants n° 43 et 46

l'homme n'a pas non plus condamné le principe du pouvoir de sanction des autorités administratives. En effet, dans l'arrêt *Oztürk* du 21 février 1994, la Cour européenne des droits de l'homme relevait que la Convention n'interdit pas les tendances à la décriminalisation, mais qu'à l'inverse les États membres ne peuvent écarter l'application des garanties de l'article 6§1 de la Convention européenne des droits de l'homme en qualifiant une infraction d'administrative plutôt que de pénale.
Le principe des sanctions administratives n'est pas contraire à la Convention européenne. En revanche, selon la nature de ces sanctions, elles pourront entrer dans le champ d'application de l'article 6§1, et la procédure pouvant mener au prononcé de telles sanctions devra respecter ses exigences. C'est donc sur la question de la conformité de la procédure de sanction administrative applicable par la COB que le débat s'est concentré.

215. – Débat doctrinal – En doctrine d'abord, malgré la validation constitutionnelle de la nouvelle COB, le fait qu'elle soit dotée d'un pouvoir de sanction administrative a généré des critiques, au regard de la conformité de la procédure de sanction de la COB à l'article 6§1 de la Convention européenne[1]. Et Franck Moderne l'avait déjà pressenti, observant très justement en 1990 que « *le droit français des sanctions administratives, fût-il validé dans son principe par le Conseil constitutionnel, souffre d'une infirmité congénitale : celle de la confusion des genres. La Convention européenne pourrait au moins contribuer à en atténuer les excès dans l'intérêt bien compris des libertés individuelles*[2]. » Effectivement, selon certains auteurs, dont nous partageons les conclusions, la procédure établie devant la Commission des opérations de Bourse par le décret de 1990 offrait un « *exemple symptomatique des carences du droit administratif répressif*[3] ». La personne mise en cause restait notamment dans l'ignorance des raisons pour lesquelles ses observations écrites n'avaient pas été retenues, mais aussi de la motivation de l'ouverture de la phase d'instruction conduisant au jugement et au prononcé d'une sanction.

216. – Le décret du 31 juillet 1997 – Certes, le décret du 31 juillet 1997 était venu apporter certaines améliorations afin de renforcer les droits de la défense. La

1 V. parmi de nombreux auteurs : E. Rosenfeld, J. Veil, « Sanctions administratives, sanctions pénales », *Pouvoirs* n° 128, La pénalisation, janv. 2009, p. 65
2 F. Moderne, « Sanctions administratives et protection des libertés individuelles au regard de la Convention européenne des droits de l'homme », *Petites Affiches* 17 janvier 1990, p. 15.
3 V. Cl. Ducouloux-Favard et N. Rontchevsky, « La procédure de sanction administrative des infractions boursières après le décret n° 97-774 du 31 juillet 1997 », *Bull. Joly, Bourse et produits financiers*, mars-avril 1998, p. 107

personne poursuivie s'est vue accorder la faculté d'être entendue à sa demande par le rapporteur en cours d'instruction et les conclusions du rapporteur désormais écrites devaient lui être communiquées avec la convocation à l'audience.

Cependant, le texte de 1997 est resté muet sur la nature exacte de la fonction dont était investi le rapporteur, personnage pourtant clé de la procédure. Au contraire, le décret du 31 juillet 1997 a même confirmé l'accroissement de son rôle. Désigné par le président pour instruire l'affaire, le rapporteur avait désormais la possibilité de faire toute diligence pour compléter les éléments du dossier en s'aidant notamment du service des agents de la COB. Lors de l'instance, le rapporteur exposait l'affaire devant le collège et participait enfin au délibéré. En pratique, son emprise sur le collège de la COB était considérable, puisqu'il est le seul à maîtriser l'ensemble du dossier.

La COB n'était pas la seule AAI à connaître ces lacunes, d'autres autorités de régulation ne satisfaisaient pas non plus aux règles du procès équitable et de l'impartialité objective. Au Conseil supérieur de l'audiovisuel[1] et au Conseil de la concurrence [2], le rapporteur assistait également au délibéré, mais avec voix consultative.

217. – Débats jurisprudentiels : le caractère pénal des sanctions administratives – En jurisprudence ensuite, les critiques concernant la COB ont fini par trouver écho auprès des juridictions judiciaires. D'abord, en 1993 avec l'affaire *Derveloy*[3] puis avec l'affaire *Haddad* en 1996[4], les juges ont admis que les décisions de sanctions prononcées par la COB relevaient de la « matière pénale » au sens de l'article 6 de la Convention européenne telle que définie par la Cour européenne des droits de l'Homme dans l'affaire *Engel* en 1976[5].

---

[1] Art. 42-7 de la loi n° 89-25 du 17 janvier 1989 modifiant la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication, *JO* du 18 janv. 1989, p. 00728

[2] Art. 25 de l'ordonnance n° 86-1243 du 1er décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence, *JO* du 9 déc. 1986, p. 14774

[3] CA Paris, 15 janv. 1993, *Derveloy* : *Juris-Data* n°1993-020250 ; *Gaz. Pal*. 7 mai 1993, n° 1278, p. 26 ; *D*. 1993, n° 19

[4] Cass. com. 18 juin 1996, *Haddad* : Bull. civ. IV, n° 179 ; *RD bancaire et bourse,* n° 56, 1996, p. 177, n° 3, obs. M. Germain et M.-A. Frison-Roche ; Banque et Droit n° 48, juillet-aout 1996, note F. Peltier et H. de Vauplane, p. 34. V. également Aff. Oury, Paris 7 mai 1997 : Banque et droit n° 53, mai-juin 1997, p. 40, obs. H. de Vauplane

[5] CEDH cour plénière, 8 juin 1976, *Engel*, §§82-83 : Pour savoir si une sanction ressort de la matière pénale, trois critères sont à vérifier : sa classification interne, la nature de l'infraction et la sévérité de la peine potentielle.

Dès lors, il est certain que le fait qu'un même organe ait en charge les enquêtes, la décision de poursuivre, l'instruction de l'affaire et le prononcé des sanctions apparaissait en contradiction avec les principes de l'article 6§1.

218. – La séparation des fonctions de poursuite et de jugement – C'est pourquoi dans l'affaire *Oury* en 1999[1], la Cour de cassation est venue remettre en cause le rôle du rapporteur en réclamant une séparation de ses fonctions d'investigation et de jugement des faits ainsi qu'une scission pure et simple des fonctions de poursuites et de jugement afin de respecter l'exigence d'impartialité objective[2]. Elle jugeait que la procédure de sanction de la COB était dans son ensemble non conforme à l'article 6§1 de la CEDH[3]. Le Conseil d'État s'est finalement rangé à cette solution à propos du Conseil des marchés financiers en 1999 dans l'arrêt *Didier*[4]. D'autres décisions similaires ont été prises concernant le pouvoir de sanction attribué à d'autres autorités administratives indépendantes, telles que le Conseil de la concurrence, le Conseil supérieur de l'audiovisuel ou encore la Commission de contrôle des assurances[5].

Et le Conseil constitutionnel a repris clairement cette position dans une question préjudicielle de constitutionnalité en 2012 en affirmant que lorsqu'est confié un pouvoir de sanction à une autorité administrative indépendante, le législateur doit lui-même prévoir des garanties de nature à assurer le respect des « *principes d'indépendance et d'impartialité indissociables de l'exercice de pouvoirs de sanction par une autorité administrative indépendante* », qui impliquent notamment de séparer « *les fonctions de poursuite et d'instruction et les pouvoirs de sanction*[6]. »

---

[1] *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999, *Rev. sociétés* 1999, p. 620, note H. Le Nabasque ; *Banque et droit* n° 64, mars-avril 1999, p. 35, obs. H. de Vauplane ; *JCP E* 1999, 957, note E. Garaud ; *JCP* 1999, 10060, note H. Matsopoulou ; *Rev. Sociétés* 1999, p. 844, note D. Vatel ;

[2] M. Haschke-Dournaux, « Les sanctions dans la loi de sécurité financière », *LPA*, 14 novembre 2003, n° 228, p. 110

[3] CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France* : *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 244, note N. Rontchevsky ; *Rev. sociétés* 2000, p. 327, note S. Robineau ; *RSC* 2000, p. 629, note J. Riffault ; *RTD com.* 2000, p. 405, note N. Rontchevsky ; *D*. 2000. 212, note M. Boizard

[4] CE, 6e et 2e ss-sect. réunies, 9 avril 1999 : Juris-Data n°1999-050476 ; *RTD com*. 1999, p. 721, note Ch. Goyet ; CE, 3 déc. 1999, *Didier* : Juris-Data n°1999-111404 ; *D*. 2000, cah. aff., p. 62, obs. M. Boizard ; *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, janvier-février 2000, p. 29, §4, note A. Bienvenu-Perrot ; *AJDA* 2000, p. 126 note M. Guyomar ; *RTD com*. 2000, p. 405, note N. Rontchevsky ;

[5] S'agissant du Conseil de la concurrence : Cass., Com., 5 octobre 1999, *SNS Campenon-Bernard SGE*, n° 97-15617 ; du Conseil supérieur de l'audiovisuel : CE, 29 juillet 2002, *association Radio Deux Couleurs*, n° 221302 ; de la Commission de contrôle des assurances : CE, 28 octobre 2002, *M. Laurent*, n° 222188

[6] Cons. Const, n° 2012-280 QPC du 12 oct. 2012, *Société Groupe Canal Plus et autre* : *RFDA* 2013, p. 141, note A. Roblot-Troizier ; *D*. 2013, p. 1584, note N. Jacquinot ; *Constitutions* 2013, p. 95, note O. Le Bot

219. – Ainsi, les prescriptions de l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme conduisaient à devoir reconsidérer l'organisation du pouvoir répressif. En particulier, s'agissant de la COB, l'autorité de régulation était également investie d'un pouvoir de réglementation et se trouvait dès lors amenée à punir la méconnaissance des règles qu'elle avait elle-même édictées. Plus généralement, le risque était celui de l'instrumentalisation de la fonction normative par la fonction répressive. La norme ne servirait plus de référence, mais se transformerait en un moyen d'autoriser la répression la plus large. Si ce risque a été longtemps évité par le souci de la COB « *d'être avant tout une autorité morale plutôt qu'un gendarme*[1] », ce danger ne pouvait plus être écarté, le cumul autorisant les dérives les plus graves[2].

De par la structure même de la COB, il semblait impossible d'éviter tout risque de partialité et de manque d'indépendance des membres lorsqu'ils exercent leurs fonctions décisionnelles.

220. – Réforme avec le décret du 1er août 2000[3] – À la suite de ces décisions, la procédure devant la COB a été réformée afin de répondre aux exigences posées par l'article 6§1 de la Convention européenne. Le décret du 1er août 2000 a modifié la procédure d'enquête et de sanction administrative devant la COB afin de mieux protéger les droits de la défense et d'assurer l'impartialité de la COB dans l'exercice de son pouvoir de sanction[4]. Les dispositions nouvelles portaient sur trois points : les enquêtes, le rapporteur et le prononcé des sanctions.
Tout d'abord, l'ouverture d'une enquête était désormais décidée par le directeur général de la COB et non plus par le président. Les modalités de déroulement de l'enquête ont été rapprochées des conditions applicables aux perquisitions pénales. Et en cas d'audition, la personne mise en cause avait le droit de se faire assister d'un conseil.
Concernant ensuite le rapporteur, afin de séparer les fonctions de poursuite et

[1] P. Bézard, « Le pouvoir de sanction financière directe de la Commission des opérations de Bourse », *Petites Affiches* 17 janvier 1990, p. 54.
[2] J.-F. Brisson, « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6§1 de la Convention européenne des droits de l'homme à propos d'une divergence entre le Conseil d'État et la Cour de cassation », *AJDA* 1999, p. 847
[3] Décret n° 2000-721 du 1er août 2000 modifiant les dispositions du décret n° 90-263 du 23 mars 1990 relatives à la procédure de sanctions administratives prononcées par la COB et abrogeant le décret n° 88-152 du 16 février 1988 qui fixait les conditions d'habilitation des agents chargés des enquêtes de la COB
[4] V. sur la question par ex. : H. Croze, « Réforme des procédures d'enquêtes et de sanction de la Commission des opérations de bourse », *Procédures* n° 11, Nov. 2000, comm. 212 ; J.-J. Daigre, « COB – Procédure de sanction administrative – Réforme », *JCP E*, 2001, Chronique p. 29

d'instruction, si les faits révélés par l'enquête étaient de nature à révéler un manquement, le directeur général demandait au président de désigner un rapporteur parmi les membres de la Commission (art. 5).
Le texte a également opéré une séparation de l'instruction et du jugement, la notification des griefs étant désormais réalisée par le rapporteur et non plus par le président de la COB. Les droits de la défense étaient également mieux garantis à ce stade, la personne mise en cause disposant d'un mois pour présenter ses observations écrites suivant la notification des griefs au lieu du délai de dix jours auparavant. De plus, elle pouvait prendre connaissance du dossier et se faire assister par un conseil (art. 6). De même, une fois l'instruction terminée, le rapporteur lui communiquait son rapport. La personne mise en cause disposait alors d'un mois pour répondre (art. 7). Enfin, à l'audience, l'affaire était présentée par le rapporteur et la personne mise en cause devait avoir la parole en dernier. Et surtout, le rapporteur ne participait plus au délibéré.

Ainsi, grâce à cette réforme en profondeur de la procédure de sanction devant la COB, la France s'est conformée aux exigences posées par la Convention européenne. Dès lors, le pouvoir de sanction administrative conféré à la COB ne semblait plus causer de difficultés.

221. – Conclusion – L'octroi du pouvoir de prononcer des sanctions administratives financières a marqué un pas très important dans l'évolution de la commission qui l'a forcé à revoir et à affiner sa procédure afin de respecter les droits de la défense. Déjà à ce stade, l'on peut constater que l'autorité de régulation financière endosse un rôle beaucoup plus important. En effet, en acquérant le pouvoir de sanction administrative, la COB a commencé à se comporter comme un juge, ce qui lui a imposé de rapprocher également sa procédure de la procédure judiciaire. Les choses auraient pu en rester là, et pourtant peu de temps après, les pouvoirs publics ont déjà commencé à réfléchir à un nouveau modèle d'autorité de marché qui passerait par une séparation de la fonction de sanction des autres attributions de l'autorité.

B – Réflexions sur une séparation des fonctions de sanction et de réglementation

222. – Proposition de créer une commission des sanctions – Alors même que la procédure devant la COB venait tout juste d'être modifiée, un projet de loi présenté en 2001 proposait de créer une nouvelle autorité[1].

À l'occasion de cette réforme, il a été suggéré de séparer au sein de la nouvelle autorité des marchés financiers, les fonctions de réglementation et de sanction en créant une commission des sanctions. La création de cette commission avait pour ambition de renforcer les droits de la défense et l'impartialité objective. En effet, il était prévu que les membres du Collège ne pourraient pas siéger à la Commission des sanctions.

L'objectif était d'aboutir à une séparation structurelle entre l'organe qui décide de l'enquête – le secrétaire général – celui qui décide de la mise en cause – le collège – et celui qui décide de la sanction – la commission des sanctions.

Pourtant, le système mis en place par le décret du 1er août 2000 avait mis le droit français en conformité avec les exigences du droit européen. En outre, il était désormais classique pour une AAI de cumuler les pouvoirs de sanction et de réglementation. Non seulement les pouvoirs publics ont souhaité conférer des pouvoirs judiciaires ou quasi-judiciaires à la COB, mais ils envisageaient également d'aller plus loin en séparant les fonctions de réglementation et de sanction, à la manière du pouvoir judiciaire, lui-même distinct des pouvoirs législatifs et réglementaires.

Dès lors, l'on ne peut comprendre cette proposition que comme la volonté des pouvoirs publics de renforcer encore davantage les pouvoirs de l'autorité de marché. Cependant, l'idée a suscité un certain nombre de débats.

223. – Débats sur l'opportunité de créer une commission des sanctions – Certains auteurs craignaient que la séparation ne génère des conflits entre le Collège et la Commission des sanctions et que celle-ci ne crée une « jurisprudence » s'éloignant des textes édictés par le Collège, par une interprétation plus ou moins restrictive des règles. Dans ce cas, le Collège aurait pu être tenté d'y remédier tout simplement en formulant une nouvelle règle[2]. En outre, selon certains commentateurs, ce modèle de

---

[1] Projet de loi portant réforme des autorités financières, févr. 2001. Finalement il n'est pas donné suite au projet, car l'ordre du jour au Parlement en a empêché l'examen et le changement de majorité parlementaire en 2002 a entraîné l'abandon du projet

[2] J.-J. Daigre, « La création de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés,* 2004, p. 823 ; « AMF structure institutionnelle », *Dic. Joly Bourse*, juin 2010, n° 280

séparation aurait pour effet de fragiliser le schéma que le législateur entendait conforter, c'est-à-dire la reconnaissance d'un pouvoir de sanction à l'autorité régulatrice. En effet, le législateur avait conféré d'importants pouvoirs de sanction à la COB depuis 1989, si bien que Pierre Bézard a pu écrire, dès 1989, que « *le monde financier a donné le sentiment par les nouveaux textes, de vouloir régler l'ensemble de ses problèmes par lui-même, mettant à l'écart le système juridique et limitant la place des tribunaux*[1]. » Depuis 1989, le pouvoir de sanction de la COB n'a cessé d'être renforcé et élargi. Or, la séparation devait si importante entre l'organe qui sanctionne et celui qui réglemente, que la question de l'utilité même du premier devait se poser.

224. – Débats sur l'utilité de conserver le pouvoir de sanction de l'autorité – Ainsi, à partir du moment où le législateur souhaitait créer une Commission des sanctions distincte du Collège, la doctrine s'est interrogée sur la nécessité de laisser ce pouvoir à l'autorité de régulation, relevant une incohérence dans la démarche du législateur. M. Lacabarats s'interroge en ces termes : « *Pourquoi ne pas alors aller au bout de la logique de l'évolution et restituer le pouvoir de sanction aux tribunaux éventuellement renforcé par une composition mixte intégrant des professionnels du domaine concerné ?*[2]. » Et le professeur N. Rontchevsky d'ajouter : « *Il reste que l'on peut se demander s'il n'aurait pas été plus expédient d'abandonner les sanctions administratives au profit du juge répressif*[3]. »
En effet, il aurait pu être plus simple et davantage en accord avec les exigences de la Convention européenne des droits de l'Homme de rendre le pouvoir de sanction au juge, administratif ou judiciaire. Afin de répondre aux nécessités de célérité et de compétence, une véritable juridiction spécialisée aurait pu être créée, au sein de la cour d'appel de Paris, par exemple. Cette solution aurait permis de mettre un terme définitif au risque du cumul des sanctions administratives et pénales, que la nouvelle structure n'a pas supprimé[4].

Dès lors, à partir du moment où le législateur songeait à séparer le pouvoir de sanction du pouvoir d'encadrement, on pouvait légitimement se demander s'il n'aurait pas été plus opportun de restituer ce pouvoir à un juge spécialisé[5].

---

[1] P. Bézard, Actes du colloque « Le juge et le marché », *LPA,* 1994, n°71 et 140.
[2] A. Lacabarats, « Le rôle du juge », *LPA*, 31 juillet 2003, n° 152, p. 44
[3] N. Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *Bull. Joly Bourse* 2004, n° 1, p. 10
[4] J.-J. Daigre, « La création de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés*, 2004, p. 823
[5] S. Thomasset-Pierre, « L'Autorité des marchés financiers : une autorité publique ambivalente », *Mélanges AEDBF IV*, Banque éditeur., 2004, p. 427

D'ailleurs, le rapporteur Marini, lors du projet de loi de 2001 relatif aux nouvelles régulations économiques, proposait de laisser les « *questions faisant apparaître une violation grave de l'ordre public* » aux tribunaux judiciaires[1].

225. – Absence d'un tel débat au Québec – Cette question a suscité bien davantage de débats en France qu'au Québec lors de la réforme d'ampleur de sa propre autorité de marché ayant abouti à la création d'un Tribunal administratif des valeurs mobilières[2]. Il ne semble jamais avoir été question de restituer le pouvoir de sanction au juge. Ce relatif désintérêt pour cette question au Québec, trouve son explication, au moins en partie, dans le fait que la répartition des rôles en matière de sanction entre l'autorité administrative et le juge diffère au Canada. La création d'un organe de sanction séparé de l'AMF du Québec n'a pas fondamentalement bouleversé cette clé de répartition. En effet, ainsi qu'il a déjà été évoqué, de la même manière qu'aux États-Unis avec la *SEC*, le juge conserve un rôle très important au Canada. De manière générale, ainsi que l'a expliqué M. Perroud dans sa thèse sur *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, la doctrine anglo-saxonne n'a jamais développé de théories assimilant l'office des autorités de régulation à celui des juridictions. Selon cet auteur cela s'explique par « *la force du modèle juridictionnel et du juge de* common law *dont les caractères, les pouvoirs, le prestige sont tels qu'ils interdisent que l'on puisse penser une telle assimilation*[3]. » Suivant ces principes, l'on comprend qu'il est dès lors inconcevable que l'office du juge puisse être transmis à une autorité administrative, ce qui empêche tout débat sur la question. L'organe de sanction de l'AMFQ ou les autres CVM multifonctionnelles disposent bien d'un pouvoir de sanction disciplinaire et administrative, mais il apparaît que souvent le contentieux en la matière finit par être tranché par un juge. En effet, d'une part, le pouvoir de sanction administrative est beaucoup plus récent au Canada. D'autre part, aux États-Unis le Congrès a toujours manifesté une préférence pour la répression judiciaire par rapport à la répression administrative[4].
La répartition des rôles apparaît largement inspirée de ce modèle au Canada étant donné qu'il semble que dès qu'il y a une affaire quelque peu importante, les

[1] Ph. Marini, « Projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques », Rapport n° 5 (2000-2001), fait au nom de la commission des finances, déposé le 4 octobre 2000
[2] Voir *supra* n° 135
[3] Th. Perroud, *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, coll. Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 127, Dalloz, 2013, p. 42, n° 33
[4] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse et la Securities and Exchange Commission*, *op. cit.*, n° 86

Commissions de valeurs mobilières préfèreront intenter des poursuites devant les juges plutôt que de prononcer la sanction elle-même.

226. – Les avantages de maintenir le pouvoir de sanction entre les mains de l'autorité – Il faut toutefois reconnaître que malgré ces interrogations parfaitement légitimes, la sanction par l'autorité de régulation présentait certains avantages qu'il pouvait sembler difficile d'obtenir avec une juridiction classique. En effet, le contentieux en matière financière est extrêmement technique et demande des connaissances très particulières que n'ont pas forcément les juges. Certes, ainsi que le proposait M. Lacabarats, on aurait pu imaginer introduire de l'échevinage dans cette juridiction spécialisée. Toutefois, un obstacle était difficile à résoudre, celui des délais. Même si le contentieux est donné à une juridiction spécialisée, il s'agira d'un véritable tribunal. Or l'on connaît les lenteurs de l'appareil judiciaire, quand le secteur financier nécessite, au contraire, des réactions rapides.
Et le Groupe de travail pour l'encadrement du secteur financier au Québec avait fait remarquer à juste titre, que le fait que ce soit une commission spécialisée qui prenne les décisions permet qu'elles le soient de « *manière moins formaliste, moins coûteuse et plus efficace ; de manière plus accessible, plus rapide et mieux perçue par les administrés et l'administration, avec le bénéfice d'une expertise approfondie, éventuellement multidisciplinaire, avec la connaissance du contexte particulier et des aspects techniques propres à la question litigieuse*.[1] » Cette remarque peut aisément être transposée au cas français. Dans le même sens, Jean-Pierre Jouyet, ancien directeur de l'AMF, estimait qu'une autorité administrative spécialisée dans le domaine financier dotée du pouvoir de sanction est plus à même de prononcer des sanctions adaptées à la réalité du monde financier et à ses évolutions. Il faisait également remarquer qu'au niveau européen la coopération est essentiellement prévue entre les régulateurs et non pas avec le juge[2]. Il aurait été préjudiciable de ce point de vue d'octroyer le contentieux au juge.

227. – Conclusion Section 1 – L'on peut constater que la France aura mis davantage de temps que le Canada pour choisir l'encadrement des marchés financiers par la régulation. Cela peut s'expliquer par des choix de politiques économiques différents et une influence des États-Unis plus marquée au Canada. Cependant, même si à sa

[1] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », *op. cit.*, p. 53
[2] J.-P. Jouyet, « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, décembre 2009, n° spécial, p. 419

création la COB est avant tout une « autorité morale » sans réel pouvoir de contrainte, son rôle s'est rapidement transformé. Elle obtient d'abord le pouvoir réglementaire. Puis, la loi du 2 août 1989 a constitué un événement marquant en renforçant considérablement les pouvoirs de la COB et surtout en lui donnant le pouvoir de sanction administrative. Ce texte a eu pour conséquence que la COB s'est vue contrainte de modifier sa procédure de sanction, son organisation et notamment le rôle du rapporteur. Au début des années 2000, la COB cumulait tous les pouvoirs. Elle était législateur, enquêtrice, autorité de poursuite et juge. Ce cumul des pouvoirs n'est pas rare aujourd'hui au sein des autorités administratives indépendantes et montre la volonté des pouvoirs publics de promouvoir le modèle de la régulation. En matière financière, la COB a donc obtenu le rôle clé : le législateur et le juge ont été contraints de lui céder une partie de leurs pouvoirs ou à tout le moins de subir sa concurrence. Le développement de cette autorité toute puissante s'est poursuivi avec la création de l'AMF en 2003 et la création de la commission des sanctions. Partant, la France a fait le choix du monisme administratif, c'est-à-dire une sorte de « tout administratif ». Ce mouvement a atteint son paroxysme avec l'AMF.

SECTION 2

L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

228. – Plan – La loi de sécurité financière du 1er août 2003[1] a donné naissance à une nouvelle autorité de régulation : l'Autorité des marchés financiers (AMF). Elle marque une évolution sans précédent. Selon les propres mots du président de l'AMF, Gérard Rameix : « *Un monde de la finance plus régulé est en train d'émerger, dont on ne sait aujourd'hui mesurer tous les effets sur l'économie réelle*[2]. » En créant l'Autorité des marchés financiers, la loi a consacré un nouveau modèle de régulation financière, centré sur une autorité indépendante du pouvoir exécutif et où la fonction de sanction est désormais exercée par un organe séparé du Collège, la Commission des sanctions. En effet, l'AMF est d'abord une autorité administrative d'un genre nouveau, du point de vue de son statut et de son organisation, avec la création d'un organe réservé à la sanction : la Commission des sanctions (§1). Ensuite, l'organisation même de cette Commission des sanctions révèle la création d'un organe ayant une double nature, professionnelle, mais surtout quasi juridictionnelle (§2).

§1 – Les caractéristiques de la nouvelle autorité

229. – Plan – D'un point de vue institutionnel, l'évolution s'est faite d'une part, par l'indépendance qui a été donnée à l'AMF (A), et d'autre part, par la création d'un organe entièrement dédié à l'exercice du pouvoir de sanction, séparé du reste des fonctions de l'AMF : la Commission des sanctions (B).

[1] Loi n° 2003-706 du 1er août 2003 de sécurité financière
[2] Rapport annuel AMF 2012, p. 4, 13 juin 2013

A – L'indépendance de l'autorité

230. – La fusion des trois autorités – La loi de sécurité financière du 1er aout 2003 a créé l'Autorité des marchés financiers, véritable législateur, gendarme et juge boursier, aux pouvoirs extrêmement étendus. L'AMF est née de la fusion des trois anciennes autorités, la COB, le CMF et le Conseil de discipline de la gestion financière, organe spécialisé en matière de gestion de portefeuille pour compte de tiers. L'objectif était de simplifier le paysage institutionnel en offrant aux investisseurs et aux opérateurs de marché un interlocuteur unique tout en mettant un terme à la duplication des textes[1]. En outre, une autorité de régulation unique devait donner plus de poids à la France au sein des instances européennes[2], et semblait requise par la directive Abus de marché de 2003[3], qui imposait, selon la doctrine de l'époque, aux États membres la création d'une « *autorité administrative unique*[4]. »

231. – Mission – L'AMF a pour mission de veiller *« à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers donnant lieu à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé et dans tous autres placements offerts au public* » et « *à l'information des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés d'instruments financiers*. » De plus, « *Elle apporte son concours à la régulation de ces marchés aux échelons européen et internationa*l » (art. L. 621-1, CMF).

232. – L'octroi de la personnalité morale à l'AMF – À sa création, l'AMF a constitué un modèle d'autorité de régulation inédit à tel point que lui a été conféré le statut *sui generis* « *d'autorité publique indépendante dotée de la personnalité juridique*. » En effet, en principe, une autorité administrative indépendante ne peut pas avoir la personnalité juridique, le Conseil d'État y étant très hostile[5]. D'où l'option pour la qualification *sui generis* d' « autorité publique indépendante » dotée de la personnalité morale[6].

---

1 « AMF structure institutionnelle », *Dic. Joly Bourse*, juin 2010, n° 070

2 J.-J. Daigre, « Le projet de loi sur la sécurité financière, » *JCP E*, 2003, n° 174

3 Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

4 M.-L. Coquelet, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », *Mélanges AEDBF IV*, Banque éditeur, 2004, n° 1

5 Conseil d'État, Rapport public 2001, « Les autorités administratives indépendantes », Études et documents n° 52 : Doc. fr., p. 379

6 À titre de comparaison, lorsque l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution, née de la fusion de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles a été créée par l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janv. 2010, la personnalité juridique ne lui a pas été conférée.

L'octroi de la personnalité morale à l'AMF a suscité des débats. D'ailleurs le premier projet de loi n° 2920 de février 2001 n'envisageait pas de l'en doter. Il est vrai que l'octroi de la personnalité juridique entraîne nécessairement des conséquences, car si cela « *ne constitue pas un désengagement de l'État (…), elle manifeste néanmoins un retrait de l'État central*[1]. »

233. – La marque d'un désengagement de l'État – Donner la personnalité morale à une autorité administrative est loin d'être anodin. Un tel acte traduit la volonté des pouvoirs publics de conférer une indépendance jusque là inconnue à l'autorité de marché, et parallèlement un désengagement encore plus fort de l'État dans l'encadrement des marchés financiers. Tout comme pour les autorités canadiennes à qui la personnalité juridique a été donnée, l'attribution de la personnalité juridique à l'AMF a pour conséquence que ces autorités ne sont plus de simples démembrements du pouvoir exécutif. Avec la personnalité juridique les autorités des régulations ont acquis un patrimoine, le pouvoir d'ester en justice et la responsabilité, ce qui leur confère une indépendance financière, budgétaire et juridique[2].

234. – Autonomie budgétaire et financière – C'est l'article L. 621-5-2, alinéa 1er du CMF qui pose le principe de l'autonomie financière de l'AMF : « *l'Autorité des marchés financiers dispose de l'autonomie financière. Elle arrête son budget sur proposition du secrétaire général*. » Ses revenus proviennent, à l'instar des CVM canadiennes, de droits fixes et de contributions, variables en fonction de l'opération en jeu, et réglés par les personnes soumises au contrôle de l'AMF.

235. – Responsabilité et capacité d'ester en justice – Avec l'octroi de la personnalité juridique l'AMF a acquis la capacité d'ester en justice et est devenue responsable sur son propre patrimoine[3]. Cela a pu faire craindre à un auteur que le prix élevé de la réparation dont pourrait avoir à s'acquitter l'AMF pour une faute éventuelle, soit de nature à remettre en cause son indépendance, surtout au niveau des sanctions. L'on

[1] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Statut », *JCl. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1510, n° 7

[2] M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », *op. cit.*, n° 9

[3] Pour une comparaison des conséquences de l'octroi de la personnalité juridique en matière de responsabilité, V. J.-Ph. Kovar et J. Lasserre-Capdeville, « La responsabilité des autorités de régulation bancaire et financière : l'AMF et l'ACPR », *RLDA*, oct. 2010. 50

pourrait imaginer que, dans la crainte d'un procès et de lourds dommages-intérêts, la Commission modère ou module ses sanctions[1].
Pour autant, il faut saluer l'octroi de la personnalité morale à l'AMF pour diverses raisons. D'une part, parce que l'AMF dispose de pouvoirs de décisions individuelles et de sanction importants susceptibles d'affecter les droits des personnes. Dès lors, il semble plus juste qu'elle réponde elle-même de ses fautes. Ainsi, elle est amenée à exercer ses pouvoirs avec davantage de prudence. D'autre part, l'autonomie que confère la personnalité morale à l'autorité de régulation par rapport au pouvoir exécutif ne peut donner que davantage de crédit à son action.

236. – Droit de regard en matière financière – Cependant, l'AMF reste une autorité administrative, et à ce titre, le pouvoir exécutif ne peut être totalement écarté, à l'instar de la « *tutelle administrative* » canadienne. Ainsi, l'article D. 621-27 du CMF prévoit que le montant des droits fixes et des contributions est fixé par décret. De plus, l'AMF doit publier son rapport annuel et ses états financiers (art. L. 621-19, al.5 CMF). En outre, il est prévu qu'à leur demande ou à la sienne, le président de l'AMF peut être entendu par les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat (L. 621-19, al.6 CMF).

237. – Pouvoir d'intervention direct du gouvernement – De plus, l'Exécutif dispose parfois d'un pouvoir direct. C'est le cas en matière de nomination des membres. En effet, en France le ministre chargé de l'Économie nomme une partie des membres de l'AMF dont le président du Collège par décret (art. L. 621-2, II, CMF).

238. – La double indépendance de la sanction par l'AMF – Avec la création de l'AMF, l'un des objectifs était de doter la France d'une autorité de marché forte et indépendante, afin de conforter le modèle du « tout administratif ». Ainsi, cette indépendance s'est manifestée notamment à l'égard du pouvoir exécutif par l'octroi de la personnalité morale. Ensuite, la sanction des violations à la législation financière est désormais assurée par un organe distinct au sein de l'AMF, la Commission des sanctions.

[1] *Ibid*., n° 10

B – La séparation du pouvoir de sanction

239. – Création de la Commission des sanctions – La réforme de 2003 visait également à restaurer la confiance des investisseurs dans les marchés financiers, ébranlée à la suite des scandales survenus au début des années 2000[1], tels que les affaires *Enron* et *Vivendi*. À cette fin, la loi a complètement revu la procédure de sanction et créé au sein de l'AMF une Commission des sanctions distincte du Collège dont l'unique fonction est de statuer sur les manquements à la réglementation boursière. Une solution identique a été retenue pour l'organisation de l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution lors de sa création par l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010[2]. Cela devait permettre de consacrer la parfaite indépendance et impartialité dans l'utilisation de son pouvoir de sanction par l'autorité de marché. Pour ce faire, l'autorité française est depuis scindée en deux organes distincts, le Collège et la Commission des sanctions. Cette architecture a pu faire dire à un auteur que « *l'AMF comporte en réalité, deux commissions en une*[3]. »

240. – La fonction quasi judiciaire assurée par la Commission des sanctions – La Commission des sanctions, dont l'existence est prévue par l'article L. 621-2 IV du CMF, hérite du pouvoir exclusif de prononcer les sanctions disciplinaires et administratives que peut prendre l'AMF (art. L. 621-15 et L. 621-17 du CMF). Elle devait avoir pour mission unique de prononcer les sanctions, la révision des

---

[1] F. Peltier, « Le risque hégémonique de la protection de l'épargnant dans la fusion COB-CMF », *RDBF*, mai-juin 2003, p. 184 ; M.-L. Coquelet, « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », *op. cit.*

[2] V. Th. de Ravel d'Esclapon, « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macroprudentielle », *LPA*, 27 sept. 2013, n° 194. La structure dualiste était d'ailleurs devenue indispensable pour l'ACPR depuis la condamnation dont avait fait l'objet le Commission bancaire par la Cour EDH dans l'arrêt Dubus au terme duquel la Cour avait conclu que la société requérante pouvait « raisonnablement avoir l'impression que ce sont les mêmes personnes qui l'ont poursuivie et jugée » (CEDH 11 juin 2009, *Dubus* : *D*. 2009, p. 2247, note A. Couret ; *AJ pénal* 2009, p. 354, note J. Lasserre Capdeville ; *JCP E* 2009, n° 47, p. 11, note P. Pailler ; *Gaz. Pal*. 2009. 3819, note P. Houédanou ; *RD bancaire et fin*. 2009, n° 111, obs. F.-J. Crédot et Th. Samin ; *Banque et Droit* juill.-août 2009, p. 16, obs. T. Bonneau ; *ibid*. sept.-oct. 2009, p. 3, note M. Guyomar ; *Dr. et patr*. mars 2010, p. 66, obs. J.-P. Mattout et A. Prüm ; *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 388, note L. Ruet). Le Conseil d'État (CE, 8 nov. 2010 : *D*. 2011. Pan. 1643, obs. H. Synvet ; *Gaz. Pal*. 2011. 1627, note B. du Marais ; *Banque et Droit* mars-avr. 2011. 3, note M. Pujos ; *RD bancaire et fin*. 2011, no 1, obs. Th. Samin ; *Bull. Joly Bourse* 2011. 76, concl. Collin, note F.-J. Crédot et Th. Samin) et Le Conseil constitutionnel avait également jugé la procédure disciplinaire devant la Commission bancaire contraire à la Constitution (Cons. const. 2 déc. 2011 : *Dalloz actualité*, 8 déc. 2011, obs. X. Delpech ; *D*. 2011. Actu. 2988 ; *AJDA* 2012. 578, obs. M. Lombard ; *JCP E* 2012, n° 1034, note Y. Paclot ; *LPA* 16 mars 2012, note F. Miloudi ; *Gaz. Pal*. 2012. 392, obs. J. Morel-Maroger ; *RJDA* 2012, n° 234 ; *RD bancaire et fin*. 2012. Alerte 1, par Th. Samin ; *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 55, note J. Lasserre Capdeville).

[3] N. Rontchevsky, *op. cit*., p. 5

décisions du Collège restant entre les mains du juge. Elle reprend le pouvoir de sanction disciplinaire de la COB, du CMF et du CDGF et le pouvoir de sanction administrative de la COB. Toutefois, dès sa création l'AMF a été dotée d'un pouvoir de sanction renforcé par rapport à celui de la COB aussi bien quant à son champ d'application que quant à la nature des sanctions[1].

241. – Le Collège : organe plénier – Le Collège reste l'organe plénier. Il est composé de 16 membres. Il a hérité de tous les pouvoirs généraux : édicter un règlement général, prendre des décisions individuelles, prononcer des injonctions et enclencher les procédures de sanction.

242. – Une séparation uniquement structurelle du Collège et de la Commission des sanctions – Les attributions du Collège et de la Commission des sanctions sont clairement définies. D'un point de vue institutionnel, la séparation n'a cependant pas été intégrale. En effet, la Commission des sanctions n'a pas été instituée en dehors de l'AMF mais en son sein, l'article L. 621-2, I du CMF disposant que « *L'Autorité des marchés financiers comprend un collège, une commission des sanctions et, le cas échéant des commissions spécialisées et des commissions consultatives.* » Ainsi, la Commission des sanctions n'est qu'une commission parmi d'autres de l'AMF, sans existence juridique qui lui est propre. Elle se place donc à mi-chemin entre la création d'un tribunal administratif au Québec et au Nouveau-Brunswick et le modèle multifonctionnel connu dans le reste du Canada.
Le Rapport Goulard sur le projet de loi de sécurité financière a expliqué ce choix par le fait qu'une séparation institutionnelle aurait heurté les dispositions de la directive « Abus de marché » qui imposait aux États de créer une « *autorité administrative unique*[2] » dotée de tous les pouvoirs de surveillance et d'enquête nécessaires à l'exercice de sa mission[3]. Toujours est-il que, même si cela a été imposé par l'Union européenne, ce qui est discutable[4], ce modèle nous semble moins à même de garantir l'indépendance de l'organe sanctionnateur que celui retenu par le Québec et le Nouveau-Brunswick.

---

[1] M.-L. Coquelet, « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », art. préc., n° 2
[2] Directive n° 2003/6 (CE) sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché dite « abus de marché » du 28 janvier 2003, cons. n° 36, *JOUE*, L 96/16, 12 avril 2003
[3] F. Goulard, Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi, adopté par le Sénat, de sécurité financière, enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 10 avril 2003, n° 807, deuxième partie, p. 42
[4] Voir *infra* n° 831

243. – Nature juridique de la Commission – La Commission des sanctions française ne dispose pas d'un statut réglementé. En effet, seule l'AMF dans son ensemble est dotée de la personnalité morale. La Commission des sanctions n'étant qu'une composante de cette autorité publique indépendante, elle ne dispose pas d'un statut qui lui est propre.

244. – Partage des moyens logistiques entre le Collège et la Commission – D'un point de vue purement pratique, cela signifie notamment que la Commission des sanctions utilise les mêmes ressources et la même logistique que le Collège. Pour Mme Nocquet, présidente de la Commission des sanctions jusqu'en 2014, aujourd'hui remplacée par Michel Pinault, ce rattachement à l'AMF est en réalité un atout et non le reflet d'une quelconque forme de dépendance : « *Étant rattachés à l'AMF, nous disposons en outre de l'expertise et du soutien logistique que nous offrent ses services. Ce rattachement organique, qui est un véritable atout, ne saurait en aucune manière être analysé comme une forme de dépendance : bien au contraire, tous les membres de la Commission des sanctions bénéficient, au plan statutaire, d'une indépendance totale*[1]. »

245. – Incompatibilité et résolution des conflits d'intérêts – Il est vrai que le législateur français a organisé des incompatibilités entre les fonctions de membre du Collège et de la Commission qui garantissent leur autonomie les uns par rapport aux autres (art. L. 621-2, IV, al. 5, CMF).

246. – Risque d'apparence de dépendance en France – Ce n'est donc pas tant l'indépendance et l'impartialité statutaire des membres de la Commission qui sont mises à mal par l'absence de séparation institutionnelle. Il s'agit davantage de possibles influences réciproques du fait de la proximité géographique de leurs membres, causée par une utilisation commune des services, bâtiments, personnels administratifs, etc. Même s'il n'en est rien, car il ne s'agit pas de remettre ici en cause l'indépendance de la Commission des sanctions, on comprend que ce schéma peut donner une apparence de proximité entre le Collège et la Commission. Cette impression est en fait inhérente au modèle des autorités administratives indépendantes.

[1] C. Nocquet, « La Commission des sanctions de l'AMF est là pour faire peur », *Les Echos*, 4 octobre 2011

247. – Indépendance fonctionnelle – Si l'option de la séparation institutionnelle du Collège et de la Commission des sanctions n'a pas été retenue, il faut reconnaître que l'indépendance fonctionnelle des deux organes est aujourd'hui garantie. Alors qu'on a pu reprocher au modèle de la COB un manque de clarté et d'indépendance, notamment quant au rôle du rapporteur, la France tend de plus en plus vers le modèle québécois, assurant ainsi une meilleure séparation fonctionnelle des organes de sanction et de réglementation. Deux exemples peuvent illustrer ce mouvement : le rôle du représentant du Collège au cours de la procédure de sanction et le droit d'appel dont dispose désormais le président de l'AMF contre les décisions de la Commission.

248. – Représentation du Collège aux audiences de la Commission – Depuis le décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008, le Président de l'AMF peut se faire représenter lors de la séance d'audition et y intervenir oralement. La loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, est venue améliorer le dispositif en permettant au représentant d'intervenir dès la notification des griefs pour présenter ses observations et proposer une sanction (art. R. 621-40, II, CMF).

249. – Le collège comme organe de poursuite – Si pour certains auteurs, la présence du représentant du Président de l'AMF fragilise la séparation des organes de poursuites et de sanction[1], à notre sens il n'en est rien. En effet, il faut comprendre cette possibilité comme la volonté de faire du Collège de l'AMF un véritable organe de poursuite, à la manière du Ministère public ou de l'Autorité québécoise qui, on l'a vu, est considérée comme une partie au litige à part entière. Ainsi, l'existence de ce représentant permet de définir avec davantage de précision les rôles de chacun des intervenants à la procédure de sanction. La Commission joue celui de juge et le Collège, par la voie de son représentant, celui de la partie poursuivante.
Dès lors, cela permet d'ôter tout risque ou impression que la Commission des sanctions pourrait être influencée par le Collège comme cela a pu être le cas avec le rapporteur. Même si son unique mission est d'instruire l'affaire (art. R. 621-39, I, CMF), il avait tendance également à proposer une sanction. Et comme il peut s'adjoindre les services de l'AMF dans son instruction, cela pouvait donner l'impression aux personnes mises en cause que leur sort était déjà scellé puisque la Commission des sanctions jouait aussi bien le rôle de juge que d'accusateur, le rapporteur en étant issu. Désormais, les fonctions de chacun sont parfaitement

[1] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Statut », *op. cit.*, n° 38

cloisonnées. Toutefois, pour parfaire le système, il serait préférable que le rapporteur ne soit pas issu de la Commission des sanctions, mais choisi parmi les membres services d'enquêtes qui en plus ont une meilleure connaissance du dossier.

250. – Le droit d'appel de l'AMF des décisions de la Commission – L'indépendance des deux fonctions est encore renforcée par le nouveau droit d'appel des décisions de la Commission des sanctions qui a été octroyé au Collège. L'AMF le réclamait depuis longtemps, la Loi de régulation bancaire et financière y a pourvu, certainement sous l'influence de l'affaire *EADS*. On se souvient que le 17 décembre 2009, la Commission des sanctions avait publié une décision dans laquelle elle mettait hors de cause toutes les personnes poursuivies pour manquement d'initié. Le jour même, l'AMF publiait un communiqué où elle se refusait à tout commentaire, tout en réitérant sa volonté de pouvoir faire appel des décisions de la commission[1].

Ce droit est conféré au président de l'AMF[2] qui en a fait usage pour la première fois dans le cadre de l'affaire des fonds à formule Doubl'ô de la société de gestion Écureuil Gestion, commercialisés par le réseau Caisse d'Épargne. Le Collège de l'AMF avait saisi la Commission des sanctions et requis une amende de 4,9 millions d'euros à l'encontre de plusieurs Caisses d'Épargne régionales au motif que les documents publicitaires n'étaient pas cohérents avec l'investissement proposé. Mais la Commission des sanctions a refusé d'agir, car les faits, remontant à plus de trois ans, étaient prescrits (L. 621-15, I, CMF). Dans sa décision du 19 avril 2012, elle affirme que le délai triennal, introduit par la *Loi de sécurité financière* de 2003 est d'application immédiate aux procédures en cours, même si les faits sont antérieurs à son entrée en vigueur. Le représentant du Collège soutenait, quant à lui, que le point de départ de la prescription devait être reporté à la date où les faits sont apparus dans des conditions permettant aux souscripteurs d'agir. Il estimait qu'il convenait d'appliquer la règle existante en matière d'infractions clandestines, telles que l'abus de confiance, l'abus de biens sociaux ou la publicité trompeuse[3]. La Commission des sanctions semblait favorable à cette transposition, mais avait estimé qu'en l'espèce, il

[1] O. Dufour, « La loi de régulation bancaire et financière conforte le pouvoir de sanction de l'AMF », *LPA*, 28 octobre 2010, n° 215, p. 3

[2] Et non à l'AMF, car sinon cela reviendrait pour elle à recourir contre elle-même. Cf. J. Lasserre-Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, p. 15, n° 13

[3] Pour les infractions dissimulées, la jurisprudence admet que le point de départ de la prescription soit retardé au moment où les faits ont été révélés dans des conditions permettant l'exercice de l'action publique

n'y avait pas eu de dissimulation[1]. Le 19 juin 2012, le président de l'AMF a formé un recours devant le Conseil d'État contre cette décision.
Ainsi, même si pendant quelque temps il régnait une certaine confusion des fonctions entre le rapporteur, la Commission des sanctions et le Collège, le législateur français a mis en place des dispositifs qui permettent de remédier efficacement à ce problème, renforçant ainsi l'indépendance de la Commission par rapport au Collège. Cependant, cette séparation fonctionnelle est entachée par le risque d'apparence de partialité du fait que la séparation entre la Commission des sanctions et le collège n'est pas totale.

251. – Conclusion – Dès lors, en décidant de séparer clairement les fonctions de sanction des autres attributions de l'autorité de marché, notamment la réglementation, les contrôles et des enquêtes, la réforme de 2003 a poursuivi le mouvement de judiciarisation de l'autorité de marché qui avait débuté à la fin des années 90 lorsque la COB avait dû revoir sa procédure de sanction administrative pour qu'elle soit plus respectueuse des droits de la défense. Cette fois-ci, c'est au niveau organisationnel que la tendance se poursuit. En effet, l'on trouve désormais d'un côté le Collège, sorte de « législateur » et « procureur » et de l'autre, la Commission des sanctions, « juge » administratif. Et l'indépendance des fonctions a encore été accrue par la mise en place de dispositifs tels que le droit d'appel du Collège ou encore par le rôle du représentant du Collège pendant les procédures de sanctions devant la Commission. Cependant, la séparation reste imparfaite. N'ayant pu se faire institutionnellement, des porosités existent entre les deux organes, qui peuvent laisser planer un doute quant à la parfaite impartialité de la Commission, du moins en apparence. Mais ce mouvement de judiciarisation s'est également poursuivi au niveau des innovations créées dans le cadre de la procédure de sanction devant la Commission, quoique celle-ci reste parfois teintée de caractère professionnel.

[1] CA Rouen, 12 janv 2012 ; CA Riom Ch. Com. 20 avril 2011 ; CA Versailles, 10 février 2011 ; CH. 16, CA Versailles ; CH. 16, 7 avril 2011 ; CA Bordeaux 2è ch. Civ. 28 novembre 2011 ; Cass. com. 10 janv. 2012, *Mackowiack c/ Caisse d'Épargne de Lorraine Nord* : *JurisData* n° 2012-000202, *RTD Com.* 2012, p. 371 note M. Storck

§2 – La nature de la Commission des sanctions

252. – Plan – En raison des pouvoirs conférés à l'autorité de marché, la COB d'abord, puis l'AMF, celle-ci a dû adopter une procédure plus respectueuse des droits de la défense qui a rapproché la procédure administrative de la procédure judiciaire. Ce mouvement s'est encore amplifié avec l'AMF, et notamment du fait de la séparation opérée entre le Collège et la Commission des sanctions. La procédure applicable devant la Commission des sanctions révèle sa qualité d'organe quasi juridictionnel (A), tandis que sa composition manifeste encore sa nature d'organe professionnel (B).

A - Un organe quasi juridictionnel au regard de la procédure

253. – Plan – À mesure que les pouvoirs quasi juridictionnels de la Commission des sanctions se sont développés, il est devenu nécessaire de judiciariser la procédure devant l'organe de sanction afin de respecter les garanties procédurales dont doivent bénéficier les personnes faisant l'objet d'une procédure de sanction (I). Cependant, la nature mixte de la Commission, organe administratif doté de pouvoirs quasi-juridictionnels, n'a permis qu'une judiciarisation incomplète source d'inégalités, notamment en matière des voies de recours contre les décisions de la Commission (II).

I – Le respect des garanties procédurales devant la Commission des sanctions

254. – Intérêt de la répression administrative – La Commission des sanctions n'est pas une juridiction. Bien qu'elle ne soit pas partie à la procédure, qu'elle ne puisse pas se saisir elle-même et qu'elle doive statuer en droit et en fait, de manière neutre, elle est un organe de sanction. Aucune victime ne se présente devant elle. Elle n'a donc pas le pouvoir de trancher un litige entre deux opérateurs de marchés, ou entre un investisseur et un prestataire de service d'investissement. Le rôle de la Commission se limite à examiner si les allégations d'infraction à la loi qui lui sont présentées par le Collège sont réelles ou non et quelle sanction doit être appliquée.
Ainsi, contrairement à une véritable juridiction, les personnes physiques ou morales qui relèvent du champ d'action de l'AMF ou les investisseurs lésés par la fraude d'une personne soumise à son contrôle ne peuvent pas saisir la Commission des

sanctions. Elles peuvent uniquement présenter « *les réclamations qui entrent par leur objet dans sa compétence* » et celles-ci ne peuvent donner lieu de la part de l'AMF qu'à une tentative de conciliation ou de médiation (art. L. 621-19 al.1er CMF)[1].

255. – Procédures plus rapides – L'une des raisons initiales de l'octroi du pouvoir de sanction à l'autorité de régulation était justement de créer des procédures plus rapides que celles devant le juge. Il est vrai que dès les premiers temps, ce choix s'est révélé très efficace. Alors que l'instruction d'un dossier devant le juge pénal pouvait prendre plusieurs années, une procédure devant la COB ne dépassait pas un an[2].
Et ce système a plutôt bien fonctionné au départ, jusqu'à ce que des critiques relatives à l'absence de conformité de la procédure aux exigences de l'article 6 de la Convention européenne se fassent entendre.

256. – Pouvoir de sanction avec un effet pénal – En effet, il a été reconnu sous l'empire de la COB et encore davantage avec l'AMF, que l'autorité de régulation française a de tels pouvoirs de sanction qu'ils peuvent être assimilés, dans les faits, à des pouvoirs juridictionnels de par leur nature souvent répressive.
En outre, même si cela n'est pas écrit dans les textes, il semble clair que la commission des sanctions est bien un organe collégial indépendant chargé de « dire le droit ». Lorsqu'elle statue sur le cas d'une personne, ce sont bien les textes législatifs et réglementaires qu'elle applique. On rappellera également que ses décisions sont susceptibles de recours. Dès lors, la Commission exerce bien des pouvoirs quasi judiciaires[3].

257. – Judiciarisation de la procédure administrative – Au regard de ces constats, des décisions ont conduit à plusieurs modifications de la procédure de sanction devant la COB d'abord, puis devant la Commission des sanctions afin de satisfaire aux exigences de la CEDH[4]. En conséquence, la procédure devant la Commission des sanctions a peu à peu perdu de son caractère particulier pour se rapprocher de plus en plus d'une procédure juridictionnelle classique, sous l'effort d'uniformisation

---

[1] Voir *infra* n° 713
[2] N. Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *Bull. Joly Bourse* 2004, n° 1, p. 10, n° 5
[3] Ch. Arsouze, *Procédures boursières, Sanctions et contentieux des sanctions, op. cit*., n°8
[4] Décret n° 2000-721 du 1er août 2000 modifiant le décret du 23 mars 1990 relatif aux procédures de sanction devant la COB, *Loi de sécurité financière* du 1er aout 2003 et *Loi de régulation bancaire et financière* du 22 octobre 2010

impliqué par la Cour EDH. En effet, on constate qu'au fil des années et des réformes, la procédure devant la Commission des sanctions s'est de plus en plus judiciarisée.

258. – Unification des procédures de sanction disciplinaire et administrative – Tout d'abord, la loi de sécurité financière en 2003 est venue unifier les procédures de sanction administrative et disciplinaire. La Commission est compétente dans tous les cas, ce qui a pour objectif d'éviter les doubles poursuites qui pouvaient se produire auparavant lorsque les trois autorités de marché différentes existaient encore et se partageaient le pouvoir de sanction disciplinaire. Ainsi, professionnel ou non, la procédure de sanction sera la même.

259. – Déroulement de la procédure - La Commission est une autorité administrative qui sanctionne uniquement à la demande du Collège de l'AMF ou du président de l'ACPR. Dès lors il n'y a pas, *stricto sensu*, de « parties au procès. »
Pourtant, ce constat doit aujourd'hui être nuancé. Les réformes de ces dernières années tendent à faire du Collège une véritable autorité de poursuite[1], notamment avec la création du représentant du Collège par le décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008. Et depuis la *LRBF* de 2010, son rôle n'est plus simplement cantonné à l'audience, mais s'étend à toute la procédure. Il peut accéder au dossier, être auditionné par le rapporteur, déposer des observations écrites et proposer une sanction (art. L. 621-15, I, al.3, CMF). De plus, ses observations sont communiquées à la partie mise en cause, évitant ainsi qu'elle découvre ses arguments le jour de l'audience, sans avoir de temps pour préparer sa défense. Dès lors, la procédure devant la Commission des sanctions tend à ressembler de plus en plus à celle d'un procès classique, opposant deux parties, le Collège, sorte de « procureur » et la personne mise en cause.
Toute procédure devant la Commission des sanctions est précédée d'une enquête initiée par le Collège (art. L. 621-9, CMF). À la suite de la remise du rapport d'enquête, le Collège décide soit d'ouvrir une procédure de sanction devant la Commission, soit de transmettre le dossier aux autorités judiciaires ou à d'autres autorités administratives, nationales ou étrangères (art. L. 621-3, II, al.2 CMF).
Comme les particuliers ne peuvent pas faire appel à la Commission des sanctions, celle-ci ne peut être saisie que lorsque la notification des griefs lui est transmise par le Collège (art. L. 621-15, I CMF).

[1] C. Nocquet : « La Commission des sanctions de l'AMF est là pour faire peur », *Les Echos*, 4 oct. 2011

260. – Renforcement du respect du contradictoire – Avant la loi de régulation bancaire et financière de 2010, le principe du contradictoire n'était imposé qu'à compter de la notification des griefs (L. 621-15 I, al. 2 CMF)[1]. Le législateur a encore rapproché la procédure administrative de la procédure judiciaire en renforçant le respect de ce principe par la création de la lettre circonstanciée[2]. La personne mise en cause reçoit à la fin des investigations, mais avant la rédaction du rapport final d'enquête, une lettre présentant les éléments de droit et de fait recueillis par les enquêteurs. Elle dispose alors d'un délai d'un mois pour y répondre[3]. Cette innovation est particulièrement bienvenue, car elle permet désormais au Collège de statuer sur la nécessité d'engager des poursuites sur la base des arguments de toutes les parties, rendant ainsi la procédure plus conforme au principe de loyauté de la procédure d'instruction. Ce dispositif est similaire à la *Wells Submission* de la *SEC*[4]. Lorsque la *SEC* envisage d'engager une action contre un individu, elle lui envoie d'abord une lettre énonçant ce qui lui est reproché et lui laisse la possibilité de répondre pour expliquer pour quelles raisons, selon lui, l'action ne devrait pas être menée.

261. – L'audience – Un rapporteur est ensuite désigné afin d'instruire l'affaire (art. R. 621-39, I, CMF). Il peut appeler quiconque à témoigner devant lui sous serment et peut exiger la communication ou la remise de toute pièce utile à l'audience.
À nouveau, au moment de l'audience, tout semble se passer comme lors d'une audience juridictionnelle classique. Tel un juge, la Commission est maître de la conduite de l'audience (art. R. 621-40, I, CMF). Les parties doivent pouvoir être entendues, particulièrement la partie contre laquelle une décision défavorable va être rendue et la défense doit pouvoir s'exprimer en dernier (art. R. 621-40, II, CMF). À tous les instants le contradictoire s'exprime. Les débats sont en principe publics sauf s'il y a une crainte d'atteinte à l'ordre public (L. 621-15, IV *bis* CMF). Il aura toutefois fallu attendre 2010 en France pour que la publicité des débats devienne la règle. Avant cela, pour que les débats soient publics, il fallait qu'une partie en fasse la demande, alors qu'il s'agit pourtant d'un principe classique devant les juridictions[5].

---

[1] CA Paris, 29 oct. 2008, *Sté Alliance Développement Capital et M. Alain Dumenil*, n°08/022551
[2] Article 144-2-1 du règlement général de l'AMF
[3] O. Dufour, « La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution », *LPA*, 28 décembre 2010, p. 4
[4] P.-H. Conac, « AMF : Pouvoirs », *Dic. Joly Bourse*, étude EA060, n° 386
[5] O. Dufour, « La loi de régulation bancaire et financière conforte le pouvoir de sanction de l'AMF », *LPA*, 28 octobre 2010, n° 215, p. 3

262. – La décision – Devant la Commission des sanctions, le principe est la collégialité, les décisions étant rendues soit par la Commission, soit par l'une de ses sections, composée d'au moins six membres et obligatoirement présidée par un magistrat. En cas d'égalité des voix, le président n'a pas de voix prépondérante et il est alors conclu à l'absence de prise de sanction.
La décision de la Commission doit être écrite et motivée, puis communiquée en termes clairs et concis aux parties (L. 621-15 IV et R. 621-40, V, CMF). Ces dispositions sont parfaitement en accord avec la nécessité de respecter les droits de la défense et doivent donc être approuvées.
Depuis la LRBF de 2010, il est prévu que les décisions sont automatiquement publiées alors que la publication n'était que facultative jusque là, sauf dans l'hypothèse où elle risquait « *de perturber gravement les marchés financiers ou de causer un préjudice disproportionné aux parties en cause* » (art. L. 621-15, V, CMF). On applique désormais aux décisions de la Commission le principe fondamental de la publicité des décisions à forme et contenu juridictionnel[1].
Les décisions rendues par la Commission des sanctions sont exécutoires dès que les parties en ont été avisées et sont susceptibles de recours devant les juridictions judiciaires, ou administratives. Ce droit d'appel appartient tant à la personne visée qu'au Collège[2].

Ainsi, la procédure applicable devant la Commission des sanctions s'est fortement judiciarisée, perdant de la sorte une partie de son caractère spécifique et administratif. Cependant, si l'on peut éventuellement se réjouir que les droits de la défense soient mieux protégés devant l'autorité administrative, l'on ne peut s'empêcher de constater qu'il reste encore certaines lacunes, notamment en matière de recours.

II - L'inégalité face aux voies de recours contre les décisions de la Commission des sanctions

263. – Le droit de recours – Peuvent faire appel des décisions de la Commission des sanctions les personnes auxquelles elle a infligé une sanction (art. L. 621-30, al. 2, CMF) dans un délai de deux mois suivant la décision (art. R. 621-44, CMF). En

[1] J. Lasserre-Capdeville, « Modifications de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 déc. 2010, n° 250, p. 15, n° 6
[2] Voir *infra* n° 263

revanche, les tiers tels que les investisseurs lésés ne le peuvent pas. En outre, depuis la loi de sécurité financière du 1er août 2003, le président de l'AMF peut former un recours après accord du Collège (art. L. 621-30, al. 2, CMF), ce qui conforte encore l'impression que le Collège est une « partie au procès » devant la Commission. Et, depuis un arrêt du 14 juin 2005, la Chambre commerciale de la Cour de cassation[1] considère que le président de l'AMF a qualité pour former un pourvoi en cassation contre l'arrêt ayant invalidé une décision de la Commission des sanctions[2].

264. – L'étendue du contrôle du juge – En France, lorsqu'un recours est formé, le juge exerce un contrôle de pleine juridiction, ce qui est expressément énoncé par les articles R. 621-45 et R. 621-46 du CMF. En effet, devant la cour d'appel de Paris, l'article R. 621-46, VI dispose expressément qu'elle peut « *soit confirmer la décision de la Commission des sanctions, soit l'annuler ou la réformer en tout ou partie, dans un sens favorable ou défavorable à la personne mise en cause*. »

265. – La dualité de juridiction en France – Le problème se situe dans la distinction quant aux personnes visées par la décision, qui a remplacé la distinction relative à la nature de la sanction applicable jusqu'en 2003, prévue par l'article L. 621-30 du CMF. La clé de répartition est la même que pour les décisions individuelles prononcées par le Collège (art. L. 621-30, R. 621-45 et R. 621-46, CMF). Ainsi, les particuliers exercent leurs recours devant la Cour d'appel de Paris avec la possibilité de former un pourvoi devant la Cour de cassation. En revanche, les recours des professionnels se font devant le Conseil d'État qui statue en dernier ressort. Quoique vivement critiquée par la doctrine, les différentes réformes ont maintenu cette dualité de juridictions[3]. Pourtant, elle est susceptible d'engendrer des conflits de jurisprudence entre la Cour de cassation et le Conseil d'État. Surtout, elle conduit à un traitement inégal des affaires, puisque pour des faits identiques, un professionnel et un non professionnel seront jugés par deux juges différents de deux ordres juridiques différents. Ainsi, il aurait été peut-être plus opportun de confier l'ensemble du contentieux au juge judicaire qui est le gardien des libertés individuelles en vertu de

---

1 Cass. com. 14 juin 2005, *JurisData* n° 2005-028948 : Bull. Civ. 2005, IV, n° 128 ; *D*. 2005, p. 2601, note Y. Reinhard ; *RTD com*. 2005, p. 804, note N. Rontchevsky ; *Gaz. Pal*., 22 juin 2006 n° 173, p. 25, note F. Boucard ; *Gaz. Pal*., 07 mars 2006 n° 66, p. 20

2 N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », *op. cit*., n° 45

3 A. Lacabarats, « Le rôle du juge », *LPA*, 31 juillet 2003, n° 152, p. 43 ; N. Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *op. cit.* ; J.-J. Daigre, « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? », *RDBF*, 2003, p. 197

l'article 66 de la Constitution [1], comme c'est le cas pour d'autres autorités administratives françaises comme le Conseil de la concurrence [2]. En effet, les décisions prononcées par la Commission le sont à l'encontre de personnes privées et bien qu'il s'agisse de sanctions disciplinaires, les professionnels sont des personnes privées. En outre, il nous semble que cela aurait été dans la continuité de l'unification de la procédure disciplinaire et administrative initiée par la réforme de 2003.

266. – Le double degré de juridiction – Enfin, les non-professionnels sont avantagés par rapport aux professionnels qui n'ont pas accès à un second degré de juridiction. Leurs recours se forment directement devant le Conseil d'État qui statue en dernier ressort.
Ainsi, ce traitement différencié des professionnels et des non-professionnels au stade du recours contre les décisions de la Commission des sanctions apparait particulièrement préjudiciable au regard de l'égalité de traitement des différentes personnes mises en cause. La spécificité de la procédure devant une autorité administrative ne devrait pas pouvoir justifier une telle différence. En effet, les procédures devant la Commission sont unifiées et ainsi que nous le verrons, les sanctions applicables aux deux catégories sont très similaires[3], si l'on excepte les sanctions qui ne peuvent évidemment que concerner les professionnels. Dès lors, il nous apparaît difficile de justifier une telle différence de traitement.

267. – Conclusion – La judiciarisation de la procédure devant la Commission des sanctions permet certes une meilleure garantie des droits des « justiciables » devant la Commission. Cependant, elle reste encore imparfaite en raison du caractère administratif de la Commission des sanctions, qui est à l'origine d'une inégalité entre les « justiciables » en matière de recours. Un constat identique s'impose lorsque l'on analyse la composition de la Commission des sanctions.

[1] N. Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », art. préc., p. 1
[2] S. Thomasset-Pierre, L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales, LGDJ, 2003, n° 685
[3] Voir *infra* n° 342 et s.

B – Un organe professionnel au regard de sa composition

268. – L'organisation administrative – En France, en vertu de l'article L. 621-2 IV, al.4 du CMF, la Commission des sanctions peut constituer des sections de six membres qui doivent chacune être présidée par un magistrat. En outre, il est prévu que le président de la Commission est élu parmi les quatre juges de la Cour de cassation et du Conseil d'État (L. 621-2, IV, 4e CMF).
Les membres sont élus pour un mandat de cinq ans non renouvelable (art. L. 621-2 II, al.4 CMF). La Commission des sanctions compte douze membres dont la qualité et la procédure de nomination sont prévues avec précision à l'article L. 621-2 IV du CMF. Elle comprend d'abord quatre juges, deux conseillers d'État et deux conseillers à la Cour de cassation. Ensuite, six de ses membres sont des professionnels choisis « *à raison de leur compétence financière et juridique* » ainsi que de leur expérience dans le secteur financier[1]. Enfin, y siègent deux représentants des salariés des entreprises du secteur financier[2].

269. – Présence de magistrats professionnels – Le législateur français a précisément codifié les conditions de nomination des membres, leurs qualités requises et leur nombre. Quatre juges siègent à la Commission des sanctions, issus des plus hautes cours de l'ordre juridique français. Cela tend à révéler que les pouvoirs publics considèrent la Commission comme un organe qui prononce des sanctions à la manière d'un juge et doté de pouvoirs quasi juridictionnels. Et dès lors qu'il est reconnu que la Commission exerce des fonctions quasi juridictionnelles, même si elle n'est pas une vraie juridiction, il semble parfaitement justifié que des juges y siègent et que l'un d'entre eux la préside. En effet, ils ont l'expérience de l'appareil judiciaire, de la procédure et du déroulement d'un procès. De plus, l'on peut imaginer que leur présence crée un lien avec les juridictions judiciaires et administratives qui ont la

1 Art. L. 621-2, IV, 3e, CMF : « Six membres désignés, à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers, par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux »
2 Art. L. 621-2, IV, 4e, CMF : « Deux représentants des salariés des entreprises ou établissements prestataires de services d'investissement, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux, désignés par le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations syndicales représentatives. »

charge des recours contre les décisions de la Commission. Peut-être permet-elle d'éviter certains conflits de jurisprudence entre la Commission et les juridictions de recours, car les juges connaissent le droit et sont habitués à l'appliquer.
Même si les juges ne représentent que le tiers des membres de la Commission, l'on ne peut qu'approuver leur présence, qui selon un auteur « *est heureux eu égard à leurs attributions qui en font de véritables juges répressifs*[1]. »

270. – La nomination des membres – Les quatre juges sont nommés respectivement par le vice-président du Conseil d'État et le premier président de la Cour de cassation. Et les six professionnels et deux représentants des salariés sont nommés par le ministre chargé de l'Économie après consultation respective des organisations représentatives des sociétés du secteur financier et des organisations syndicales représentatives (art. L. 621-2, IV CMF). De plus, le président de la Commission des sanctions est nommé par les membres de la Commission.

271. – La révocation des membres – Les textes ne font pas allusion à la révocabilité du mandat des membres de la Commission. Il est seulement prévu que le membre qui n'aurait pas assisté à trois séances consécutives est réputé démissionnaire de fait, sauf cas de force majeure (art. R. 621-7, II, CMF). Au-delà de cette circonstance, l'exigence d'indépendance et la durée limitée du mandat semblent impliquer son caractère irrévocable. Toutefois, à propos d'autres autorités administratives, comme la Commission nationale pour l'informatique et les libertés, le législateur a pris soin de préciser le caractère irrévocable du mandat de leur membre. Cela laisse à penser qu'un membre pourrait être révoqué, notamment en cas de faute grave[2], comme c'est le cas pour les membres de la Commission des sanctions de l'ACPR[3].

272. – La présence de professionnels : question de l'impartialité objective – Il reste que la Commission est majoritairement composée de personnes qui ne sont pas des magistrats et qui, de surcroit, sont des professionnels du secteur de la finance.

---

[1] N. Rontchevsky, « Les sanctions administratives : régime et recours », *op. cit.*, n° 12

[2] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Statut », *op. cit.*, n° 10

[3] L'article L. 621-9 du CMF prévoit expressément la possibilité de mettre fin aux fonctions d'un membre de la Commission des sanctions de l'ACPR du fait d'une « incapacité ou d'un manquement grave à ses obligations empêchant la poursuite de son mandat. » Pour une critique de cette solution, V. J.-Ph. Kovar et J. Lasserre Capdeville, « L'indépendance des autorités de régulation financière », *RD bancaire et fin*. 2012, Étude 10, spéc. n° 47 et 48).

Leur présence s'explique par le fait que la Commission des sanctions a hérité des pouvoirs en la matière de la COB, du CMF et du CDGF. En effet, la présence de professionnels est un héritage des deux entités professionnelles qu'étaient le CMF et le CDGF. Les salariés y sont représentés, car la Commission peut statuer en matière disciplinaire également à l'encontre des salariés des professionnels soumis au contrôle de l'AMF (L. 621-15 II CMF).
L'on peut justifier leur présence par le fait que la Commission a pour mission de sanctionner les professionnels, notamment en vertu des « règles professionnelles » approuvées par l'AMF (art. L. 621-15 II CMF), et il est donc très appréciable que des personnes qui connaissent ces métiers et les exercent soient présentes. Cependant, il convient de noter que ces professionnels sont directement nommés par le ministre chargé de l'Économie. Ils ne sont donc soumis à aucun concours qui serait plus à même d'assurer leur indépendance par rapport au pouvoir exécutif. En outre, le principe même d'avoir une majorité des membres de la Commission qui ne soient pas des magistrats est préjudiciable, surtout au regard des pouvoirs de la Commission. Quoique très qualifiées dans leur domaine, ces personnes ne peuvent pas avoir la connaissance de l'appareil judiciaire et de l'art de juger qu'ont les magistrats.

273. – Résolution imparfaite des conflits d'intérêt – En outre, la présence de professionnels du secteur financier parmi les membres de la Commission des sanctions suscite certaines interrogations relatives à des éventuels conflits d'intérêts et à leur impartialité. En effet, le monde de la finance n'est pas si grand, et il existe de ce fait un risque important que la personne mise en cause se trouve « jugée » par une personne qu'elle a déjà rencontrée. Ami ou ennemi, cela pose la question de la garantie de l'impartialité de la procédure de sanction devant la Commission[1].

274. – Prévention des conflits d'intérêts – L'article L. 621-4 du Code monétaire et financier et les articles 111-1 à 111-8 du Règlement général de l'AMF organisent un dispositif visant à prévenir les conflits d'intérêt. Celui-ci est fondé sur les déclarations spontanées des membres au président de l'AMF relatives aux activités, mandats et intérêts qu'ils auraient détenus au cours des deux années précédant leur nomination. Le membre n'a pas le droit de délibérer dans une affaire dans laquelle,

[1] V. pour l'ACPR, Th. de Ravel d'Esclapon, « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macroprudentielle », *LPA*, 27 sept. 2013, n° 194

lui-même ou une personne morale dans laquelle il aurait exercé des fonctions, aurait eu un intérêt au cours des deux dernières années.
Le membre en question doit, dans une telle situation, se déporter. Seulement, les sanctions applicables à celui qui ne se déporterait pas sont loin d'être claires, l'article L. 621-4, I, 4ème alinéa disposant : « *Le président de l'Autorité des marchés financiers prend les mesures appropriées pour assurer le respect des obligations et interdictions*. » Quelques précisions sont apportées par l'article 111-7, alinéa 3 du Règlement général de l'AMF qui prévoit que si le président constate un manquement, il « *informe l'intéressé* » et l'invite à lui faire part de ses observations. En cas de manquement avéré, le président doit « *informer l'autorité ayant désigné le membre*. » Rien n'est cependant précisé quant à une éventuelle sanction de la personne qui n'aurait pas déclaré un conflit d'intérêts et ne se serait pas déportée. Cela nous semble poser un sérieux problème quant à la garantie de l'impartialité ou tout du moins quant à l'apparence d'impartialité. Cela a d'ailleurs amené certains auteurs à fortement critiquer ce système de prévention des conflits d'intérêts[1].

275. – Amélioration du dispositif – À la suite de ces critiques et de plusieurs décisions judiciaires de sanction de l'AMF pour manquement aux exigences d'impartialité[2], une procédure de récusation a été instaurée par la loi du 17 décembre 2007, précisée par le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008.
Depuis, la récusation d'un membre de la commission des sanctions peut être prononcée à la demande de la personne mise en cause s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute son impartialité (art. L. 621-15, III, CMF). Cette procédure est calquée sur celle applicable aux trois ordres de juridictions, civil, pénal et administratif. D'abord, le membre qui suppose en sa personne une cause de récusation ou qui pense devoir s'abstenir ne siège pas (art. R. 621-39-1, CMF). Dans le cas contraire, la personne mise en cause peut formuler une demande de récusation motivée (art. R. 621-39-4, al. 2, CMF). Le membre concerné peut y acquiescer ou s'y opposer (art. R. 621-39-7, CMF). Dans cette hypothèse, c'est la Commission des

[1] Ch. Arsouze, *Les procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions*, *op. cit.*, § 205 ; K. Angel et E. Dezeuze, « Le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RD bancaire et fin*. n° 1, janv. 2009, étude 1
[2] CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* : *LPA* 20 déc. 2006, concl. M. Guyomar, Commissaire du gouvernement ; *JCP E* 2007, 22 février 2007, note B. Dondero ; *RTD com*. 2007, p. 406, note N. Rontchevsky ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note T. Bonneau ; *D*. 2006, sommaire p. 2792 ; *RLDA* 2007, n° 12, p. 31, note G. Dolidon – CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* : *JCP E* 2007, 1780 ; *RD bancaire et fin*. 2007, repère 4 par Y. Paclot ; *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 238, note D. Bompoint ; *LPA* 10 juill. 2007, n° 137, p. 3, note O. Dufour ; *D*. 2007, sommaire p. 1796 et *Dr. sociétés* 2008, comm. 16, note T. Bonneau ; *RTDF* 2007, n° 2, p. 133, note E. Dezeuze.

sanctions qui décidera si le membre doit siéger ou non. Cette décision ne pourra faire l'objet que d'un recours *a posteriori*.

276. – Inconvénients – Ce dispositif appelle deux observations. Ainsi que l'ont fait remarquer deux auteurs, la personne mise en cause souhaitant faire récuser un membre de la Commission doit justifier « *d'une raison sérieuse* », qui n'est pas définie dans les textes, alors que pour les ordres juridictionnels civil et pénal il existe une liste précise de motifs de récusation invocables (art. 341, CPC renvoyant à l'art. 111-6, COJ). La raison en est que le système a été calqué sur ce qui est prévu pour la juridiction administrative qui ne prévoit pas une telle liste[1]. Si l'absence de liste permet d'englober toutes les éventualités, même non prévues par le texte, elle a l'inconvénient de l'imprévisibilité.
Mais ce qui nous semble être le plus sujet à difficulté est que pour pouvoir demander la récusation d'un membre de la Commission, la personne mise en cause devra pouvoir avoir accès à la composition de la Commission chargée de son affaire et devra effectuer elle-même les diligences pour vérifier l'absence de conflits d'intérêts. Nous partageons alors l'avis des deux auteurs qui estiment qu'il aurait été préférable que les personnes mises en cause puissent bénéficier des informations transmises par les nouveaux membres au président de l'AMF en application de l'article L. 621-4 du CMF[2].

Ainsi, l'on constate que la composition de la Commission des sanctions, particulièrement la présence des professionnels, est de nature à remettre en cause la parfaite impartialité, à tout le moins objective, de ses membres, d'autant que les dispositifs devant prévenir ou résoudre les conflits d'intérêts ne nous apparaissent pas suffisamment efficaces.
Et à notre sens, d'autres lacunes peuvent également être recensées dans le dispositif prévoyant les voies de recours contre les décisions de la Commission des sanctions.

278. – Conclusion Section 2 – À la création de l'AMF, le pouvoir de sanction a été confié à une Commission exclusivement dédiée à cette tâche. Cette séparation des fonctions au sein de l'autorité de marché a conduit à une judiciarisation accrue de l'autorité administrative. En effet, les diverses réformes procédurales depuis la création de la Commission des sanctions ont contribué, d'une part à rapprocher

[1] K. Angel et E. Dezeuze, « Le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RD bancaire et fin*. N° 1, janv. 2009, étude 1
[2] Ibid.

encore davantage la procédure de sanction administrative d'une procédure juridictionnelle. D'autre part, ces réformes ont conduit à une séparation très claire des rôles, lors d'une procédure de sanction, le Collège opérant comme une véritable autorité de poursuite et comme une partie au procès, et la Commission comme un juge.

279. – Conclusion Chapitre 2 – La France aura mis davantage de temps que le Canada pour choisir l'encadrement des marchés financiers par la régulation. Cependant, même si à sa création, la COB était avant tout une « autorité morale » sans réel pouvoir de contrainte, son rôle s'est rapidement transformé. Elle a d'abord obtenu le pouvoir réglementaire. Puis la loi du 2 août 1989 a constitué un événement marquant en renforçant considérablement les pouvoirs de la COB et surtout en lui conférant le pouvoir de sanction administrative. Ce texte a eu pour conséquence que la COB s'est vue contrainte de modifier sa procédure de sanction, son organisation et notamment le rôle du rapporteur. Au début des années 2000, la COB cumulait tous les pouvoirs, elle était législateur, enquêtrice, autorité de poursuite et juge. Ce cumul des pouvoirs n'est pas rare aujourd'hui au sein des autorités administratives indépendantes et montre la volonté des pouvoirs publics de promouvoir le modèle de la régulation. En matière financière, le développement de l'autorité de régulation toute puissante s'est particulièrement manifesté avec la création de l'AMF en 2003. La mise en place d'une commission des sanctions a donné naissance à une nouvelle organisation institutionnelle de la régulation nécessitée par l'accroissement des pouvoirs de sanction de l'autorité. Désormais, la fonction de sanction est séparée des autres attributions de l'autorité de marché, dans le but, notamment de mieux préserver les garanties procédurales des personnes mises en causes devant la Commission. Cependant, la nature mixte de l'AMF et plus spécifiquement de la Commission des sanctions, entre organe administratif et quasi juridictionnel, est de nature à créer certaines lacunes.

280. – Conclusion Titre 1 – Face à la place prépondérante qu'a acquis la sanction dans le domaine des marchés financiers, la France et le Canada ont été contraints d'adapter leur modèle de régulation. La comparaison se révèle particulièrement intéressante. Marqué par le fédéralisme, le Canada connaît deux sortes de modèles de régulation. Malgré l'essor de la sanction, les provinces de *common law* ont conservé le modèle multifonctionnel, sur le modèle de SEC américaine, qui ne prévoit pas de séparation de la fonction quasi juridictionnelle. À l'inverse, la

province québécoise de droit civil a suivi une évolution inspirée de la réforme française, en opérant une séparation nette. Elle a été imitée en cela par le Nouveau-Brunswick, mais également par le pouvoir fédéral dans la perspective de la création d'une autorité unique au niveau national. Le modèle québécois est même allé encore plus loin que son inspiration française, en ne se contentant pas d'une simple séparation fonctionnelle qui aboutit nécessairement au maintien de certaines porosités entre l'organe de sanction et l'organe de réglementation. Le Québec a opéré une véritable scission institutionnelle, seule à même de garantir au mieux les droits des personnes mises en cause. Il ressort de cette comparaison que l'extension de la place de la sanction dans l'encadrement des marchés financiers nécessite de revoir l'organisation de la régulation. L'évolution française et canadienne démontre que l'on tend de plus en plus vers une séparation plus nette de la fonction quasi juridictionnelle qui est devenue impérative au regard de l'importance grandissante des pouvoirs des autorités de marché dans ce domaine. Cependant, l'évolution de l'organisation de la régulation afin de prendre en compte la sanction conduit au constat de la prise en charge grandissante de la sanction par les autorités de marché. S'opère alors un partage, plus ou moins équitable, entre le juge et l'autorité de marché, ce qui pose la question de l'efficacité de ces nouveaux modèles répressifs.

TITRE 2
L'EFFICACITÉ DE LA SANCTION

281. – Plan – En France et au Canada, l'appréhension de la sanction en droit des marchés financiers s'est réalisée de manière différente. Même si le Québec a pris exemple sur l'évolution française, il reste un exemple minoritaire, car les provinces de *common law* continuent de fonctionner selon le modèle d'une autorité multifonctionnelle. Ce constat peut s'expliquer par une approche différente de la sanction en droit des marchés financiers par les deux pays. La France et le Canada ont chacun accru le rôle de la sanction administrative, la répression judiciaire est traditionnellement plus répressive au Canada. En France, la répression judicaire n'ayant jamais été très sévère, l'on s'est tourné vers la répression administrative.
La France semble avoir fait le choix d'une sanction quasi exclusivement administrative en dotant l'AMF de pouvoirs de répression très forts, au détriment du juge. À l'inverse, le Canada accorde une place majeure à la répression judiciaire, notamment en matière criminelle et de responsabilité civile. Dans les deux cas, il en résulte un partage de la fonction de sanction en droit des marchés financiers entre le juge et une autorité administrative.

Partant, l'on peut s'interroger sur les conséquences d'une telle division. Est-elle un gage d'efficacité de la sanction ? Permet-elle de respecter au mieux les droits des personnes mises en cause ? Il s'agira d'envisager l'efficacité tant au regard de la pratique de la sanction (Chapitre 1), que des critères de la sanction (Chapitre 2).

CHAPITRE 1

L'EFFICACITÉ AU REGARD DE LA PRATIQUE DE LA SANCTION

282. – Plan – La France et le Canada ont intégré la répression de manière différente dans leur encadrement des marchés financiers. Traditionnellement, le Canada a majoritairement conservé le modèle multifonctionnel, tandis que la France qui l'avait choisi à la création de la COB, l'a peu à peu abandonné au profit d'une structure duale. Cette différence d'approche peut, en partie s'expliquer par la différence de nature des pouvoirs quasi juridictionnels qui ont été confiés aux autorités de marché française et canadiennes. Alors que l'AMF française est dotée de pouvoirs répressifs sans précédent, l'octroi du pouvoir de sanction aux autorités canadiennes est plus récent et plus restreint. Cependant, les évolutions qu'ont connues le Québec, puis le Nouveau-Brunswick, ainsi que l'État fédéral dans la création de l'autorité unique, démontrent que le Canada pourrait, peu à peu, tendre vers un renforcement des pouvoirs de sanctions des autorités de marché.

Cependant, à l'étude des pouvoirs de sanctions des autorités de marché en France et au Canada, un constat s'impose : même si le pluralisme caractérise à nouveau la répression canadienne, la pratique de la sanction révèle un équilibre entre l'autorité de marché et le juge (Section 1). À l'inverse, la France se distingue par la prédominance accordée à la Commission des sanctions (Section 2).

SECTION 1

AU CANADA : UN ÉQUILIBRE ENTRE AUTORITÉ DE MARCHÉ ET JUGE

283. – Plan – Malgré des choix organisationnels différents, il ressort des *Lois sur les valeurs mobilières*, que les pouvoirs quasi juridictionnels, qu'ils soient appliqués par l'autorité elle-même ou par un tribunal indépendant, sont en réalité très semblables d'une province à l'autre. Il en va de même quant au partage qui est fait de la fonction de sanction, entre les autorités de marché et le juge. En effet, le droit canadien opère une distinction assez nette dans son principe entre l'action des autorités de régulation et celle du juge.

En principe, les pouvoirs quasi juridictionnels des CVM ont vocation à être utilisés majoritairement de manière préventive, même si cette affirmation doit être nuancée, au regard du renforcement des pouvoirs quasi judiciaires des CVM (§1). En revanche, la répression et la punition des actes commis en violation de la législation sur les valeurs mobilières, doit normalement découler de l'office du juge. Il ressort de cette dichotomie que les pouvoirs du juge sont davantage répressifs et qu'il peut prononcer des peines bien plus sévères que les mesures étant à la disposition des CVM. Lorsqu'il s'agit de violations sérieuses, la répression judiciaire est largement privilégiée (§2).

§1 – <u>Le rôle préventif des Commissions de valeurs mobilières</u>

284. – Plan – Commission multifonctionnelle ou non, il ressort des différentes *Lois sur les valeurs mobilières* que les pouvoirs quasi juridictionnels des autorités de régulation financière canadiennes sont principalement guidés par la notion « d'intérêt public » ce qui a pour conséquence que leur action doit avant tout être préventive (A). À ce titre, les CVM ont toujours pu prononcer des mesures préventives par le biais des ordonnances de blocage (B). En revanche, l'on remarque depuis quelques années un accroissement du rôle des autorités de marché dans le domaine répressif, par un renforcement de leurs pouvoirs en matière disciplinaire et le récent octroi du pouvoir

d'infliger des pénalités administratives (C). Enfin, certaines CVM disposent d'un pouvoir en matière d'indemnisation des victimes (D).

A – Le guide de « l'intérêt public »

285. – Les lois provinciales et l'intérêt public comme fondement des pouvoirs – Au Canada, les pouvoirs conférés aux commissions de valeurs mobilières sont fondés essentiellement sur la notion d'intérêt public. Par exemple, le Bureau québécois peut agir contre une personne si elle commet des actes contraires aux différentes lois sur les valeurs mobilières, mais elle doit toujours exercer ses pouvoirs « *en fonction de l'intérêt public* » (art. 93, *LAMF*). De la même manière, les CVM multifonctionnelles ne peuvent prendre d'ordonnance contre une personne que si elles estiment que c'est dans l'intérêt public de le faire[1]. D'ailleurs, l'intérêt public est parfois le seul guide des CVM, particulièrement chez les autorités anglophones, puisqu'elles peuvent prendre des mesures préventives si elles estiment qu'il est dans l'intérêt public de le faire, cela parfois même s'il n'y a pas eu de contravention à la loi[2].

286. – La notion d'intérêt public – Les attributions des CVM sont fondées sur le droit provincial réglementaire et non pas sur le droit fédéral canadien qui ont tous deux des objectifs différents. C'est pour cette raison que les commissions doivent toujours agir en fonction de l'intérêt public. Le concept d'intérêt public a une incidence très importante sur les mesures d'application de la loi au Canada. Pourtant, il n'est pas défini dans la législation. Dès lors, il est revenu au différentes CVM d'en dégager une définition selon chaque cas d'espèce sous le contrôle des juges.
Dans l'arrêt *Abestos* de la Cour suprême du Canada rendu en 2001 à propos des pouvoirs de la CVMO[3], le juge Iacobucci explique que pour rendre une décision dans l'intérêt public, il ne suffit pas de tenir compte de l'objectif de protection des épargnants, il est nécessaire de prendre en compte tous les objectifs visés par la réglementation sur les valeurs mobilières, soit également : « *l'incidence d'une*

[1] Art. 161 (1), LVM de Colombie-Britannique ; art. 127 (1), LVM de l'Ontario ; art. 198 (1), LVM de l'Alberta ; art. 134 (1), LVM du Saskatchewan ; art. 184 (1) LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 134 (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 127 (1), LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 60 (1), LVM du Yukon ; art. 60 (1) LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 60 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; l'art. 148 (1), LVM du Manitoba dispose que la CVM peut prendre des ordonnances de suspension
[2] S. Rousseau, « La Création de Normes de Gouvernance d'Entreprise par les Organismes de Réglementation des Valeurs Mobilières : le Rôle des Pouvoirs d'Ordonnance Dans l'Intérêt Public », *Revue juridique Thémis*, 2004, p. 2
[3] *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Abestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières*), [2001] 2 R.C.S. 132

intervention dans l'intérêt public sur l'efficacité des marchés financiers et sur la confiance du public en ces marchés financiers[1]. »

Se référant à la jurisprudence *Abestos*, le Bureau de décisions et de révision québécois a défini l'intérêt public notamment dans les décisions *Demers* de 2006[2] et *Mizrahi*[3] de 2008 comme englobant tous les objectifs de la réglementation des valeurs mobilières : « *le traitement équitable des investisseurs, l'incidence de son intervention sur l'efficacité des marchés financiers et la confiance du public dans ces mêmes marchés*. »

287. – La nature protectrice et préventive des ordonnances prises par les Commissions – L'intérêt public a une vocation protectrice. Comme l'a indiqué la Cour suprême du Canada dans l'affaire *Wholesale Travel Group* en 1991 l'objectif d'une loi réglementaire, selon la *Common Law*, réside dans la protection des intérêts de la société et non dans la sanction des conduites répréhensibles : « *La législation réglementaire implique que la protection des intérêts publics et sociaux passe avant celle des intérêts individuels et avant la dissuasion et la sanction d'actes comportant une faute morale*[4]. » Cela est confirmé par la décision *Abestos*, qui affirme que la finalité des sanctions prises en vertu de l'intérêt public n'est en principe « *ni réparatrice, ni punitive ; elle est de nature protectrice et préventive et elle est destinée à être exercée pour prévenir le risque d'un éventuel préjudice aux marchés financiers*[5]. »

288. – Nature préventive des lois réglementaires – Les mesures prononcées par les commissions de valeurs mobilières lorsqu'elles exercent leurs attributions quasi judiciaires ne peuvent être que « *de nature préventive et axées sur l'avenir*[6] », car les « *lois règlementaires ont pour objectif de protéger le public (…) contre les effets potentiellement préjudiciables d'activités par ailleurs légales*[7]. » En revanche il appartient aux cours de justice de punir ou de corriger une conduite répréhensible[8]. Dès lors, selon la jurisprudence *Abestos*, le rôle des commissions de valeurs mobilières doit être avant tout de rechercher à protéger l'intérêt public en excluant des marchés financiers les personnes dont la conduite est à ce point abusive qu'elle justifie la

---

1 *Ibid.*, par. 41
2 *Autorité des marchés financiers c. Demers*, dossier 2004-018, décision 2004-018-01 (28 février 2006)
3 *Autorité des marchés financiers c. Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006, (12 mai 2008)
4 *R.* c. *Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 R.C.S. 154, p. 219
5 *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Abestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières), op. cit*., par. 42
6 *Ibid*. 45
7 *R. c. Wholesale Travel Group Inc., op. cit*., p. 219
8 *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Abestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières), op. cit*., par. 45

crainte d'un manquement ultérieur susceptible de porter atteinte à l'intégrité des marchés.
Ainsi, avant même d'envisager de manière plus détaillée la nature des pouvoirs quasi judiciaires des CVM canadiennes, l'on saisit déjà une différence fondamentale avec le système français. La Commission des sanctions détient également un rôle de prévention, mais qu'elle cumule avec des attributions répressives très fortes[1]. Au Canada, la différence entre une loi réglementaire provinciale et une loi fédérale ainsi que le guide de l'intérêt public font que la mission des CVM ne peut être que majoritairement préventive. Leur rôle est avant tout de protéger les investisseurs et les marchés par une action préventive. Mais dès qu'un manquement se révèle être véritablement sérieux, le relais sera plus naturellement passé à la répression judiciaire.

Cette constatation permet de mieux comprendre le contenu et l'étendue des pouvoirs quasi juridictionnels des CVM canadiennes, qui du point de vue d'un juriste français peuvent sembler relativement réduits par rapport aux pouvoirs dont dispose la Commission des sanctions de l'AMF française.

Afin d'assurer la protection de l'intérêt public, les commissions elles-mêmes, ou le tribunal administratif chargé des fonctions quasi judiciaires, peuvent prendre des ordonnances de nature préventive et protectrice. Cette notion leur confère un « *vaste pouvoir discrétionnaire*[2] » lorsqu'il s'agit d'apprécier l'opportunité et la manière d'intervenir dans une affaire particulière.

B – Les ordonnances de blocage

289. – Les CVM détenant un rôle de protection préventive, il est tout naturel qu'elles disposent de pouvoirs importants en amont de la sanction. C'est pour cette raison qu'elles peuvent prononcer un certain nombre de mesures conservatoires appelées « ordonnances de blocage[3]. »

---

[1] Voir *infra* n° 340 et s.
[2] *Ibid*, par. 39
[3] Art. 58 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 58 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 183 (1), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 249, LVM du Québec ; art. 126 (1), LVM de l'Ontario ; art. 151 (1), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 47 (1), LVM de l'Alberta ; art. 135 (4), 2e, LVM du Saskatchewan ; art. 58 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 29C (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 126 (1), LVM de Terre Neuve et Labrador ; art. 58, LVM du Yukon ; art. 58, LVM du Nunavut

290. – Le prononcé de mesures conservatoires – Les CVM ne sont donc pas contraintes de passer par la voie judiciaire pour demander le prononcé de mesures conservatoires. Elles peuvent le faire elles-mêmes ou s'adresser directement au Bureau au Québec et au Tribunal administratif au Nouveau-Brunswick.
Dans le cas du Bureau québécois et du Tribunal de Nouveau-Brunswick, seule l'Autorité et la Commission peuvent leur demander de prononcer une telle ordonnance. Dans les autres CVM, seule la Commission peut prononcer ces ordonnances, si elle l'estime justifié. Ainsi, ni les particuliers ni même les assujettis ne peuvent demander à une CVM de prononcer une ordonnance de blocage[1].

291. – Champ d'application variable des ordonnances de blocage – Au Québec ces ordonnances de blocage ne peuvent être prononcées que dans le cadre d'une enquête. Selon l'article 249 de la *LVM*, le Bureau peut ordonner « *à la personne qui fait ou ferait l'objet de l'enquête* » de ne pas se départir de fonds, titres ou autres biens qu'elle a en sa possession ou de ne pas retirer les biens des mains de la personne qui les a en dépôt ou qui en a la garde ou le contrôle. Enfin, si les biens sont entre les mains d'un tiers, il peut ordonner à la personne faisant l'objet d'une enquête ou à celle qui a la garde ou le contrôle des biens de ne pas s'en départir. Et depuis l'entrée en vigueur le 30 novembre 2011 de la *Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier* (L.Q. 2011, c. 26), le Bureau peut désormais prononcer une ordonnance de blocage également à l'encontre des professionnels de la distribution de services et de produits financiers. Cette modification doit être approuvée, car les préjudices, souvent de masse dans ce domaine, peuvent être colossaux. Or une action préventive efficace permettrait de les limiter[2].
En Alberta, au Saskatchewan et en Colombie-Britannique, ces ordonnances peuvent aussi être prononcées dans le cadre d'une enquête judiciaire ou de la Commission, mais également lorsque la Commission va ou a déjà prononcé une ordonnance en vertu de l'intérêt public par laquelle elle ordonne la cessation de toute opération sur des valeurs mobilières ou si elle a pris ou va prendre une décision de suspendre ou de retirer l'inscription d'une personne, l'empêchant ainsi de faire des opérations sur des valeurs mobilières.
En revanche, dans certaines provinces, la formulation est beaucoup plus générale, la Commission pouvant les prononcer dès lors qu'elle le juge opportun

[1] Seul le Manitoba ne dispose pas de la possibilité de prononcer des ordonnances de blocage.
[2] Par cette loi le Bureau peut désormais prononcer des ordonnances de blocage également en vertu de *Loi sur la distribution de produits et services financiers* et plus seulement en vertu de la *LVM*

pour l'application du droit des valeurs mobilières de la province ou d'une autre autorité législative. C'est le cas de l'Ontario, du Nouveau-Brunswick, de l'Ile du Prince Édouard, de la Nouvelle Écosse, de Terre Neuve et Labrador, du Yukon et du Nunavut.
Leur champ d'application semble donc variable d'une province à une autre. L'on voit ressurgir les effets du pluralisme législatif en matière de valeurs mobilières. Et l'on constate qu'il est dès lors plus aisé pour certaines CVM d'utiliser ces ordonnances que pour d'autres, où leur prononcé est soumis à davantage de conditions.

292. – Type de mesures de blocage – Autrement, les mesures sont identiques dans toutes les provinces. La Commission peut enjoindre à une personne de ne pas retirer ses fonds, valeurs mobilières ou dérivés qui sont conservés chez un dépositaire, ou de retenir ceux de ses clients si elle en a la possession ou le contrôle en tant que dépositaire ou fiduciaire, par exemple, et au dépositaire ou à la personne qui en a la garde de les retenir.

293. – Durée des ordonnances de blocage – Au Québec, les ordonnances de blocage ont une durée maximale de 120 jours, renouvelable par une nouvelle demande de l'Autorité auprès du Bureau dans l'hypothèse où la personne intéressée ne manifeste pas son intention de se faire entendre ou si elle ne parvient pas à prouver que les motifs de l'ordonnance initiale ont disparu (art. 250 de la LVM). Certaines CVM ne prévoient pas de durée de validité maximum et se contentent d'affirmer qu'elles peuvent être révoquées par la Commission en cas de changement de circonstances[1].
Dans les autres CVM, le principe est que l'ordonnance est valable pendant une durée qui va de 7 à 30 jours selon les provinces[2]. Passé ce délai, la Commission doit demander son maintien à la Cour du banc de la Reine ou à la Cour supérieure en Ontario. Ensuite, l'ordonnance reste applicable jusqu'à ce que la Commission, ou le Tribunal administratif, sur demande de la Commission, ou sur demande d'une personne directement concernée par l'ordonnance, décide de la révoquer ou consente à soustraire des biens à son application ou jusqu'à ce qu'une ordonnance contraire soit prise par la Cour supérieure de justice[3].

---

[1] Art. 151 (6), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 47 (8), LVM de l'Alberta
[2] Par ex. art. 135 (10), LVM du Saskatchewan ; art. 126 (5), LVM de l'Ontario ; art. 183 (4), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 29C (5), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 126 (5), LVM de Terre Neuve et Labrador
[3] Par ex. art. 126 (1.1), LVM de l'Ontario ; art. 183 (7), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 135 (9), LVM du Saskatchewan ; art. 29C (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 126 (1), LVM de Terre Neuve et Labrador ; art. 47 (6), LVM de l'Alberta

L'avantage de conférer le pouvoir de prononcer des mesures conservatoires à l'organe administratif réside dans la rapidité d'action de l'autorité de régulation. Un traitement interne est intéressant, car les membres de la Commission ou du Tribunal administratif rattaché à la commission disposent de connaissances plus accrues dans le domaine financier qu'un juge civil de droit commun.

C – Les mesures répressives

294. – Plan – Le champ d'action des CVM lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs quasi judiciaires est à l'origine essentiellement guidé par un but préventif. En témoigne également le fait qu'en matière de sanction disciplinaire, des organismes d'autoréglementation (OAR) conservent encore un rôle relativement important au Canada (I), même si force est de constater que les CVM ont acquis au fil des années de plus en plus de pouvoirs répressifs (II).

I - Le pouvoir de sanction disciplinaire des organismes d'autoréglementation

295. – Le maintien du caractère professionnel – Au Canada, contrairement à ce qui existe aujourd'hui en France [1], l'encadrement des professionnels des marchés financiers a conservé un aspect « corporatiste », c'est-à-dire que le Canada recourt toujours à l'autoréglementation, pour l'édiction de règles spécifiques à certaines catégories de personnes et au prononcé de sanctions disciplinaires.

296. – Définition de la sanction disciplinaire – Les sanctions disciplinaires sont des « *mesures déterminées par la loi destinées à réprimer les fautes disciplinaires*[2]. » Ce type de sanction renvoie à l'appartenance à une profession dont les membres sont obligés de respecter les règles. Les sanctions disciplinaires ont pour objectif de faire respecter un « *ordre juridique partiel* [3] » et visent ceux qui ont un lien particulier avec l'administration en question et qui ont accepté ce lien. En principe, ce sont les organes propres à la profession concernée qui sanctionnent leurs membres ayant commis une faute disciplinaire. Il s'agit de l'autoréglementation.

---

[1] Voir *infra* n° 342

[2] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, V° « Sanction », *op. cit.*

[3] Ch. Arsouze, *Procédures boursières, Sanctions et contentieux des sanctions, op. cit.*, n°5

297. – L'autoréglementation – Il existe deux formes d'autoréglementation. D'une part, l'autoréglementation volontaire consistant à ce que les membres d'une association ou d'une profession choisissent de leur propre chef de se donner des règles de fonctionnement et d'encadrement qu'ils s'engagent à respecter volontairement. Ces règles ne sont applicables qu'aux membres de l'association et en principe ne sont reconnues ni par l'organisme d'encadrement, ni par le gouvernement. En effet, l'adhésion à une telle association est parfaitement volontaire, et le respect des règles qu'elles édictent est fondé sur une base contractuelle et non légale[1]. On trouve ce type d'autoréglementation en France avec les règles édictées par les entreprises de marché, les chambres de compensation ou les associations professionnelles. Cependant, toutes les entreprises d'investissement ou les émetteurs souhaitant être admis à la cotation sur Euronext doivent obtenir un agrément préalable de l'AMF. Dès lors, l'autoréglementation intervient seulement une fois que l'on s'est assuré que ces personnes respectent un certain nombre de critères édictés par le droit.

Mais il existe une seconde forme d'autoréglementation fondée sur délégation par l'autorité de régulation de certaines tâches et fonctions d'encadrement à une organisation privée. Ici l'organisme d'autoréglementation (OAR) encadre ou réglemente de la même façon la conduite de ses membres, mais en vertu d'un pouvoir délégué par l'autorité et la loi, qui va s'appliquer de manière indifférente à tous les membres de la profession. Il élabore des règles, contrôle la conformité des activités des membres avec ses règles et peut les sanctionner en cas de violation.
Au Canada, ce type de délégation existe en matière de marchés financiers, mais doit être prévu par la loi, et la réglementation et l'activité des OAR restent sous le contrôle de l'organisme d'encadrement qui doit les approuver[2]. Contrairement à l'Europe où l'autoréglementation n'a jamais été très répandue dans le domaine des marchés financiers, l'Amérique du Nord, États-Unis[3] et Canada, ont toujours eu beaucoup recours à cette forme de régulation. On la retrouve également dans d'autres pays, comme le Japon, la Corée, le Royaume-Uni ou l'Australie[4].

---

[1] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », *op. cit.*, p. 51-52
[2] *Ibid.*, p. 51-52
[3] Par ex. la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) : V. infra n° 302
[4] J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *Ottawa Law Review* (46 Ottawa L. Rev. 25), 2014-2015, p. 46-47

298. – L'adoption de l'autoréglementation par les provinces canadiennes – Chaque commission des valeurs mobilières peut reconnaître un ou plusieurs OAR si elle estime qu'il est dans l'intérêt public de le faire[1]. Par exemple, généralement les bourses, les chambres de compensation de valeurs et les associations professionnelles ont l'obligation d'être reconnues par la CVM, ce qui a pour conséquence de les placer sous sa surveillance[2]. Ces OAR sont précisément reconnus dans les *Lois sur les valeurs mobilières*.

299. – Les avantages de l'autoréglementation – L'existence des OAR s'explique généralement par la volonté de rendre le système plus efficace en ayant une action complémentaire de celle de l'autorité de régulation et ainsi de l'aider à atteindre ses objectifs. Gérard Rameix, l'actuel président de l'AMF, a parfaitement résumé le système : « *Dans le modèle des Self Regulatory Organisations, la régulation est assurée par des organismes composés de professionnels, parfois très spécialisés. Le système repose sur l'idée selon laquelle la profession s'autorégule, sous le contrôle d'un organisme public. Cela amène à un système à deux niveaux, le jeu entre les différentes instances permettant, théoriquement, d'assurer une certaine forme de contrôle*[3]. »
Et selon un auteur, l'autorégulation peut être vue comme « *un système qui serait apte à définir son équilibre par ses seules forces ou, s'il y a un dysfonctionnement en son sein, à la rétablir par ses seules forces*[4]. » D'ailleurs, l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO-OICV), organisation internationale regroupant une centaine de régulateurs du monde entier, recommande l'utilisation des OAR. Selon elle, ils seraient plus à même de répondre aux exigences techniques des marchés financiers. Cette affirmation rejoint l'analyse du professeur A. Couret du droit des marchés financiers, souvent perçu comme un « *droit instrumentalisé par le marché*[5] » dans le sens où le marché s'auto-régulerait : « *la finance trouverait sa loi en elle-même, en raison*

[1] Art. 21.1, LVM de l'Ontario ; art. 24, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 60-61, LAMF du Québec ; art. 64, LVM de l'Alberta ; art. 21.3, LVM du Saskatchewan ; art. 31.1 (1), LVM du Manitoba ; art. 35 (1), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 30, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 71, LVM de l'Ile-du-Prince-Édouard ; art. 25, LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 71 (1), LVM du Yukon ; art. 71 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 71 (1), LVM du Ninavut
[2] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit.*, p. 130
[3] G. Rameix, « L'expérience française du contrôle du régulateur », in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, sous la direction de M.-A. Frison-Roche, Presses de Science Po et Dalloz, 2004, p. 38-40
[4] M.-A. Frison-Roche, *Les 100 mots de la régulation*, PUF, 2011, v° Autorégulation, p. 20
[5] A. Couret, H. Le Nabasque, *Droit financier*, 2ème édition, Dalloz, 2012, p. 5

de la haute spécialisation de ses produits ; la complexité du système qui s'en suit ne pourrait être comprise par une personne extérieure au système, en l'espèce un juriste[1] ».

300. – Fléchissement de l'autoréglementation – Toutefois, l'on peut constater que même au Canada, le pouvoir des OAR a tendance à fléchir par rapport à celui des CVM. Ce fut également le cas au Royaume-Uni lors de sa grande réforme de 1997. À cette époque, on comptait plus d'une dizaine d'organismes d'encadrement et d'OAR, chacun responsable d'un domaine d'activité, les banques, les valeurs mobilières, les assurances, etc. Afin de simplifier les choses et d'alléger le fardeau administratif, le Parlement britannique a décidé de confier la réglementation des marchés financiers à un organisme unique, la *Financial Services Authority* et d'exclure le recours aux OAR pour encadrer le secteur financier[2].
L'une des raisons pouvant expliquer ce retrait de l'autoréglementation dans le domaine boursier peut être recherchée dans la démutualisation des bourses à travers le monde à partir de la fin du XX^{e} siècle. Les bourses sont devenues des sociétés ouvertes (« *public company* ») dont la priorité n'était plus forcément d'assurer l'intégrité des négociations, mais davantage de satisfaire ses propres actionnaires[3]. L'augmentation des scandales financiers ont également joué un rôle majeur dans cette évolution.

301. – Conséquences – Ce fléchissement de l'autoréglementation s'est fait dans deux directions. Tout d'abord, les régulateurs provinciaux se sont vu octroyer davantage de pouvoirs. Ce mouvement est particulièrement visible au Québec, où les pouvoirs du Bureau de décision et de révision ont été nettement élargis depuis sa création en 2004. À l'origine il n'avait de compétence dans ce domaine qu'en vertu de la LAMF et de la LVM. Désormais, depuis 2009 il est également compétent dans le domaine des instruments dérivés[4], des assurances et de la distribution de produits et services financiers depuis 2010[5] ainsi qu'à l'égard des entreprises de services monétaires depuis 2012[6]. Ensuite, le fléchissement s'est traduit par une concentration des

---

[1] *Ibid*, p. 5
[2] Québec, Groupe de travail sur l'encadrement du secteur financier, « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », *op. cit.*, p. 67
[3] J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *op. cit.*, p. 48
[4] Depuis l'entrée en vigueur le 1er févr. 2009 de la *Loi sur les instruments dérivés* (L.Q. 2008, c. 24)
[5] Depuis l'entrée en vigueur le 1er avril 2010 de la *Loi modifiant diverses dispositions législatives afin principalement de resserrer l'encadrement du secteur financier* (L.Q. 2009 c. 58)
[6] Depuis l'entrée en vigueur le 1er avril 2012 de la *Loi sur les entreprises de services monétaires* (L.Q. 2010, c. 40)

organismes d'autoréglementation, aux États-Unis avec la création de la FINRA et au Canada avec celle de l'OCRCVM.

302. – La FINRA américaine – On trouve aux États-Unis le système qui a inspiré celui existant au Canada, avec la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA) née de la fusion de la *National Association of Securities Dealers* et de *National Stock Exchanges* en 2007. La FINRA est un organisme d'autoréglementation chargé de « *protéger les investisseurs américains en s'assurant que l'industrie financière opère de manière juste et honnête*[1]. » Elle surveille, contrôle et sanctionne l'activité des courtiers, représentants et sociétés de courtage. L'*Office of Hearing Officers* peut prononcer des sanctions contre ses membres qui méconnaissent la législation financière et ses règlements. Elle peut radier ou suspendre leur inscription, prononcer des sanctions pécuniaires et des ordonnances de restitution de fonds aux victimes. Et ses décisions peuvent faire l'objet d'une révision devant le *National Adjudicatory Concil* qui elles-mêmes peuvent être révisées par la SEC[2].

303. – L'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières – Le plus important OAR en matière d'encadrement du secteur des valeurs mobilières au Canada et qui exerce au niveau de l'ensemble du pays, est l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM). Créé en 2008, il est devenu l'OAR national responsable de la surveillance de l'ensemble des sociétés de courtage et des opérations effectuées sur les marchés boursiers et les marchés de titres d'emprunt au Canada. Il est reconnu par les différentes CVM par le biais d'ordonnances de reconnaissance.
Cet organisme est né de la fusion des Services de réglementation du marché inc. et de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières.
L'OCRCVM établit des règles à destination des personnes inscrites et assure leur bonne application. À ce titre il peut mener des enquêtes lorsqu'il estime qu'un courtier sujet à sa réglementation ne respecte pas ces règles et peut sanctionner leur violation par des mesures disciplinaires qui peuvent prendre la forme d'amendes, de suspensions ou encore d'interdictions permanentes ou de radiation de personnes physiques ou morales. Les sommes tirées des amendes sont versées au fonds d'affectation spéciale de l'OCRCVM, fonds que l'organisme utilise pour financer les investissements nécessaires au traitement des nouveaux dossiers en matière de

[1] Site de la FINRA, « About FINRA » : « FINRA's mission is to protect America's investors by making sure the securities industry operates fairly and honestly. » : http://www.finra.org/AboutFINRA/
[2] Site de la FINRA, « FINRA disciplinary actions online » : http://disciplinaryactions.finra.org/

réglementation, aux projets liés à la formation des investisseurs et des participants du secteur et à d'autres activités autorisées aux termes des ordonnances de reconnaissance de l'OCRCVM[1]. Par exemple, sur l'exercice 2014-2015, l'OCRCVM a réalisé 146 enquêtes, tenu 58 audiences disciplinaires et prononcé des amendes pour un montant de 3 521 000 $[2].

304. – Le contrôle des CVM – Dès lors que l'OCRCVM est reconnu par une Commission de valeurs mobilières, il doit lui rendre des comptes sur ses activités. Et surtout, la personne ayant fait l'objet d'une sanction de la part d'un OAR peut en demander la révision à la CVM compétente. Ainsi, dans l'exercice de leurs pouvoirs quasi juridictionnels en matière disciplinaire, les CVM avaient avant tout un rôle d'examen des recours contre les mesures disciplinaires prononcées par les OAR.
D'ailleurs, à l'origine il était prévu que le Bureau québécois aurait pour unique fonction la révision des décisions rendues dans l'exercice d'un pouvoir délégué ou par un organisme d'autoréglementation en vertu de la *LVM*. Mais l'autorité de régulation a finalement été dotée du pouvoir de sanctionner elle-même les professionnels.

II - Le pouvoir de sanction disciplinaire des CVM

305. – Les mesures disciplinaires dans l'intérêt public – En effet, bien que la mission principale des CVM dans le domaine quasi judiciaire soit d'ordre préventif, celles-ci détiennent certains pouvoirs de nature répressive en matière disciplinaire.
Les *Lois sur les valeurs mobilières* dressent une liste limitative de mesures que la Commission peut prendre à l'encontre d'une personne si elle estime qu'il est dans l'intérêt public de le faire et seulement après avoir tenu une audience. Ainsi, même dans le domaine répressif, l'on retrouve cette notion d'intérêt public qui doit toujours guider l'action de la Commission. L'on retrouve cette formulation dans l'ensemble des *Lois sur les valeurs mobilières*.

[1] Site internet de l'ORCVM, « Notre rôle et notre mandat » : http://www.ocrcvm.ca/about/ourroleandmandate/Pages/default.aspx
[2] Rapport annuel 2014-2015 de l'OCRCVM, p. 8 : http://rapportannuel.ocrcvm.ca/pdf/IIROC2014-15_FRE.pdf

306. – Liste des mesures répressives[1] **–** Les mesures disciplinaires à la disposition des Commissions sont d'abord la réprimande et le blâme. Elles peuvent également prononcer la suspension, la restriction ou l'imposition de conditions aux droits conférés par l'inscription d'une personne inscrite en vertu de la loi pendant une durée fixée par l'ordonnance, mais aussi refuser le bénéfice d'une dispense. Elles peuvent interdire toute activité visant une opération sur valeurs mobilières ou sur un produit dérivé (échange, achat, vente).

En outre, elles peuvent prononcer des interdictions d'exercer, en tant qu'administrateur ou dirigeant d'un émetteur, d'une compagnie inscrite ou d'un gestionnaire de fonds d'investissement ; ou enjoindre à une personne de démissionner de ces mêmes postes.

Elles peuvent encore ordonner à un participant au marché de se soumettre à une révision de ses pratiques et procédures et d'effectuer les changements qu'ordonne la Commission.

Elles peuvent interdire à un participant du marché de diffuser auprès du public ou, à l'inverse, lui imposer de diffuser auprès du public, toute information décrite dans l'ordonnance, telle qu'un communiqué, un rapport, un prospectus provisoire, un prospectus, un relevé, un état financier, une circulaire d'information, une circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise, une circulaire d'offre de l'émetteur, une notice d'offre, une sollicitation de procurations, un document d'information concernant un produit dérivé ou tout autre document mentionné dans l'ordonnance. Elles peuvent encore contraindre les mêmes personnes à modifier ces informations.

Les commissions peuvent également interdire à un participant de démarcher ou d'engager des relations avec des investisseurs.

Enfin, elles peuvent enjoindre une personne à lui remettre les sommes obtenues grâce au manquement commis[2].

---

[1] Art. 161 (1), LVM de Colombie-Britannique ; art. 198 (1), LVM de l'Alberta ; art. 134 (1), LVM du Saskatchewan ; art. 184 (1) LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 134 (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 127 (1), LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 60 (1), LVM du Yukon ; art. 60 (1) LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 60 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; l'art. 148 (1), LVM du Manitoba ; art. 60 (1), LVM du Nunavut ; art. 127 (1), LVM de l'Ontario, art. 265, 266, 270 à 273.3, LVM du Québec

[2] Il convient de noter une particularité dans le cas du Manitoba. En effet, la LVM ne recense qu'un seul type d'ordonnance à la disposition de la CVM, les ordonnances de suspension. À ce titre, la Commission peut ordonner la suspension des opérations relatives à des valeurs mobilières ou produits dérivés d'une personne ou ordonner à une personne physique ou morale de cesser d'effectuer des opérations relatives à des valeurs mobilières ou produits dérivés, de façon permanente ou temporaire (art. 148 (1), LVM du Manitoba).

307. – Personnes visées – On remarquera que les *Lois sur les valeurs mobilières* ne précisent pas les personnes à l'égard desquelles ces ordonnances peuvent être prises. Il faut en conclure qu'elles s'adressent, logiquement, à tous les acteurs des marchés en général et plus particulièrement aux personnes inscrites à la Commission, les émetteurs, les gestionnaires de fonds d'investissement, etc. Certaines sanctions leurs sont d'ailleurs réservées, telles que les retraits d'inscription ou de dispense.
Mais d'autres semblent pouvoir être applicables à toute personne, même non professionnelle qui contreviendrait à la législation sur les valeurs mobilières. C'est le cas de l'interdiction d'achat, d'échange ou de vente de valeurs mobilières ou encore les interdiction ou démission forcée des postes d'administrateurs.

308. – Conclusion – Ainsi, si à l'origine le système canadien fonctionnait principalement sur le modèle de l'autoréglementation en matière de sanctions des professionnels, les CVM semblent prendre un rôle de plus en plus important en la matière. En effet, elles disposent de toute une série de mesures, principalement disciplinaires, leur permettant de sanctionner les acteurs des marchés dans le ressort de leur province. Cette extension de leurs pouvoirs vis à vis des professionnels semble également avoir vocation à s'étendre aux non professionnels, certaines mesures paraissant pouvoir leur être appliquées. Mais cette extension du champ *rationae personae* des pouvoirs des CVM est d'autant plus manifeste dans l'acquisition récente du pouvoir de prononcer des pénalités administratives.

D - Les pénalités administratives

Enfin, les Commissions disposent du pouvoir de prononcer des sanctions pécuniaires. Ces pénalités administratives peuvent être imposées à toute personne qui aurait méconnu la *LVM* ou une décision de la Commission, dès lors que la Commission juge qu'il est dans l'intérêt public de le faire. Ce pouvoir recouvre donc un champ très large de personnes.

309. – Le montant des pénalités administratives – Le montant de ces pénalités est fixé par manquement et varie selon les provinces. La majorité d'entre elles peuvent ordonner une pénalité pouvant aller jusqu'à 1 million de dollars par manquement. C'est le cas de l'Ontario, de la Colombie-Britannique, de l'Alberta, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ile du Prince Édouard, de Terre-Neuve et Labrador, du Yukon, du

Nunavut et des Territoires du Nord-Ouest[1]. Il est de 750 000 $ au Nouveau-Brunswick[2] et 100 000 $ au Saskatchewan où il est le plus bas[3]. Le Québec est la province où le montant des pénalités est le plus élevé avec 2 millions de dollars par manquement[4]. Le Manitoba est la seule province à ne pas avoir fixé un montant unique. En effet, la *LVM* distingue selon que la personne visée est un particulier ou « *une autre personne ou une compagnie*. » Dans le premier cas, la Commission peut imposer jusqu'à 100 000 $ et dans le second jusqu'à 500 000 $ (art. 148.1 (1), LVM du Manitoba).

310. – Responsabilité des administrateurs et dirigeants – À l'instar des mesures répressives prises dans l'intérêt public, les provinces ont également prévu la possibilité d'imposer les mêmes pénalités, en sus, aux administrateurs ou dirigeants de la personne reconnue coupable d'un manquement, dès lors qu'il avait connaissance du manquement ou qu'il y avait consenti[5]. Il convient de noter que les LVM prévoient que ces pénalités administratives peuvent toujours être prononcées en plus d'autres sanctions par la Commission.

311. – Destinataires différents des pénalités administratives – Alors qu'en France, pour les non professionnels des marchés financiers qui ne sont pas affiliés à un fonds de garantie, les sommes sont entièrement reversées au Trésor public, les pénalités prononcées par les commissions de valeurs mobilières canadiennes ne le sont pas nécessairement. On retrouve à ce niveau, comme pour les montants des pénalités, une intéressante expression du pluralisme canadien.

Au Québec, le montant des pénalités administratives est entièrement reversé à l'Autorité. On retrouve ici l'idée qu'un véritable litige est tranché par le Bureau et que l'Autorité est une partie à part entière qui, quand elle gagne, obtient en quelque sorte des dommages-intérêts. Cependant, elle n'est pas totalement libre de l'utilisation de ces sommes, la moitié devant revenir au Fonds pour l'éducation et la saine gouvernance, constitué à l'actif de l'Autorité (art. 38.1 et 38.2, LAMF).

---

[1] Art. 127 (1), 9e, LVM de l'Ontario ; art. 162, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 199 (1), LVM de l'Alberta ; art. 135, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 60 (1) m), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 127. (1), LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 60 (1) m), LVM du Yukon ; art. 60 (1) m) LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 60 (1) m), LVM du Nunavut

[2] Art. 186 (1), LVM du Nouveau-Brunswick

[3] Art. 135.1, LVM du Saskatchewan

[4] Art. 273.1, LVM du Québec

[5] Par ex. art. 148.1 (1.1), LVM du Manitoba ; art. 135, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 127. (1), LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 129 (2), LVM de l'Ontario ; art. 199 (1), LVM de l'Alberta ; art. 135.1 (4), LVM du Saskatchewan ; art. 273.1, LVM du Québec

De même, les sommes reçues par les CVM de Colombie-Britannique, d'Alberta et du Nouveau-Brunswick, au titre des pénalités administratives qu'elles prononcent doivent être payées à la Commission qui doit obligatoirement les affecter à l'instruction des investisseurs ou à l'amélioration de quelque façon que ce soit des connaissances et de l'information des personnes sur le fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et des capitaux[1].
En revanche, en Ontario, la Commission est tenue de reverser au Trésor les sommes qu'elle reçoit au titre des pénalités administratives ou des ordonnances de restitution des profits obtenus grâce au manquement, qu'elle a prononcées à l'encontre des personnes qui auraient violé le droit ontarien des valeurs mobilières (art. 3.4 (2) a et b, et art. 127 (1) 9 et 10, *LVM de l'Ontario*) sauf si elle décide d'affecter ces sommes pour « *instruire les investisseurs ou améliorer de quelque façon que ce soit les connaissances et l'information des personnes sur le fonctionnement des marchés des valeurs mobilières et des capitaux* » (art. 3.4 (2) a et b, *LVM de l'Ontario*).

312. – Différences de montants – La différence dans les montants que peuvent prononcer les Commissions est tout à fait notable. En effet, alors que l'autorité québécoise peut infliger jusqu'à 2 millions de dollars par manquement, la commission du Saskatchewan ne peut pas aller au-delà de 100 000 dollars. L'on pourrait imaginer que cette différence peut s'expliquer par le fait que le Québec est une place financière plus importante que le Saskatchewan. Mais cette explication se révèle insuffisante, dès lors que l'Ontario, qui est de loin la province ayant les activités de marché les plus importantes, ne peut prononcer des pénalités qu'à hauteur d'1 million de dollars. Il nous semble que là encore, cette différence peut sans doute trouver une explication dans l'influence du système français sur le Québec. Le prononcé de pénalités administratives par les commissions de valeurs mobilières est très récent au Canada. Il date du début des années 2000, alors qu'il existe en France depuis 1989. Or, fort de l'exemple français, le Québec a été la première province à se doter de ce pouvoir, et elle est aujourd'hui celle qui peut prononcer les plus fortes pénalités administratives.

313. – Extension récente et progressive du pouvoir de sanction administrative – La Commission des valeurs mobilières du Québec n'a été dotée du pouvoir de prononcer des pénalités administratives qu'en 2001 par la *Loi modifiant la Loi sur les*

[1] Art. 15, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 19, LVM de l'Alberta ; art. 21 (5), Loi sur la Commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick

valeurs mobilières[1] et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario seulement en 2005. L'absence de possibilité pour les CVM de prononcer des sanctions pécuniaires pendant longtemps pouvait notamment s'expliquer par le fait qu'en *common law*, l'objectif des sanctions pécuniaires est avant tout de punir l'auteur du dommage, plus que de le réparer. Elles étaient de ce fait considérées comme relevant du domaine pénal et non civil[2].

La CVMQ avait alors le pouvoir d'imposer une pénalité administrative pouvant s'élever jusqu'à 1 million de dollars, mais uniquement à l'égard des émetteurs assujettis, des émetteurs ayant fait un placement sous le régime d'une dispense et des personnes inscrites en vertu de la *LVM* (art. 273.1, *LVM*). À l'origine, ce pouvoir ne pouvait donc s'appliquer qu'aux seuls professionnels.

Désormais, il est dévolu au Bureau québécois et a été étendu tant au niveau de son champ d'application que de son montant. D'une part, en 2008, le montant maximum de la pénalité administrative est passé à 2 000 000 $ par contravention. D'autre part, depuis la modification de l'article 273.1 de la *LVM* par l'adoption de la *Loi modifiant diverses dispositions législatives concernant principalement le secteur financier*[3] le 30 novembre 2011, le Bureau peut prononcer une telle sanction pécuniaire à l'encontre de toute personne[4]. On retrouve cette généralité dans les autres provinces, les *LVM* ne visant aucune personne en particulier contre lesquelles pourraient être prononcées des pénalités administratives.

314. – Restitution des profits – En outre, en plus des pénalités administratives, certaines CVM peuvent ordonner au contrevenant de restituer à la Commission l'intégralité des sommes obtenues grâce au manquement[5]. Là encore, si l'on prend l'exemple du Québec, cette disposition a été adoptée récemment, en 2008, depuis la modification de l'article 262.1, 9e de la *LVM* par la *Loi modifiant la loi sur l'autorité des marchés financiers et d'autres dispositions législatives* (L.Q. 2008, c. 7, art. 159). Mais ce

---

[1] L.Q. 2001, c. 38, art. 73

[2] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse et la Securities and Exchange Commission, op. cit.*, p. 108

[3] *L.Q.* 2011, c. 26

[4] Art. 273.1, LVM du Québec : le Bureau « après l'établissement de faits portés à sa connaissance qui démontrent qu'une personne a, par son acte ou son omission, contrevenu ou aidé à l'accomplissement d'une telle contravention à une disposition de la présente loi ou d'un règlement pris en application de celle-ci, peut imposer à cette personne une pénalité administrative et en faire percevoir le paiement par l'Autorité. »

[5] Ce dispositif est directement inspiré du « *disgorgement* » américain. V. pour une présentation dans le cadre de la Loi *Sarbanex Oxley*, P.-F. de Ravel d'Esclapon, « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley : l'arrêt SEC c/ Jensen du 31 août 2016, *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 10, p. 444 ; « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 2, p. 89

dispositif n'est pas très répandu. Il n'existe pour le moment qu'au Québec, en Alberta et en Ontario[1].

315. – Du préventif au répressif – Il nous semble qu'il faut interpréter cette nouvelle mesure à la disposition des CVM comme la volonté de poursuivre le mouvement d'extension de leurs pouvoirs quasi juridictionnels afin de dissuader davantage les comportements abusifs. Ainsi, depuis cet élargissement du pouvoir de sanction pécuniaire des CVM, il est permis de douter du caractère uniquement préventif des mesures prononcées par elles, car elles peuvent désormais, au nom de l'intérêt public, imposer de lourdes pénalités administratives. Pourtant, la jurisprudence canadienne a plusieurs fois rappelé qu'en matière de législation sur les valeurs mobilières, la pénalité administrative, à l'instar du blâme, a une finalité essentiellement protectrice et préventive, et non pas punitive[2], tout du moins tant qu'elle conserve un caractère suffisamment raisonnable pour ne pas avoir un caractère pénal.
Il est pourtant souvent difficile de considérer une sanction pécuniaire comme une sanction uniquement préventive et protectrice. De plus, depuis quelques années, il semble se produire un glissement de l'objectif préventif des sanctions administratives vers un objectif plus répressif. En effet, la jurisprudence tend à reconnaître que pour avoir un effet de dissuasion, les mesures prises par l'autorité doivent nécessairement avoir un aspect punitif[3]. Cette volonté nouvelle de conférer aux mesures prises par les CVM un effet de dissuasion est sans doute l'une des conséquences du nombre croissant de scandales financiers depuis le début des années 2000.

316. – Conséquences de la multiplication des fraudes – Les scandales financiers étant un fléau mondial, le même phénomène s'est naturellement produit au Canada et en France afin de renforcer la confiance des investisseurs dans les marchés, mais dans une moindre mesure, car le plafond maximal est fixé à 2 millions de dollars. Évidemment, ce montant semble tout à fait dérisoire par rapport au maximum actuellement prévu en France de 100 millions d'euros. Toutefois il convient de faire remarquer que le Canada applique le cumul des peines, ce qui peut engendrer un résultat impressionnant en termes de montant et illimité dans son principe.

---

[1] Art. 127 (1), 10e, LVM de l'Ontario ; art. 198 (1) i), LVM de l'Alberta ; art. 262.1 (9), LVM du Québec
[2] *Re Morrison Williams Investment Management Ltd*, (2000) 9 A.S.C.S 2888
[3] *Re Cartaway Resources Corp.*, [2004] 1 R.C.S. 672, par. 60

E – Le rôle de certaines CVM en matière d'indemnisation

317. – Certaines commissions jouent un rôle en matière d'indemnisation des victimes. En effet, la LVM du Manitoba prévoit des dispositions relatives à l'indemnisation en cas de pertes financières. Ainsi, « *si l'auteur d'une demande d'indemnisation lui en fait la demande, le directeur peut demander à la Commission, si celle-ci tient une audience au sujet d'une personne ou d'une compagnie, d'ordonner à cette personne ou à cette compagnie d'indemniser l'auteur de la demande pour la perte financière qu'il a subie* » (art. 148.2, *LVM du Manitoba*). Il est prévu que cette indemnisation peut être d'un montant maximum de 250 000 $ (art. 148.2 (3), *LVM du Manitoba*). Le même type de dispositions est prévu par la *LVM du Saskatchewan*, mais aucun plafond d'indemnisation pour la perte financière n'est indiqué (art. 135.6, LVM du Saskatchewan). De la même manière, le directeur général de la Commission du Nouveau-Brunswick peut demander au Tribunal, sur demande d'une personne ayant subi une perte financière[1], d'ordonner au responsable de cette perte d'indemniser l'auteur de la demande à hauteur de 100 000 $[2].

318. – Le fonds d'indemnisation québécois – En outre, le Québec offre un intéressant système d'indemnisation des victimes de fraudes financières, qui repose, quant à lui, sur un Fonds d'indemnisation des services financiers, entièrement administré par l'AMFQ (art. 4, 5e, LAMF) et dont l'existence et la mission sont prévues à l'article 258 de la *LDPSF*. Ce fonds est affecté « *au paiement des indemnités payables aux victimes de fraude, de manoeuvres dolosives ou de détournement de fonds dont est responsable un cabinet, un représentant autonome, une société autonome ou un courtier en épargne collective ou en plans de bourses d'études* » inscrit à l'AMFQ. Le Fonds d'indemnisation des services financiers québécois est entré en vigueur en 1991. À l'origine, la *Loi sur les intermédiaires de marché* (L.R.Q., c. I-15.1) avait créé trois fonds, l'un pour l'assurance de personnes, un autre pour l'assurance de dommages et enfin un fonds pour les planificateurs financiers, chacun géré par les organismes de réglementation existant à l'époque au Québec. Puis, en 1999, la *LDPSF* a fusionné les trois fonds en un seul, le Fonds d'indemnisation des services financiers. La loi a

[1] Art. 188.1, LVM du Nouveau-Brunswick : « La perte financière exclut la perte de profits ou toute autre perte directe »
[2] Art. 188.1 (1) à 188.1 (4), LVM du Nouveau-Brunswick

également élargi son champ d'action au courtage en épargne collective, puis au courtage en plans de bourses d'études et en contrats d'investissements[1].
Il s'agit d'un processus entièrement administratif et non judiciaire. De plus il est parfaitement gratuit pour le demandeur, puisque financé par les cotisations des entreprises couvertes par le fonds et par les sommes recouvrées grâce aux recours intentés par l'AMFQ (art. 258.1, *LDPSF*).
La procédure est très simple. Le consommateur lésé remplit un formulaire dans lequel il doit démontrer avoir subi une perte due à la fraude d'un représentant couvert par le Fonds accompagné de tous les documents appuyant sa requête. Après examen du dossier, si l'AMFQ rend une décision positive, elle décide du montant des indemnités à verser (art. 274.1, *LDPSF*) qui ne peut toutefois dépasser 200 000$ par réclamation. Cette décision est finale et elle est insusceptible d'appel. Il n'y a donc pas ici de mécanisme interne de révision. Mais le consommateur insatisfait peut toujours demander l'annulation de la décision à un juge civil[2]. Dans tous les cas, les demandes d'indemnisation auprès des autorités de régulation sont enfermées dans un délai assez court, d'un an à compter de la connaissance de la fraude.

Ces possibilités d'indemnisation par le biais de l'autorité de régulation sont tout à fait intéressantes. L'on ne peut qu'approuver l'attention portée par les canadiens au problème de la réparation des préjudices que ce soit par l'action des CVM ou par les moyens mis à la disposition des juges, tels que les dommages et intérêts punitifs[3]. En effet, l'on pressent déjà ce qui nous semble être l'une des grandes faiblesses du système d'encadrement des marchés financiers en France : le peu d'intérêt porté à la réparation des préjudices des investisseurs lésés par les fraudes financières. Cet aspect avait déjà été relevé par N. Spitz dans sa thèse de référence sur la question publiée en 2002[4]. Quinze ans plus tard, le constat s'impose toujours[5].

319. – Conclusion – L'on a pu constater que le rôle des CVM en matière quasi judiciaire avait principalement pour objectif la protection préventive des investisseurs et des marchés. Toutefois, depuis quelques années déjà, les pouvoirs des CVM dans ce domaine ont été renforcés et étendus, notamment avec l'acquisition du pouvoir de prononcer des pénalités administratives à l'encontre de toute

[1] Commission des finances publiques, « Rapport intérimaire sur la Protection des épargnants au Québec dans le secteur des fonds communs de placement, » février 2007, p. 43
[2] *Ibid*., p. 2
[3] Voir *infra* n° 921
[4] N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers, op. cit*.
[5] Voir *infra* n° 491

personne qui violerait la législation sur les valeurs mobilières. De plus, certaines CVM disposent même d'un pouvoir en matière d'indemnisation. Il reste que malgré le renforcement de leurs pouvoirs, le juge canadien conserve un rôle de premier plan en matière de répression des violations à la législation financière. Cette situation se conçoit aisément, contrairement à ce qui existe aujourd'hui en France, le juge canadien dispose toujours d'un arsenal de peines plus important et plus sévère que les CVM, pouvant ainsi expliquer que la répression judiciaire soit privilégiée.

§2 – Le rôle répressif du juge

320. – Plan – Malgré un large panel de moyens à la disposition des CVM pour prévenir et sanctionner les manquements à la réglementation financière, il apparaît que l'office du juge reste encore très important au Canada. D'une part, dans le domaine des mesures prononcées dans l'intérêt public, le juge dispose certes d'une compétence « concurrente », mais il est doté de pouvoirs de redressement plus importants (A). D'autre part, la matière pénale lui est par nature réservée et son office est respecté tant par la législation que par les CVM grâce à une répartition claire des rôles. Cela signifie que les manquements les plus graves feront toujours l'objet d'une répression judiciaire (B).

A – Les pouvoirs de redressement du tribunal

321. – Pouvoir du juge – Même lorsqu'une CVM peut éventuellement exercer son pouvoir de prononcer des mesures dans l'intérêt public, elle peut choisir de s'en remettre au juge. En effet, la CVM de l'Ontario par exemple, peut, par voie de requête, demander à la Cour supérieure de justice une déclaration portant qu'une personne ou une compagnie ne s'est pas conformée ou ne se conforme pas au droit ontarien des valeurs mobilières (art. 128 (1), *LVM de l'Ontario*), et ceci même sans avoir tenu au préalable une audience pour vérifier ce fait (art. 128 (2), *LVM de l'Ontario*). Lorsqu'une telle requête est présentée devant le tribunal, celui-ci peut décider de prendre par ordonnance une ou plusieurs mesures, alors même que la Commission de valeurs mobilières aurait déjà prononcé une mesure dans l'intérêt

public. On retrouve un dispositif semblable dans toutes les provinces, avec quelques nuances procédurales[1].

322. – Liste des mesures judiciaires – Les *LVM* dressent la liste des mesures que le tribunal peut prononcer dans ce cas[2]. Il peut enjoindre à une personne de se conformer au droit provincial des valeurs mobilières, de se soumettre à une révision de ses pratiques et de ses procédures par la Commission, et d'effectuer les changements qu'elle ordonne. Il peut imposer ou interdire à un participant au marché qui n'aurait pas respecté le droit des valeurs mobilières de diffuser, ou de modifier un communiqué, un rapport, un prospectus provisoire, un prospectus, un relevé, un état financier, une circulaire d'information, une circulaire d'offre d'achat visant à la mainmise, une circulaire d'offre de l'émetteur, une notice d'offre, une sollicitation de procurations, un document d'information concernant un produit dérivé ou tout autre document mentionné dans l'ordonnance. Il peut également annuler toute transaction conclue par la personne relativement à des opérations sur valeurs mobilières. Il peut enjoindre une personne d'émettre, d'annuler, d'acheter, d'échanger ou d'aliéner toute valeur mobilière. Il peut interdire à une personne d'exercer son droit de vote ou tout autre droit rattaché aux valeurs mobilières. Il peut prononcer une interdiction d'agir à titre de dirigeant ou d'administrateur de façon permanente ou limitée, la nomination des dirigeants et des administrateurs en remplacement de ceux en poste.

Il peut enjoindre à une personne d'acheter les valeurs mobilières d'un détenteur ou de lui rembourser toute partie des sommes d'argent qu'il aurait versées pour des valeurs mobilières. Il peut enjoindre à une personne de produire au tribunal ou à toute personne intéressée ses états financiers, de rectifier ses registres. Il peut également prononcer des sanctions financières : ordonner l'indemnisation des personnes lésées, le paiement de dommages-intérêts punitifs ou généraux et la remise au ministre des Finances ou à la Commission des montants obtenus grâce au

---

[1] Par ex. en Colombie-Britannique et au Saskatchewan, la CVM n'a pas besoin de présenter une requête afin que le tribunal constate que la personne n'a pas respecté le droit de valeurs mobilières de la province. Si elle estime qu'il est dans l'intérêt public de le faire et que la personne n'a pas respecté ou ne respecte pas le droit des valeurs mobilières ou si elle ne s'est pas conformée à une décision de la Commission, elle peut demander directement au Tribunal de prononcer des mesures (art. 157 (1), *LVM de la Colombie-Britannique*).

[2] Art. 128, LVM de l'Ontario ; Art. 157, LVM de Colombie-Britannique ; art. 197, LVM de l'Alberta ; art. 133, LVM du Saskatchewan ; art. 268, LVM du Québec ; art. 148 (1), LVM du Manitoba ; art. 187 LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 134 (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 128.1, LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 67, LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 67, LVM du Yukon ; art. 67, LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 67, LVM du Nunavut

manquement. Enfin il peut enjoindre à une personne de remédier, dans la mesure du possible, à toute absence de conformité passée au droit provincial des valeurs mobilières.

En outre, il est précisé que cette liste est uniquement indicative et que le juge peut décider de prononcer toute mesure qu'il considère appropriée.

323. – Des pouvoirs concurrents – Ainsi, à la lecture de cette énumération, il apparaît que le juge et les CVM ont des pouvoirs très similaires, pour ne pas dire concurrents en la matière. En effet, les CVM peuvent prononcer elles-mêmes la plupart de ces mesures lorsqu'elles estiment qu'il est dans l'intérêt public de le faire.

324. – Indemnisation par le juge – Cependant, l'on constate que les pouvoirs du juge sont bien plus étendus, notamment en matière de sanctions financières. Alors que la majorité des CVM ne disposent que du pouvoir d'imposer des pénalités administratives et du pouvoir d'ordonner la restitution des profits pour une minorité d'entre elles, telles que des amendes destinées à être reversées soit à la Commission elle-même, soit au ministre des Finances provincial, le juge peut ordonner, à la fois, l'indemnisation des personnes lésées[1] et le versement de dommages-intérêts punitifs.

B – Le domaine pénal réglementaire et fédéral

325. – Le domaine pénal réservé au juge – Tout comme en France, la sanction des infractions pénales fait partie du domaine de compétence réservé du juge. En effet, aucune autorité administrative ne peut être habilitée à statuer sur des faits constitutifs d'une infraction pénale. Il demeure donc un domaine dans le secteur financier qui échappe entièrement à l'autorité de régulation au profit de l'office du juge, lequel conserve une compétence exclusive pour les infractions à la législation financière les plus graves. En outre, le juge est bien sûr le seul à pouvoir prononcer des peines d'emprisonnement. Cependant, contrairement à la France, la répression pénale en matière de valeurs mobilières est beaucoup plus sévère, ce qui confère à la répression judiciaire une place très importante.

[1] Cependant, sur le pouvoir de certaines CVM en matière d'indemnisation, V. *supra* n° 317

326. – Organisation du droit pénal canadien – Le système pénal canadien fonctionne à deux niveaux : provincial et fédéral. Il existe les infractions pénales réglementaires édictées par lois provinciales sur les valeurs mobilières et les infractions financières du *Code criminel* canadien[1]. Le droit pénal réglementaire a pour mission d'encadrer un secteur de l'économie et d'assurer la réglementation par différentes normes de conduite. Pour cela, dans l'exercice de la compétence qui est conférée aux provinces en matière de valeurs mobilières par la *Loi constitutionnelle de 1867*, le législateur provincial peut adopter des dispositions législatives visant la protection du « *bien-être public* » par l'imposition d'amendes et de peines d'emprisonnement[2] qui ont pour « *fonction essentielle la prévention de préjudices aux personnes vulnérables*[3]. » En revanche, le droit criminel canadien, au niveau fédéral, « *vise une conduite qui enfreint une valeur fondamentale de la société et qui est jugée nuisible*[4]. » Il doit s'agir de comportements d'une certaine gravité.

327. – Les infractions financières du *Code criminel* – Le *Code criminel* canadien comprend de nombreuses infractions relatives aux marchés financiers, telles que la fraude par l'influence sur le cours des titres (art. 380(2)), le crime de manipulation frauduleuse d'opérations boursières (art. 382), le crime de transmission délibérée de renseignements confidentiels (art. 382.1(2)), le délit d'initié (art. 382.1) et le délit de faux prospectus (art. 400). Ces infractions sont fédérales et peuvent être poursuivies dans l'ensemble des provinces et territoires.

Les comportements pénalement répréhensibles sont condamnables à deux niveaux : au niveau provincial et au niveau fédéral. En matière d'infraction au *Code criminel* canadien, le rôle des CVM est relativement limité. En effet, la plupart d'entre elles ne peuvent pas intenter elles-mêmes les poursuites qui sont réservées aux procureurs généraux des provinces et territoires qui ont pour mandat de poursuivre les auteurs

---

[1] Autorité des marchés financiers du Québec, « Suivi de l'évolution des travaux de l'Autorité des marchés financiers relativement à la protection des épargnants », 22 sept. 2006, p. 1

[2] M. Naccarato, A. Létourneau, « La confiance trahie : la répression pénale et criminelle du manquement contractuel de l'intermédiaire de marché en valeurs mobilières et la détermination des peines applicables », *Revue juridique Thémis*, 2010, p. 176

[3] A.-M. Boisvert, H. Dumont, A. Stylios, « En marge de l'affaire Lacroix-Norbourg : les enjeux substantifs et punitifs suscités par le double aspect, réglementaire et criminel, de certains comportements frauduleux dans le domaine des valeurs mobilières », *Les Cahiers du droit*, vol. 50, n° 3-4, sept-déc. 2009, p. 481

[4] G. Côté-Harper, P. Rainville, J. Turgeon, *Traité de droit pénal canadien*, Cowansville, Québec, éd. Yvon Blais, 1998, p. 61 cité par A. Létourneau et M. Naccarato, « La responsabilité pénale et criminelle des prestataires de services financiers et la détermination des peines : d'hier à demain », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2, été 2010

d'infractions au *Code criminel* sur les marchés de capitaux. Par exemple, au Québec, le rôle de l'AMF se limite à saisir les procureurs de la Couronne et les corps de police.

328. – Les infractions pénales règlementaires – Au niveau provincial, la législation édicte également des infractions pénales, mais qui sont propres à la province et qui peuvent différer d'une province à l'autre. En matière financière, ces infractions pénales réglementaires sont principalement prévues par les *Lois sur les valeurs mobilières* de chaque province, qui en dressent la liste ainsi que les mesures qui peuvent être prononcées à l'encontre d'une personne reconnue coupable.
Ces infractions ne peuvent être poursuivies que devant un juge. Les *Lois sur les valeurs mobilières* font donc une distinction entre les ordonnances rendues dans l'intérêt public qui peuvent être prononcées par la Commission des valeurs mobilières, et les infractions pénales réglementaires qui ne peuvent être sanctionnées que par un juge. En revanche, dans le cadre des procédures relevant du droit pénal réglementaire, dès lors que les autorités de régulation ont pour mission de faire appliquer les lois, elles peuvent intenter elles-mêmes des poursuites devant les tribunaux. Au Québec, l'article 210 de la *LVM* et l'article 492 de la *LDPSF* donnent à l'Autorité la possibilité d'intenter elle-même une poursuite pénale en cas d'infraction à l'une de ces lois. En revanche, en aucun cas une CVM ne peut sanctionner une infraction pénale réglementaire.

329. – Type d'infractions pénales réglementaires[1] **–** Le champ des infractions pénales réglementaires prévu par les LVM est très large. En effet, on retrouve systématiquement le fait de violer le droit provincial des valeurs mobilières.
En outre, on trouve des incriminations semblables à celles prévues par le *Code criminel* et aux délits boursiers français des articles L. 465-1 et L. 465-2 du CMF, tels que les délits d'initiés et l'usage d'informations privilégiées, la fourniture d'informations fausses ou trompeuses et l'influence ou la tentative d'influence du cours ou de la valeur d'un titre par des manœuvres déloyales, abusives ou frauduleuses. On trouve également des infractions relatives au démarchage financier et aux relations entre les professionnels des marchés et les investisseurs.

[1] Art. 122 (1), LVM de l'Ontario ; art. 155 (1), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 194, LVM de l'Alberta ; art. 131, LVM du Saskatchewan ; art. 179, LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 129, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 122, LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 164 à 167, LVM de l'Île-du-Prince-Édouard ; art. 187 à 201, LVM du Québec ; art. 136 (1), LVM du Manitoba ; art. 164, LVM du Yukon ; art. 164, LVM des Territoires-du-Nord-Ouest ; art. 164, LVM du Nunavut

Constitue également une infraction pénale réglementaire le fait de ne pas se conformer à une décision prise par la Commission et/ou par le Bureau québécois ou le Tribunal du Nouveau-Brunswick. Il est déjà notable que les infractions pénales réglementaires et les infractions financières au *Code criminel* recouvrent un champ somme toute assez similaire.

330. – Peines – Ces faits sont passibles d'amendes élevées, bien plus importantes que celles que peuvent prononcer les Commissions de valeurs mobilières, ainsi que des peines d'emprisonnement. En Ontario, Alberta, Saskatchewan, Nouvelle-Écosse, Terre-Neuve-et-Labrador, Île-du-Prince-Édouard, Manitoba, Yukon, Territoires-du-Nord-Ouest et le Nunavut, la personne reconnue coupable par la cour encourt jusqu'à 5 millions de dollars et/ou jusqu'à cinq ans d'emprisonnement.
En Colombie-Britannique, l'amende est de 3 millions de dollars et la durée maximale d'emprisonnement est de 3 ans. Au Nouveau-Brunswick, la personne reconnue coupable risque 1 million de dollars d'amende et/ou cinq ans d'emprisonnement.
Au Québec, le montant de l'amende est de 150 000 $ pour une personne physique et 200 000 $ pour une personne morale ou le quadruple du bénéfice réalisé (art. 202, *LVM du Québec*).

Généralement, les faits constituant des abus de marché, tels que l'utilisation d'informations privilégiées, le placement illégal, l'influence sur le cours ou la valeur d'un titre par des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses et la fourniture d'informations fausses ou trompeuses sont plus sévèrement condamnés. Au Québec, les articles 204 et 204.1 de la *LVM* prévoient que pour ces infractions, le tribunal peut prononcer une amende d'un montant maximal, selon le plus élevé des montants, de 5 millions de dollars par infraction ou du quadruple des bénéfices réalisés. En Colombie-Britannique, Alberta, Ontario, Saskatchewan, Nouveau-Brunswick, Nouvelle-Écosse, Terre-Neuve-et-Labrador, l'Île-du-Prince-Édouard, Manitoba, Yukon, Territoires-du-Nord-Ouest et le Nunavut l'amende est la somme la plus élevée entre l'amende maximale et le triple du profit réalisé.

331. – Restitution – En plus de l'amende et d'une éventuelle peine d'emprisonnement, l'Ontario, le Saskatchewan, l'Alberta, l'Île-du-Prince-Édouard, la Colombie-Britannique, Le Yukon, les Territoires-du-Nord-Ouest et le Nunavut prévoient que la cour peut ordonner à la personne morale ou physique déclarée coupable de procéder à une restitution ou de verser une indemnité à la personne

lésée[1] ou à la Commission[2]. Si le juge ordonne une restitution ou le versement d'une indemnité, le montant d'une éventuelle amende devra en tenir compte.

332. – Pluralisme des sanctions judiciaires – Ainsi, l'on peut se rendre compte que le pluralisme s'étend aux hypothèses où le juge est compétent, du fait de la structure fédérale du Canada. L'on retrouve une forme de pluralisme également à ce niveau où le montant des amendes et la durée des emprisonnements peut aller du simple au double selon la province. Il nous semble qu'en matière de marchés financiers, où la globalisation est désormais acquise, cette situation peut être préjudiciable pour une réponse parfaitement efficace aux violations de la législation financière. En effet, les acteurs des marchés pourront certainement être tentés de s'inscrire auprès de telles commissions, afin de relever du droit plus clément d'une province.
Pour autant, de manière générale, le juge dispose d'un panel de sanctions bien plus important et répressif que les autorités de régulation. Logiquement, seul le juge peut prononcer une peine d'emprisonnement, et le montant des pénalités prononcé par ses soins est également cinq fois plus élevé en Ontario que celui de la Commission.

333. – Compétence des commissions en matière d'infractions pénales réglementaires – Cependant, de par la généralité de la formulation des infractions pénales réglementaires qui regroupent toute contravention au droit provincial des valeurs mobilières, on comprend que la compétence des commissions peut se trouver en concurrence avec celle du juge. Par exemple, au Québec en vertu de l'article 94 de la *LAMF*, le Bureau peut prendre toute mesure, à la demande de l'Autorité, propre à assurer le respect des dispositions de la *LAMF*, de la *LDPSF*, de la *Loi sur les entreprises de services monétaires*, de la *Loi sur les instruments dérivés* et bien sûr de la *LVM*. Cela comprend donc également les infractions du Titre VII de la *LVM* sur les « Interdictions et dispositions pénales. »
Cela signifie que le Bureau peut tout à fait prononcer des mesures de redressement, afin de faire cesser le comportement illicite une fois qu'il est détecté par l'Autorité, à l'aide d'ordonnance de blocage ou d'interdiction d'opérations sur valeurs, et ce même dans l'hypothèse d'infractions pénales réglementaires puisqu'elles sont prévues par la *LVM*. De plus l'article 273.1 de la *LVM* précise bien que le pouvoir d'imposer des pénalités administratives du Bureau s'applique à toute contravention

[1] Art. 122.1, LVM de l'Ontario ; art. 194 (6), LVM de l'Alberta ; art. 155.1, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 166, LVM de l'Île-du-Prince-Édouard ; art. 166, LVM du Yukon ; art. 166, LVM des Territoires-du-Nord-Ouest ; art. 166, LVM du Nunavut ; art. 131 (6), LVM du Saskatchewan
[2] Art. 155.1, LVM de la Colombie-Britannique

à cette loi et ses règlements, donc également à ces infractions réglementaires. Dès lors, le juge et le Bureau peuvent être chacun compétent pour statuer sur les mêmes infractions.

L'Autorité peut ainsi demander au Bureau d'agir en cas de délits d'initiés ou de manipulation de cours même si cela est, en pratique, relativement rare. On peut toutefois citer la décision *Bertrand*[1], dans laquelle le Bureau a eu à statuer sur la demande de l'AMF quant à l'existence de délits d'initiés de la part de quatre dirigeants de la marque de jouet pour enfant Mega Brands. Également dans la décision *Lefebvre* du 21 décembre 2011, le Bureau a eu à connaître d'un cas d'utilisation d'information privilégiée[2].

334. – Une procédure simplifiée devant les Commission – Une CVM pourra préférer prendre elle-même des mesures contre un contrevenant, car le processus administratif permet un règlement plus rapide. De plus, si une CVM estime que les résultats d'une enquête ne sont pas suffisants pour que des sanctions pénales soient prononcées, elle aura tendance à solliciter une ordonnance administrative, peut-être plus facile à obtenir[3].

335. – Les amendes prononcées par le juge pénal provincial – Il reste que contrairement au cas français [4], le juge canadien peut prononcer des peines considérablement plus lourdes que les commissions pour les infractions les plus graves qui s'apparentent aux abus de marché. Par exemple, les articles 204 et 204.1 de la *LVM* du Québec prévoient que pour l'utilisation d'informations privilégiées, le placement illégal, l'influence sur le cours ou la valeur d'un titre par des pratiques déloyales, abusives ou frauduleuses et la fourniture d'informations fausses ou trompeuses, le tribunal peut prononcer une amende d'un montant maximal, selon le plus élevé des montants, de 5 millions de dollars par infraction ou du quadruple des bénéfices réalisés. Dans le même cas, les pénalités du Bureau sont plafonnées à 2 millions de dollars.

---

[1] *Autorité des marchés financiers c. Bertrand et autres, op. cit*.
[2] *Autorité des marchés financiers c. Jean-Pierre Lefebvre*, dossier n° 2009-035, décision n° 2009-035-001, (21 déc. 2011)
[3] M. Condon, « L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 24 octobre 2003
[4] Voir *infra* n° 360 et s.

336. – Les peines d'emprisonnement – Enfin, le juge peut prononcer pour l'utilisation d'informations privilégiées, la manipulation de cours ou la fourniture d'informations fausses ou trompeuses, des peines d'emprisonnement. En effet, alors que le Code de procédure pénale exclut la peine d'emprisonnement en matière pénale provinciale, la *LVM* déroge expressément à ce principe[1].
Les tribunaux provinciaux ont déjà prononcé des peines de prison à plusieurs reprises. Une peine de cinq ans d'emprisonnement a été imposée dans l'affaire *Lacroix*[2] pour infraction d'influence sur le cours de titres et fourniture d'informations fausses ou trompeuses. Des infractions de placement sans prospectus ont également entraîné une peine de 12 mois de prison dans l'affaire *Cournoyer*[3] et de 30 mois dans l'affaire *Demers*[4]. Enfin, Earl Jones a écopé de 11 ans de prison pour sa fraude[5] en raison de l'admission des peines d'emprisonnement consécutives en matière de poursuites pénales fondées sur les lois provinciales depuis l'entrée en vigueur du Projet de loi n° 74, *Loi modifiant diverses dispositions législatives afin principalement de resserrer l'encadrement du secteur financier* le 4 décembre 2009 (art. 241, *Code de procédure pénale*). Dans ce domaine, le Canada se révèle beaucoup plus sévère que la France.

337. – Pour toutes ces raisons, il semble qu'au Canada la sanction d'un comportement très grave, tel qu'un abus de marché qui mettrait en jeu des sommes considérables ou de multiples chefs d'accusation, relèvera plus naturellement de l'office du juge. C'est en tout cas ce qui ressort, notamment, des décisions du Bureau de décisions québécois qui ne prononce finalement que rarement d'ordonnances en matière de délit d'initiés, de fraude ou de manipulation de cours[6]. Souvent la Commission va agir dans un premier temps afin de prendre des mesures conservatoires et des injonctions. Cela a été le cas, par exemple, dans l'affaire *Norbourg* où le Bureau avait été saisi dès 2005 par l'Autorité afin qu'il prononce une ordonnance de blocage, une interdiction d'opération sur valeurs et une suspension des droits conférés par l'inscription auprès de l'Autorité en raison d'une allégation de détournement de fonds, informations fausses ou trompeuses, faux, etc.[7]. Et au

---

1 A.-M. Boisvert, H. Dumont, A. Stylios, *op. cit.*, p. 493
2 *Autorités des marchés financiers c. Lacroix, op. cit.*
3 *Autorité des marchés financiers c. Cournoyer*, 2008, QCCQ, 12608
4 *Autorité des marchés financiers c. Demers*, 2005, QCCS, 40028
5 *R. c. Jones*, 2010, QCCQ 851
6 S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, *op. cit.*, p. 179
7 *Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc.*, QCBDRVM 18, dossier n° 2005-014, (24 août 2005)

cours de l'année 2006, il a prononcé la prolongation de l'ordonnance de blocage[1]. Finalement l'Autorité a saisi la Chambre criminelle et pénale de la Cour du Québec en 2007 qui a pris le relais[2].

338. – Conclusion section 1 – Le Canada, quelque soit le modèle de CVM retenu, semble privilégier davantage la répression judiciaire que la répression administrative, ce qui est aux antipodes des choix français opérés depuis la création de la COB. Bien qu'un cumul de poursuites administrative et pénale est également possible au Canada comme en France[3], il ne semble pas réellement y susciter de difficultés. En effet, les autorités de régulation sont compétentes pour lancer une procédure de poursuite devant elles, ou le tribunal administratif ou encore le juge provincial pour les infractions pénales provinciales. Elles prononceront souvent elles-mêmes des mesures conservatoires lorsque durant leurs enquêtes elles auront constaté des faits inquiétants. Dans certains cas, elles préfèreront prononcer elles-mêmes des sanctions administratives, plutôt que des sanctions pénales, pour profiter d'une procédure moins lourde. Mais lorsque les dossiers sont très sensibles avec de nombreux chefs d'accusation, elles finissent par saisir le juge provincial et s'il apparaît que des faits très graves sont en cause, une procédure criminelle sera enclenchée par les Procureurs généraux de la province. En effet, la province étant aussi responsable de l'administration de la justice criminelle, une CVM peut choisir de dénoncer des actes criminels ou la commission d'infractions provinciales réglementaires. Or, il apparait que les provinces canadiennes ont tendance à opter pour la seconde solution, quitte à recourir ensuite au droit criminel, en cas d'infractions graves, ce qui est susceptible d'engendrer un cumul des sanctions pénales et criminelles[4].

---

[1] *Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc.*, QCBDRVM 34, dossier n° 2005-014 (17 nov. 2005) ; *Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc.*, QCBDRVM 12, dossier n° 2005-014, décision n° 2005-014-05, (1er févr. 2006)

[2] *Autorité des marchés financiers c. Vincent Lacroix,* (2007) QCCQ 12907 (11 déc. 2007)

[3] Voir *infra* n° 373

[4] A.-M. Boisvert, H. Dumont, A. Stylios, *op. cit.*, p. 472

SECTION 2

EN FRANCE : LA PRÉDOMINANCE DE LA COMMISSION DES SANCTIONS

339. – Plan – À regarder la tendance qui s'est amorcée depuis la création de la COB et encore accentuée avec l'AMF et la création de la Commission des sanctions, l'on reste sur l'impression que « *quasi subrepticement, le législateur a dépouillé le juge judiciaire au profit d'une autorité administrative*[1]. » Deux raisons peuvent expliquer ce mouvement. D'une part, les pouvoirs de la Commission des sanctions n'ont cessé d'être renforcés et étendus (§1). D'autre part, et suivant un mouvement inverse, la place du juge judiciaire dans la répression des violations à la législation financière à continué à se réduire, soit que ses propres pouvoirs n'ont pas suivi un accroissement parallèle à ceux de la Commission, soit que la Commission a peu à peu directement empiété et fait concurrence au juge judiciaire (§2). Cependant, sous l'influence du droit européen, cette répartition tend à être remise en cause par le biais de l'interdiction du cumul des sanctions pénales et administratives (§3).

§1 – La Commission des sanctions : des pouvoirs étendus

340. – Le fondement légal du pouvoir de sanction de la Commission des sanctions – C'est l'article L. 621-15, II du Code monétaire et financier qui prévoit les pouvoirs de la Commission en matière de sanction. À la lecture de cette disposition, la Commission dispose d'une double compétence en matière de sanction. D'abord, elle a le pouvoir de prononcer des sanctions disciplinaires à l'encontre des professionnels des marchés financiers et des personnes physiques placées sous leur autorité, au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les règlements européens, les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers (L. 621-15, II, a et b CMF). Ensuite, elle peut prononcer des sanctions administratives à l'encontre de « *toute personne* » qui aurait commis ou tenté de commettre, en France ou à l'étranger, une opération d'initié, une

[1] S. Thomasset-Pierre, « Création de l'Autorité des marchés financiers », *D*. 2003, p. 2951

manipulation de cours, la diffusion d'une fausse information ou s'est livrée à tout autre manquement mentionné au premier alinéa du I de l'article L. 621-14 relatif au pouvoir d'injonction directe du Collège (L. 621-15, II, c, CMF).

341. – Plan – La Commission des sanctions a vu progressivement ses pouvoirs s'étendre et se renforcer dans différentes directions. Tout d'abord, contrairement à la COB, elle a bénéficié du pouvoir de sanctionner les professionnels des marchés financiers (A). Ensuite le champ d'application de son pouvoir de sanction administrative a été considérablement étendu et surtout, le montant des sanctions pécuniaires très fortement augmenté (B). Enfin, elle a récemment acquis le pouvoir d'homologuer les transactions conclues entre le Collège et les personnes mises en cause (C).

A – L'acquisition du pouvoir de sanction disciplinaire

342. – Le pouvoir de sanction disciplinaire – Ainsi, récupérant la compétence de l'ancien CMF et du Comité de discipline de la gestion financière, la Commission des sanctions peut prononcer des sanctions de type disciplinaire à l'encontre des professionnels visés par l'article L. 621-9 du CMF[1].

[1] Art. L. 621-9, II : « 1° Les prestataires de services d'investissement agréés ou exerçant leur activité en libre établissement en France «ainsi que les personnes morales placées sous leur autorité ou agissant pour leur compte »;
2° Les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers mentionnées à l'article L. 542-1, y compris les dépositaires d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières»;
3° Les dépositaires centraux et les gestionnaires de système de règlement et de livraison d'instruments financiers;
4° Les membres des marchés réglementés «non prestataires de services d'investissement»;
5° Les entreprises de marché;
6° Les chambres de compensation d'instruments financiers;
7° Les «placements collectifs mentionnés au I de l'article L. 214-1» et «les sociétés de gestion mentionnées à l'article L. 543-1;
7° bis Les sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'Espace économique européen ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs OPCVM de droit français agréés conformément à la directive 2009/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 13 juillet 2009;»
7° ter Les sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne ou les gestionnaires établis dans un pays tiers ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs FIA au sens de la directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil du 8 juin 2011;»
8° Les intermédiaires en biens divers mentionnés au I de l'article L. 550-1;
11° Les personnes, autres que celles mentionnées aux 1° et 7°, produisant et diffusant des analyses financières ;

343. – Le champ d'application des pouvoirs de la Commission en matière disciplinaire – Depuis 2003, la Commission dispose du pouvoir exclusif de prononcer des sanctions disciplinaires. Leur champ d'application est relativement large, puisqu'il vise les professionnels[1] personnes physiques ou morales (art. L. 621-15, II, a, CMF), leurs salariés et les personnes agissant pour leur compte (art. L. 621-15, II, b, CMF) pour « *tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'Autorité des marchés financiers*[2]» (art. L. 621-15, II, a), *CMF*).

344. – Les sanctions disciplinaires – L'article L. 621-15, II du Code monétaire et financier dresse la liste des sanctions à la disposition de la Commission. Elles sont d'abord d'ordre moral avec l'avertissement et le blâme. Il s'agit ensuite de sanctions professionnelles avec l'interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie des services fournis, et de la radiation du registre prévu par le Code des assurances. Enfin, les sanctions sont pécuniaires, la Commission pouvant prononcer soit à la place, soit en sus des autres mesures, une sanction dont le montant ne peut être supérieur à 100 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. Il est également prévu que les sommes sont versées au fonds de garantie auquel est affiliée la personne sanctionnée ou, à défaut, au Trésor public.

345. – Sanctions à l'encontre des personnes physiques – Les mêmes sanctions sont applicables aux personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'un professionnel, à l'exception du montant des sanctions pécuniaires qui ne peut être supérieur à 15 millions d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. En outre, la Commission peut prononcer à l'égard de ces personnes le retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle.

346. – La Commission des sanctions : unique organe de sanction disciplinaire – Avec la réforme de 2003, la France a connu un phénomène de réduction des

---

12° Les dépositaires *(Ord. n° 2013-676 du 25 juill. 2013, art. 22-3°)* «de placements collectifs mentionnés au I de l'article L. 214-1

15° Les agents liés mentionnés à l'article L. 545-1

17° Les associations professionnelles agréées mentionnées aux articles L. 541-4 et L. 547-4. »

[1] Les professionnels sont les personnes énumérées à l'article L.621-9, 1e à 8e et 11e et 12e du CMF.

[2] Il s'agit des règles professionnelles établies par les entreprises de marché (art. L.421-3, CMF), des chambres de compensation, celles concernant la conservation et l'administration d'instruments financiers, les dépositaires centraux, les systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers (art. L.621-7, CMF) ou encore les règles professionnelles élaborées par des associations professionnelles.

institutions financières. Depuis sa création, l'AMF est seule en charge du prononcé des sanctions disciplinaires à l'encontre des professionnels des marchés financiers. Avant elle, ce rôle était dévolu aux trois autorités de marché, la COB, le CMF et le Comité de discipline de la gestion financière.

La Commission des sanctions est désormais l'unique responsable de la discipline des professionnels des marchés financiers. Les associations professionnelles n'ont aucune compétence en la matière, contrairement au système canadien qui a toujours reposé sur la délégation d'une partie des compétences des CVM à des OAR[1]. Cette différence est fondamentale, même si aujourd'hui le pouvoir de sanction est désormais partagé entre ces OAR et les CVM. Cependant, si l'AMF peut imposer des sanctions disciplinaires aux professionnels, son rôle n'est absolument pas de les représenter, mais bien de contrôler et de surveiller leurs activités afin de garantir l'intégrité et le bon fonctionnement des marchés.

347. – Recul progressif du caractère professionnel – En effet, avec la création de l'AMF, l'autorité de marché a perdu presque tout caractère professionnel, à l'exception de sa composition, certains de ses membres étant issus du secteur de la finance[2].

Déjà avant la création de l'AMF, l'on constatait un recul du caractère professionnel de l'autorité en charge de l'exercice du pouvoir disciplinaire, parce qu'elle ne représentait plus les intérêts de la profession. En effet, le CMF, même s'il était qualifié « *d'autorité professionnelle* » n'avait déjà plus de caractère corporatif, puisqu'il n'était pas dans ses attributions de représenter et de défendre les intérêts de la profession[3]. Et ce mouvement s'est poursuivi avec la Loi de sécurité financière en 2003, si bien qu'il ne s'agit aujourd'hui plus tant de protéger une profession, mais plutôt de protéger des clients contre les manœuvres frauduleuses commises par les membres de cette profession[4] et d'assurer le respect du droit.

De plus, depuis la *Loi de sécurité financière* de 2003, les procédures de sanction administrative et disciplinaire ont été unifiées, atténuant encore davantage la différence entre les deux[5]. En outre, il n'est même plus certain que le lien entre la personne et l'administration soit encore réellement un critère de différenciation entre

---

[1] Voir *supra* n° 303

[2] Voir *supra* n° 272

[3] Ancien art. L. 622-7 et s. du CMF, dans sa version antérieure au 1er aout 2003

[4] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », art. préc., n° 8

[5] Voir *supra* n° 258

les deux[1], ce qui contribue à l'effacement du caractère corporatif des sanctions disciplinaires prononcées par la Commission des sanctions.

Ce recul du caractère professionnel de l'autorité de marché s'est encore manifesté avec l'importance donnée à son pouvoir de sanction administrative.

B – Le renforcement du pouvoir de sanction administrative

348. – Le pouvoir de sanction administrative – En plus de ce pouvoir de sanction disciplinaire, la Commission a hérité de la COB son pouvoir de sanction administrative. L'importance donnée à ce pouvoir est révélateur de l'élargissement des missions de l'autorité de marché, qui doit s'assurer du respect de la législation financière par toute personne, qu'elle soit ou non professionnelle.

349. – Extension du champ matériel des sanctions administratives prononcées par l'AMF – Depuis l'octroi du pouvoir de sanction administrative à la COB en 1989, celui-ci n'a cessé d'augmenter. À l'origine, la COB ne pouvait sanctionner que les manquements à ses propres règlements[2]. Puis avec la loi de sécurité financière de 2003 et les précisions apportées par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, le champ matériel des sanctions administratives de l'AMF a été considérablement étendu. En effet, pour transposer la directive « abus de marché[3] », la loi du 26 juillet 2005 est venue préciser que l'AMF peut sanctionner « *toute personne qui s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié, à une manipulation de cours ou à la diffusion d'une fausse information*. » Le champ des sanctions administratives de la COB était beaucoup moins défini est c'est notamment pour respecter le principe de légalité que ces précisions ont été effectuées. Mais cela a également eu pour conséquence de rapprocher les manquements administratifs de l'article 611-1 du Règlement général de l'AMF correspondant aux abus de marché des délits pénaux des articles L. 465-1 à L. 465-3-3 du Code monétaire et financier.
Cependant, le principe de légalité n'est pas pour autant intégralement respecté, puisque la Commission peut également sanctionner toute personne qui commettrait « *tout manquement au dernier alinéa du I de l'article L. 621-14 du CMF* ». Cette disposition, qui renvoie au pouvoir d'injonction directe du Collège, vise les trois

[1] Ch. Arsouze, Procédures boursières, Sanctions et contentieux des sanctions, op. cit., n°6
[2] Art. 4, III, Loi n° 89-531 du 2 août 1989
[3] Directive n° 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (« abus de marché »)

abus de marché mais aussi « *tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché*. »
La généralité de la formule laisse supposer que le champ du pouvoir de sanction administrative est en réalité extrêmement large et que le respect du principe de légalité par l'AMF est plus que relatif. Cependant, l'on pourrait justifier ce point par le fait que l'AMF n'est pas une juridiction, mais une autorité de régulation[1].

350. – Extension du champ *rationae personae* des sanctions administratives de l'AMF – De plus, le champ *rationae personae* du pouvoir de sanction administrative de la Commission prévu à l'article L. 621-15, II, c) du CMF a été étendu avec la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005. En effet, la loi de sécurité financière de 2003 avait restreint le champ des sanctions administratives aux « *personnes autres que l'une des personnes mentionnées au II de l'article L. 621-9* » qui énumère toutes les personnes placées sous le contrôle de l'AMF. Ainsi, les professionnels étaient exclus, alors que sous l'empire de la COB, une telle distinction n'existait pas[2], ce qui permettait de conserver la distinction entre le traitement des professionnels soumis à l'autorité de l'AMF et les autres contrevenants.
Mais la loi du 26 juillet 2005 est venue effacer cette distinction, les sanctions administratives pouvant désormais être prononcées contre « toute personne. » De plus, aucune distinction n'est opérée entre les personnes physiques et morales ainsi qu'a pu le préciser la Cour de cassation[3].

351. – Effacement de la distinction entre les professionnels et les non-professionnels – L'on remarque ainsi un rapprochement progressif du dispositif applicable aux professionnels et aux non-professionnels. Cela est d'autant plus notable que leurs procédures de sanction ont été unifiées. En outre, les sanctions financières sont identiques. Et pourtant, si le souhait du législateur était effectivement de gommer toute différence entre les deux catégories de personnes, certaines incohérences sont maintenues quant au recours contre les décisions de la Commission[4]. En effaçant toute distinction entre les professionnels et les non-

[1] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. – Pouvoir de sanction », *op. cit.*, n°4
[2] Art. L. 621-15 et L. 621-14 du CMF dans leur rédaction antérieure au 2 aout 2003
[3] Cass. com. 30 mai 2007 : *JurisData* n° 2007-039053 ; *Rev. sociétés* 2007. 851, note Ch. Arsouze ; *Bull. Joly Bourse*, 01 juil. 2007 n° 4, p. 461, note N. Decoopman ; *Gaz. Pal.*, 04 oct. 2007 n° 277, p. 17 – Cass. com. 19 déc. 2006 : *JurisData* n° 2006-036772 ; *Bull. Joly Bourse*, 01 mars 2007 n° 2, p. 175, note A. Déprez-Graff
[4] Voir *supra* p. 265

professionnels, il semble que la volonté était de retirer encore davantage à l'autorité de marché son caractère d'autorité professionnelle.

352. – Augmentation du montant des sanctions administratives – Le renforcement des sanctions administratives s'est également traduit par une augmentation de leur montant. La loi de sécurité financière de 2003 et la loi du 26 juillet 2005 n'avaient pas touché au plafond des sanctions. Il s'élevait alors à 1,5 million d'euros ou au décuple du montant des profits éventuellement réalisés. La loi de modernisation de l'économie n° 2008-776 du 4 août 2008 avait relevé le plafond à 10 millions d'euros ou le décuple des profits éventuellement réalisés aussi bien pour les professionnels que pour toute autre personne (art. 160, *LME*). Et la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a porté ce montant à 100 millions d'euros. La raison d'une telle augmentation réside dans la volonté de faire coïncider le montant de la pénalité avec l'étendue du préjudice qu'un abus de marché, par exemple, peut causer aux investisseurs ou aux autres membres du marché ainsi qu'avec le montant des profits éventuellement réalisés, ceux-ci pouvant se révéler considérables.
Parallèlement à cela, on remarquera que le montant maximum de l'amende que peut infliger le juge pénal n'a quant à lui jamais été révisé depuis sa création. Ce constat laisse peu de doute sur le poids de la répression judiciaire, et atteste très clairement de la volonté des pouvoirs publics de privilégier la répression administrative.

353. – Exemples chiffrés – Toujours est-il que s'il est vrai que le montant maximum encouru peut constituer un très bon moyen de dissuasion, ce qui importe en réalité est l'application qu'en font les autorités de sanction. Or, si la Commission des sanctions n'a encore jamais prononcé le maximum de 100 millions d'euros, elle n'hésite pas à utiliser ce pouvoir et à prononcer des sanctions qui dépassent largement le montant maximum de l'amende pénale. Par exemple, elle a pu infliger des sanctions d'un montant de 5 millions d'euros[1].
L'année 2013 s'est révélée particulièrement lucrative en termes de montants, la Commission ayant rendu 22 décisions, à l'occasion desquelles elle a prononcé 39 sanctions pécuniaires à l'encontre de 23 personnes morales et 16 personnes physiques d'un montant allant de 8 000 € à 14 millions d'euros[2]. Parmi les décisions les plus notables, il y a eu la sanction de 8 millions d'euros infligée à LVMH pour n'avoir pas

[1] Autorité des marchés financiers, « Le montant de la sanction pécuniaire », 27 mai 2013, p.6-7
[2] Rapport annuel de l'AMF pour 2013, p. 126

informé correctement le marché de sa montée au capital d'Hermès[1], et celle de 14 millions contre un trader libanais accusé de manquement d'initié[2].
Pour l'année 2014, le rythme s'est maintenu bien que le montant soit légèrement inférieur. En 2014, la Commission des sanctions a rendu 24 décisions, à l'occasion desquelles elle a prononcé 79 sanctions pécuniaires allant de 5 000 à 8 millions d'euros, à l'encontre de 30 personnes morales et 49 personnes physiques[3]. Par une décision du 25 avril 2014, deux sanctions de 8 millions d'euros chacune ont été prononcées dans le cadre de l'affaire Elliott à l'égard de deux sociétés anglaise et américaine appartenant au groupe pour transmission et utilisation d'une information privilégiée[4]. En comparaison, sur la même période, la Commission n'a prononcé que treize sanctions disciplinaires, en sus de sanctions pécuniaires, consistant en des blâmes, des avertissements et des interdictions temporaires ou définitive d'exercer au moins une activité. L'on peut en déduire que l'arme privilégiée de la Commission est bien la sanction pécuniaire, ce qui se comprend aisément au regard de son caractère dissuasif. En 2015, la Commission a rendu 22 décisions qui ont abouti au prononcé de 4 sanctions disciplinaires et 65 sanctions pécuniaires, allant de 3 000 € à 5 000 000 €, pour un montant total de 21 325 000 €[5].

Enfin, la Commission des sanctions a vu ses pouvoirs s'étendre grâce à la création d'une procédure de composition administrative.

C – Le pouvoir d'homologation des transactions

354. – Le rôle de la Commission des sanctions lors de la conclusion d'une transaction – En France, après un projet de loi avorté en 2005 et de nombreux débats[6], l'AMF, qui le réclamait depuis sa création, a finalement obtenu le pouvoir de transiger, avec la création de la procédure de composition administrative par la loi de

[1] Décis. Commission des sanctions à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy-Louis Vuitton, 25 juin 2013
[2] Décis. Commission des sanctions à l'égard de Mm. Joseph Raad et Charles Rosier, 18 oct. 2013
[3] Rapport annuel de l'AMF pour 2014, p. 124
[4] Décis. Commission des sanctions à l'égard des sociétés Elliott Advisors UK Ltd et Elliott Management Corporation, 25 avril 2014
[5] Rapport annuel de l'AMF pour 2015, p. 106
[6] Critiques : J.-J. Daigre, « AMF et transaction », *RD bancaire et fin.*, nov-déc. 2004, p. 390 ; F. Peltier, « Ne pas transiger sur la transaction », *D.*, 2005, p. 958 ; J.-Ph. Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, p. 18.
En faveur notamment : Ch. Arsouze, « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse*, 1er juin 2008, n° 3, p. 246

régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 complétée par un décret d'application n° 2011-968 du 16 août 2011 (art. L. 621-14-1, CMF)[1].

355. – L'homologation obligatoire des transactions par la Commission – Selon le dispositif en place, l'accord est négocié et conclu avec le secrétaire général de l'AMF puis soumis au Collège pour approbation. S'il le valide, l'accord est ensuite soumis à la Commission des sanctions qui « *peut décider de l'homologuer* » (art. L. 621-14-1, al.4, CMF). C'est uniquement à ce stade de la procédure que la Commission intervient. Mais elle est dotée d'un rôle important, car elle peut faire échouer la transaction si elle refuse d'homologuer l'accord. Dans ce cas, mais également si l'accord n'était pas respecté, la notification des griefs est alors transmise à la Commission des sanctions qui applique l'article L. 621-15 concernant la procédure de sanction (art. L. 621-14-1, al. 5).

356. – Faculté d'homologation – Le pouvoir conféré à la Commission des sanctions est large, le Code monétaire et financier se contentant de dire que la Commission « *peut* » homologuer l'accord. Mais rien n'est dit sur les critères sur lesquels elle peut ou doit se baser pour apprécier la validité de l'acte.

357. – L'utilisation de la composition administrative – Depuis l'adoption de ce dispositif, son utilisation n'a cessé de croître. En 2012, première année de mise en œuvre du dispositif, 7 transactions ont été homologuées, et seulement 3 en 2013. En revanche, en 2014, 9 transactions ont été signées et homologuées. L'année 2015 marque l'augmentation croissante du recours à la transaction : 12 accords de composition administrative ont été signés et homologués par la Commission[2].

---

[1] Ph. Conac, « Composition administrative auprès de l'AMF », *Rev. sociétés* 2011, p. 61 ; Ph. Conac, « Décret n°2011-968 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers et la procédure de composition administrative ; Décret n°2011-977 du 16 août 2011 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés* 2011, p. 586 ; Ph. Conac, « Réforme de la procédure et des pouvoirs de sanction de l'AMF », *Rev. sociétés* 2011, p. 59 ; M. Storck et N. Rontchevsky, « Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *RTD com*. 2011, p. 138 ; N. Catelan, « Loi de régulation bancaire et financière, Décret portant modification de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RSC* 2011, p. 429 ; J.-Ph. Kovar, « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 déc. 2010, n° 250 ; J. Lasserre-Capdeville, « Présentation du décret du 16 août 2011 relatif aux pouvoirs de sanction de l'AMF et à la procédure de composition administrative, *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 11, p. 578 ; « Le régime de la procédure administrative est précisé », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 10, p. 530

[2] Rapport annuel de l'AMF pour 2015, p. 115

358. – Empiètement sur les pouvoirs du juge – Même si l'on peut se féliciter d'un point de vue pratique, et au plan de l'efficacité, de cette possibilité nouvelle de transiger avec l'autorité de marché, il convient de noter que le fait de conférer à la Commission des sanctions, et non au juge, le pouvoir d'homologuer cet accord constitue un nouvel empiètement sur les prérogatives traditionnelles du juge judiciaire. En effet, le pouvoir d'homologuer les accords conclus entre les parties à un litige relève normalement de ses attributions. Voilà encore un exemple de ce monisme administratif à la française en matière d'encadrement des marchés financiers.

§2 – Le juge : des pouvoirs limités

359. – Plan – L'on a pu constater que l'étendue des pouvoirs de sanction de la Commission aboutit à ce qu'en pratique, elle assure quasi exclusivement le rôle de sanctionnateur des violations de la législation financière. Alors que ce rôle est classiquement attribué au juge judiciaire, gardien des libertés individuelles, en matière financière, la Commission des sanctions apparaît comme le juge de fait.
Seuls deux domaines demeurent encore réservés au juge : l'indemnisation des préjudices causés par les manquements à la législation (A) et la sanction des infractions pénales (B).

A – L'absence de rôle du régulateur en matière de réparation des préjudices financiers

360. – La compétence exclusive du juge en matière d'indemnisation – Lorsqu'une violation de la législation financière cause un préjudice, si la victime souhaite en obtenir réparation, elle est obligée de passer par la voie judiciaire. En effet, il s'agit de l'un des rares domaines où l'AMF ne dispose d'aucune compétence. Pour cela, selon que la violation est constitutive ou non d'un délit pénal, les victimes devront présenter leur demande devant le juge civil ou pénal.

361. – L'action en réparation devant le juge civil – Les investisseurs doivent intenter un recours en réparation devant le juge civil, généralement sur le fondement de la

responsabilité contractuelle de l'article 1231-1 du Code civil[1]. Mais intenter un recours en responsabilité devant le juge civil se révèle souvent long et très coûteux. De plus, la victime est obligée de rechercher par elle-même les moyens de preuve, ce qui peut se révéler un véritable parcours du combattant, car il est bien évident qu'elle ne dispose ni des ressources, ni des moyens de l'autorité de régulation. Dès lors, les victimes peuvent être davantage tentées par la voie pénale.

362. – La constitution de partie civile – En effet, les victimes peuvent également se constituer partie civile devant le juge pénal et lui réclamer des dommages et intérêts pour le préjudice subi lorsque les faits sont constitutifs d'infractions pénales (art. 85 à 91-1, Code de procédure pénale).
Toutefois, ce recours au juge pénal aux fins d'indemnisation risque de développer un phénomène d'instrumentalisation. En outre, les victimes se heurteront de nouveau à une difficulté de preuve, celle de démontrer l'intention du délit. Et surtout, en France le juge pénal n'est compétent que pour les trois délits boursiers[2], ce qui est loin de couvrir l'ensemble des comportements pouvant causer un préjudice à un investisseur. On comprend rapidement que le principe de l'indemnisation judiciaire des préjudices liés au manquement à la réglementation financière comporte certaines lacunes.

363. – Nouveau rôle de l'AMF en la matière – Enfin, même si les investisseurs lésés ne peuvent pas se présenter devant la Commission des sanctions pour obtenir réparation de leur préjudice, avec l'acquisition du pouvoir de transiger, l'on a vu que l'AMF détenait un nouveau moyen de contraindre les contrevenants à indemniser les victimes. Ainsi, même dans le domaine d'une compétence réservée du juge, l'AMF parvient à intervenir et à jouer un rôle dans l'indemnisation des victimes.

Cependant, ni ce rôle indirect de l'AMF ni le recours judiciaire n'apparaissent, en l'état actuel des choses, comme suffisamment protecteur des investisseurs. De ce point de vue, le système français mériterait grandement d'être revu, car il nous semble qu'une sanction efficace est également celle qui prendra en compte les intérêts des victimes[3].

---

[1] Cf. Ordonnance n° 2016-131 du 10 févr. 2016, entrée en vigueur au 1er octobre 2016. Ancien article 1147 du Code civil
[2] O. Dufour, « L'AMF veut améliorer l'indemnisation des investisseurs et des épargnants », *LPA*, 4 mars 2011, n° 45, p. 3
[3] Voir *infra* n° 486

B – La compétence de principe en matière d'infractions pénales

364. – Compétence de principe du juge pénal pour les infractions pénales – La sanction des infractions pénales fait partie du domaine de compétence réservé au juge pénal. En effet, aucune autorité administrative ne peut être habilitée à statuer sur des faits constitutifs d'une infraction pénale. Il demeure donc un domaine dans le secteur financier qui échappe à l'autorité de régulation au profit de l'office du juge, ayant en charge les infractions à la législation financière les plus graves.
Ainsi, le rôle de l'AMF se trouve réduit dans ce domaine à deux aspects : après avoir mené une enquête, si le Collège constate que les faits sont constitutifs d'une infraction pénale, il transmet le dossier au parquet. Et lorsqu'une action pénale est ouverte, l'AMF ne pourra intervenir dans la procédure que par la voie de la constitution de partie civile.

365. – Information du parquet – D'abord, en vertu de l'alinéa 2 de l'article 40 du Code pénal et l'article L. 621-15-1 du Code monétaire et financier, si l'AMF constate que l'un des griefs qu'elle a notifiés constitue l'un des trois délits boursiers, elle est tenue d'en donner avis sans délai au procureur de la République financier qui peut décider de mettre en mouvement l'action publique, après en avoir informé l'AMF (art. L. 621-15-1, al. 2 et 3, CMF).

366. – La création du Procureur financier : vers une plus grande spécialisation en matière financière – En réaction à l'affaire *Cahuzac*, la loi du 6 décembre 2013[1] relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière a créé un procureur de la République financier. Instauré au sein du TGI de Paris, il s'agit d'un parquet autonome et distinct du procureur de la République du TGI de Paris, qui ne recevra plus, à l'avenir, les avis de l'AMF. En conséquence, les Juridictions régionales spécialisées ou « pôles financiers » sont supprimés, mais les Juridictions interrégionales spécialisées (JIRS) sont maintenues.

367. – Compétence – Le dispositif est entré en vigueur le 1er janvier 2014 et a été complété par le décret n° 2014-66 du 29 janvier 2014[2]. Ce procureur dispose d'une

[1] Loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière
[2] Sur le dispositif : R. Salomon, « Commentaire de la loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière, *Dr. sociétés* n° 2, févr. 2014, comm. 37 ; J. Buisson, « Du parquet financier », *Procédures* n° 3, mars 2014, comm. 80 ; O. Dufour, « Le nouveau procureur de la République financier dévoile ses ambitions », *LPA*, mars 2014, n° 53, p.

double compétence nationale d'attribution. Tout d'abord, il détient une compétence concurrente à celle des TGI de droit commun ainsi que des JIRS en matière de corruption, trafic d'influence, prise illégale d'intérêts, pantouflage, favoritisme, détournement de fonds publics, escroqueries à la TVA, délits de fraude fiscale en bande organisée et blanchiment de l'ensemble des infractions précédemment énoncées (art. 705 nouveau, CPP).
Cependant, il détient une compétence nationale exclusive en matière de délits boursiers (art. 705-1 nouveau, CPP), c'est-à-dire pour la poursuite des infractions boursières d'initié, de manipulation de cours et de fausses informations (art. L. 465-1 et L. 465-2, CMF), ainsi que pour la poursuite des infractions connexes. En revanche, la compétence exclusive du TGI de Paris pour l'instruction et le jugement de ces délits est maintenue. Seul l'exercice des poursuites sera transféré au procureur financier. On pourra se réjouir du fait que ce procureur dispose, à l'instar des JIRS et du parquet économique et financier de Paris, d'assistants de justice spécialisés, notamment dans le domaine bancaire et boursier (art. 706, CPP). Il faut saluer la coopération ainsi instaurée entre les magistrats et les spécialistes de la matière financière. Une telle complémentarité ne pourra que renforcer l'efficacité de l'action du Parquet financier.

368. – Coopération renforcée avec l'AMF – En outre, la loi du 6 décembre 2013 est venue améliorer la communication d'informations entre ce procureur et l'AMF, et limiter le risque de cumul des procédures pénale et administrative. En effet, si l'un des griefs constatés par l'AMF constitue un délit boursier, le Collège doit transmettre le rapport au procureur « *dans les meilleurs délais* » (art. L. 621-15-1, al. 1er, CMF). Réciproquement, le procureur financier devra informer l'AMF sans délai s'il décide de mettre en mouvement l'action publique.

369. – Bilan – Même s'il est encore tôt pour pouvoir dresser un bilan de son activité, la création de ce procureur de la République financier démontre qu'il est possible d'opérer une spécialisation des magistrats, en l'occurrence du parquet, afin qu'ils soient aussi compétents que l'AMF en matière financière. Ce constat pouvait déjà être fait avec la création des juridictions interrégionales spécialisées et du parquet

4 ; Ch. Cutajar, « Vers une plus grande efficacité de la justice financière ? », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2014, n° 1, p. 8

économique et financier de Paris. Cela démontre bien que la compétence nécessaire peut aussi être trouvée parmi les membres du système judiciaire traditionnel[1].

370. – Constitution de partie civile – Si le procureur financier décide de mettre en mouvement l'action publique, l'AMF ne peut plus que se porter partie civile. Cette solution peut sembler étonnante, car l'AMF n'est pas la victime des agissements frauduleux et il semble difficile de considérer qu'elle puisse demander, voire obtenir la réparation d'un quelconque préjudice. Aussi, l'intérêt est essentiellement d'ordre procédural. Cela lui permet de corroborer l'action publique et de l'aider à prouver l'existence d'une infraction[2]. Un système de coopération entre l'AMF et le juge pénal est alors mis en place par la loi, et les rôles de chacun semblent clairement distribués.

371. – Les sanctions pénales – Enfin, lorsque le juge pénal doit juger des infractions pénales commises dans le domaine financier, celui-ci peut prononcer des peines très semblables à celles qui sont à la disposition de la Commission des sanctions, telles que des amendes ou encore des interdictions d'exercer. Cependant, jusqu'au relèvement des sanctions pénales par la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché[3], le montant des amendes était très peu élevé par rapport aux enjeux financiers en cause. L'on sait que par exemple, pour les trois délits boursiers, le juge pénal devait se limiter à prononcer 1,5 millions d'euros d'amendes ou trois fois le montant des profits réalisés. On peut ainsi émettre certains doutes sur le caractère véritablement dissuasif de ces peines, surtout à les comparer avec le plafond des sanctions pécuniaires que peut prononcer la Commission des sanctions pour des manquements administratifs. Pourtant, un comportement pénalement réprimé est supposé être d'une gravité plus importante qu'un simple manquement administratif, l'infraction pénale réprimant un comportement nuisible

[1] Sur le débat relatif aux juges consulaires, V. Darrois, Rapport sur les professions du droit, mars 2009 ; A. Portmann, « Un rapport international épingle juges consulaires et conseillers prud'homaux français », *Dalloz Actualité*, 29 janv. 2014 ; J.-J. Bourdillat, « Les principes directeurs du procès s'imposent aussi aux juges consulaires », *D*. 1998, p. 227 ; J.-L. Vallens, « Constitutionnalité des tribunaux de commerce », *RTD com*. 2012, p. 621

[2] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », *op. cit*., n° 17

[3] Sur la réforme V. infra n° 617 et s. : Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, *JORF* n° 0144 du 22 juin 2016 : Ph. Conac, « Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Rev. sociétés* 2016, p. 469 ; X. Delpech, « Articulation des poursuites pénales et administratives en matière d'abus de marché », *Dalloz Actualité*, 9 sept. 2016 ; Ph. Conac, « Loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, p. 323 ; A. Bellezza, « La réforme en demi-teinte du système de répression des abus de marché », *RSC* 2016, p. 316 ; J. Lasserre-Capdeville, « Présentation succincte de la réforme du droit pénal financier », *AJ Pénal* 2016, p. 424 ; Th. Bonneau, « Aiguillage et déraillement », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, p. 297

à l'ensemble de la société alors que le manquement ne vise qu'à protéger un secteur d'activité.

372. – Les peines privatives de liberté – Il reste une dernière arme du juge dont ne dispose pas la Commission : la possibilité de prononcer une peine d'emprisonnement[1]. Même dans ce domaine, le pouvoir du juge est finalement assez restreint et il n'en use que rarement. En effet, la durée d'emprisonnement maximum est de deux ans pour les abus de marché. De plus, il semble que les juges français prononcent très peu de peines d'emprisonnement ou de très courte durée. Par exemple, trois arrêts de la Chambre criminelle rendus en 2008, 2006 et 2007 à propos d'un délit d'initié et de diffusion d'informations fausses ou trompeuses ont confirmé les arrêts de condamnation d'appel. Dans les trois cas les peines de prisons étaient comprises entre 8 et 18 mois assorties d'au moins 6 mois de sursis, quand la totalité de la peine n'avait pas été prononcée en sursis[2].
Au regard de l'utilisation très faible, voire inexistante, des peines privatives de liberté, l'on comprend que l'arme privilégiée par les pouvoirs publics réside dans les sanctions pécuniaires. En maintenant le plafond des amendes pénales à un niveau faible, tout en augmentant drastiquement celui des sanctions administratives, les pouvoirs publics ont clairement marqué leur volonté de favoriser la répression pour l'autorité de marché, au détriment du juge judiciaire. L'on constate que le mouvement est inverse par rapport au Canada où la répression pénale est sévère et très active.

Ce constat est particulièrement évident lorsque l'on étudie la répression des abus de marché.

[1] N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », *op. cit.*, n° 18
[2] Cass. crim, 2 avril 2008, n° 07-85.179 (8 mois avec sursis) : *RSC* 2009, p. 117, note F. Stasiak – Cass. crim 17 mai 2006, n° 05-81.758 (18 mois avec sursis) : *Rev. sociétés* 2006, p. 885, note B. Bouloc – Cass. crim 31 oct. 2007 n° 06-82.392 (1 an dont 6 mois avec sursis).

§3 – La remise en cause de la répartition des compétences : l'arrêt *Grande Stevens*

373. – Constat d'une compétence commune – Bien qu'en principe le juge judiciaire est seul compétent pour sanctionner les infractions pénales, cette affirmation doit être largement nuancée dans les faits.

Parce que l'autorité de marché a été dotée d'un pouvoir de sanction très large, la Commission des sanctions est parfois susceptible de se prononcer sur les mêmes faits que le juge pénal. Cette compétence concurrente entre le juge et la Commission des sanctions existe pour les abus de marché qui peuvent constituer à la fois des délits pénaux et des manquements administratifs. En effet, les manquements d'initiés, la manipulation de marché et la communication d'information fausse ou trompeuse (art. L. 621-15, II du CMF, art. 621-1 à 622-2 et 631-1 à 631-4, RG AMF) sont en réalité la réplique exacte des trois délits boursiers des articles L. 465-1, L. 465-2 du CMF et L. 465-2-1 du CMF et peuvent reposer sur des faits parfaitement identiques. Cela signifie qu'en tant que manquements administratifs et délits pénaux, ces comportements peuvent être sanctionnés soit par la Commission des sanctions, soit par le juge pénal ou même les deux.

374. – Le cumul des poursuites et des sanctions – Ainsi que cela a déjà été évoqué précédemment à propos de la COB[1], il résulte de cette situation que des mêmes faits peuvent donner lieu à un cumul des poursuites et des sanctions administratives et pénales. Ce cumul, admis en France, existe également au Canada. Le droit constitutionnel canadien ne l'interdit pas tant qu'est respecté le principe *non bis in idem* énoncé à l'article 11 h) de la *Charte canadienne des droits et libertés*. De plus, aucune loi concernant les valeurs mobilières ne se prononce en ce sens alors que le législateur l'a expressément prohibé dans d'autres domaines, par exemple en matière d'environnement[2].

En France, dès l'octroi du pouvoir de sanction administrative à la COB en 1989, le Conseil constitutionnel, suivi depuis par les juridictions judicaires, a estimé que le cumul des procédures de nature à engendrer un cumul des sanctions administratives et pénales était admissible et ne relevait pas de la règle *non bis in idem*, parce qu'il

---

[1] Voir *supra* n° 210

[2] *Loi sur les pénalités administratives en matière d'environnement*, L.C. 2009, ch.14, cité par P. Michel, « Droit pénal et sanctions administratives pécuniaires : quelques considérations pour prévenir la confusion des genres et faciliter la cohabitation », *XXe conférence des juristes de l'État*, Éditions Yvon Blais, 2013, p. 563

s'agissait de sanctions de nature différente[1]. Évidemment le cœur du problème réside dans la possibilité de prononcer des sanctions pécuniaires par la Commission des sanctions et des amendes par le juge pénal.

375. – Préférence pour la répression administrative – L'on a mis en place un système censé être respectueux de l'autorité du juge pénal, puisque lorsque l'AMF prononce une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal n'ait statué sur les mêmes faits, il peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce. Toutefois, ainsi que l'on a déjà pu le constater, ce pouvoir apparaît essentiellement théorique, au regard de la différence extraordinaire entre le plafond des sanctions de la Commission et celui de l'amende pénale. Un rapide panorama des sanctions pécuniaires prononcées par la Commission des sanctions, permet de se rendre compte de ce que la possibilité pour le juge pénal de prononcer une amende en sus est parfaitement illusoire.

376. – Débats – Et pour illusoire que soit le recours au juge pénal, l'on comprend aisément que, au regard de la nature « pénale » des sanctions administratives de l'AMF, la possibilité même d'un cumul de sanctions ait continué à susciter de nombreuses interrogations même après la décision du Conseil Constitutionnel en 1989 et le ralliement des autres juridictions[2], quant à sa conformité au principe *non bis in idem*.

377. – Remise en cause du cumul des sanctions par la CEDH : L'arrêt *Grande Stevens* – La Cour européenne des droits de l'homme est venue remettre en cause cette situation précisément en matière d'abus de marché. En effet, dans la décision *Grande Stevens et autres*[3], prise contre l'Italie le 4 mars 2014, la Cour européenne pose

---

[1] DC n° 89-260, 28 juil. 1989 : JO 1er août 1989 ; *RFDA* 1989, p. 671, comm. B. Genevois – Cass. crim. 1er mars 2000 : *op. cit*. – Cass. com., 8 févr. 1011, n° 10-10965 : *RSC* 2011, p. 116, note F. Stasiak ; *Rev. sociétés* 2011, p. 432, note E. Dezeuze ; *RTD com*. 2011, p. 656, note B. Bouloc ; *RTD com*. 2011, p. 385, note N. Rontchevsky ; *RSC* 2011, p.118, note F. Stasiak ; *Bull. Joly Bourse*, 01 juin 2011 n° 6, p. 360, note N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Sociétés*, 01 juillet 2011 n° 7, p. 591, note S. Torck ; *Gaz.Pal*., 24 février 2011 n° 55, p. 25, note C. Berlaud ; *Gaz. Pal*., 11 février 2012 n° 42, p. 31, note B. Dondero

[2] Voir *supra* n° 211 et encore récemment Cass. crim., 22 janv. 2014, n° 12-83579 : *RD bancaire et fin*. 2014, comm. 83, note P. Pailler ; *JCP G* 2014, p. 345, C. Mauro ; *Dr. sociétés* 2014, comm. 56, note R. Salomon ; *D*. 2014, p. 600, entretien avec N. Rontchevky ; *Dr. pén*. 2014, étude 6, L. de Graëve ; *Dr. pén*. 2014, comm. 67, note E. Bonis-Garçon ; *Dr. pén.* 2014, comm. 77, note J.-H. Robert ; *AJP* 2014, p. 180, note J. Lasserre Capdeville ; *Rev. sc. crim*. 2014, p. 106, obs. F. Stasiak

[3] CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* : J. Lasserre-Capdeville, *L'Essentiel Dr. Bancaire*, sept. 2014, n° 8, p. 3 ; *Bull. Joly Bourse* 2014, p. 209, note J. Chacornac ; *ibid*., 2015, § 112, 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* mai 2014, n° 155, p. 43, note A.-C. Rouaud ; *RSC* 2014, p. 106, note F.

le principe selon lequel le fait de sanctionner des mêmes faits par des sanctions pénales et disciplinaires porte atteinte au principe *non bis in idem*. Cette règle, dont l'évolution en fait aujourd'hui l'un des principes majeurs des droits fondamentaux[1], interdit de juger ou de punir deux fois une personne pour un même fait. Ce principe est inscrit à l'article 4 alinéa, 1er du protocole n° 7 à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et à l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

378. – Faits – En l'espèce, était en cause une manipulation de marché liée au contrôle du groupe FIAT alors confronté à des difficultés en 2005. Il était reproché à la société actionnaire majoritaire de FIAT, à ses administrateurs et à son avocat, de n'avoir pas mentionné dans sa communication au public et au régulateur boursier italien - la Commission nationale des sociétés et de la bourse (CONSOB) - la négociation d'un important contrat d'*equity swap* avec un établissement bancaire. Pourtant, la conclusion de celui-ci affectait la composition du capital social du groupe. La CONSOB considérant qu'avaient été diffusées des indications fausses ou trompeuses à propos d'instruments financiers, a prononcé à l'encontre des personnes physiques et morales poursuivies de lourdes sanctions professionnelles et financières. Parallèlement à la procédure devant le régulateur, ils étaient attraits devant les juridictions pénales.

379. – Violation du principe *non bis in idem* – La cour européenne conclut à la violation de l'article 4 du protocole n° 7 au motif que les requérants avaient déjà fait l'objet d'une condamnation pénale, la procédure administrative en matière boursière relevant de la matière pénale. Dès lors, « *les nouvelles poursuites concernaient une seconde* « infraction » *ayant pour origine des faits identiques à ceux qui avaient fait l'objet de la première condamnation définitive*[2] » La Cour européenne a réaffirmé quelques mois plus tard cette solution contre la Suède dans la décision *Lucky Dev* du 27 novembre

---

Stasiak ; *RISF* 2/2014, p. 53, note P. Pailler ; G. Eckert, « Vers l'interdiction du cumul des poursuites administratives et pénales », *Rev. Juridique de l'économie publique*, n° 724, nov. 2014, comm. 48 ; *Gaz. Pal.* 2014, n° 72, p. 31 ; *Rev. Sociétés* 2014, p. 675, note H. Matsopoulou ; R. Parizot, « Le principe ne bis in idem dans la jurisprudence de la Cour européenne des droit de l'homme », *AJ Pénal* 2015, p. 173 ; O. Dufour, « L'affaire Grande Stevens sonne la fin de la double répression des abus de marché », *LPA* avril 2014, n° 86, p. 4

[1] F. Drummond, « Le fabuleux destin de la règle non bis in idem », *Bull. Joly Bourse*, déc. 2014, n° 12, p. 605

[2] CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie*, *op. cit.*, §227

2014 à propos du cumul des sanctions fiscales et pénales[1] et encore en 2015, dans la décision *Kapetanios et autres c. Grèce*[2].

380. – Une solution en accord avec la jurisprudence de la CJUE – La Cour européenne a suivi la position de la Cour de justice de l'Union européenne qui dans plusieurs arrêts avait déjà indiqué que si le principe *non bis in idem* n'interdit pas un cumul de sanctions administrative et pénale, c'est à la condition que la première n'ait pas un caractère pénal, au regard des critères dégagés par la Cour européenne des droits de l'homme[3]. Il ressort par conséquent de la jurisprudence européenne que le cumul des amendes administrative et pénale devrait être interdit à chaque fois que la première pourra être qualifiée de pénale.

381. – Réaction de la jurisprudence française – Le système italien étant presque identique au système français, les avocats français se sont emparés de la décision *Grande Stevens*, en espérant la faire valoir à l'appui de leurs dossiers. Malgré une position désormais limpide de la Cour EDH, la jurisprudence française a d'abord maintenu sa ligne. Le cumul est licite au regard des principes de nécessité et de proportionnalité des peines dès lors que le montant global des sanctions prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé des sanctions encourues pour ces mêmes faits. La Chambre criminelle de la Cour de cassation l'a rappelé à propos du cumul des sanctions fiscales et pénales en juin 2014[4], et le TGI de Paris a fait de même en septembre 2014 dans le cadre de l'affaire Péchiney à propos des abus de marché[5].

---

[1] CEDH, 27 nov. 2014, n° 7356/10, arrêt *Lucky Dev c/ Suède* : *JCP G* 2014, 1349, note L. Milano ; *Revue du droit public et de la science politique en France et à l'Étranger*, 01 mai 2016 n° 3, p. 1013, chron. L. Milano ; *Gaz. Pal.*, 31 janv. 2015 n° 31, p. 17, chron. J. Andriantsimbazovina. Le gouvernement suédois prétendait que les sanctions fiscales, de nature pénale, ne poursuivaient pas la même finalité que les sanctions pénales et que, par conséquent, les incriminations différentes pouvaient se cumuler, la CEDH rejette l'argument. Il suffit que les faits soient substantiellement identiques.

[2] CEDH, 1re Sect. 30 avril 2015, *Kapetanios et autres c. Grèce,* Req. n° 3453/12, 42941/12 et 9028/13 : *Gaz. Pal.*, 04 juin 2015 n° 155, p. 31

[3] CJUE, 26 févr. 2013, aff. C-617-10 : *AJDA* 2013, p. 1154, note M. Aubert ; *RTD eur*. 2013, p. 267, note D. Ritleng ; *RTD eur*. 2015, p. 184, note F. Benoit-Rohmer ; *RFDA* 2013, p. 1231, note C. Mayeur-Carpentier ; *RTD Civ*. 2014, p. 312, note L. Usunier – CJUE, 5 juin 2012, aff. C-489/10, *Bonda* : *JurisData* n° 2012-013479 ; *Dr. pén*. 2014, chron. 3, n° 21, obs. V. Peltier ;

[4] La Cour de cassation a refusé de transmettre une QPC au Conseil constitutionnel : Cass. crim., 25 juin 2014, n° 13-87.692, F-D : *JurisData* n° 2014-014235

[5] TGI Paris, 11e ch. corr., 26 sept. 2014, aff. *Péchiney* : J. Chacornac, « Derniers soubresauts de la double répression « à la française » des abus de marché – de la « politique jurisprudentielle » du tribunal de grande instance de Paris », *Bull. Joly Bourse*, mars 2015, n° 3, p. 103. En l'espèce, plusieurs prévenus avaient été renvoyés devant le tribunal correctionnel du chef de délit d'initié dans tous ses procédés légaux, tels qu'ils résultent de l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier. Il était reproché aux prévenus d'avoir réalisé des opérations sur le titre Péchiney, dans la période qui précédait l'annonce d'un projet d'OPA par la société Alcan, déposé le 7 juillet 2003. Au titre des mêmes faits, les prévenus

382. – Le refus du Conseil constitutionnel de modifier sa position – De son côté, le Conseil constitutionnel a été saisi d'une QPC relative aux infractions définies par le Code des juridictions financières et réprimées par la cour de discipline budgétaire qui peuvent donner lieu à un cumul de qualifications et de sanctions pénales et administratives. Dans sa décision du 24 octobre 2014[1] le Conseil a également maintenu sa position. La raison de ce refus était que selon le Conseil constitutionnel, les décisions prises par les autorités administratives n'ont pas l'autorité de la chose jugée à l'égard de celles du juge pénal. Dès lors, la règle *non bis in idem* ne peut pas empêcher de nouvelles poursuites pénales fondées sur des faits qui auraient déjà fait l'objet d'une sanction administrative. Il en ressort que le principe de nécessité des peines ne fait pas obstacle à ce que des mêmes faits commis par une même personne fassent l'objet de poursuites différentes aux fins de sanctions de nature disciplinaire ou pénale en application de corps de règles distincts devant leurs propres ordres de juridictions.

Ainsi, malgré l'affirmation très claire de la Cour européenne, le Conseil constitutionnel a maintenu sa solution, qui était constante depuis 1989[2]. Pourtant, il semblait inévitable que la jurisprudence soit contrainte d'évoluer, même si certains commentateurs doutaient encore de la possibilité de voir le Conseil constitutionnel modifier sa position[3]. De la même manière que pour la conformité aux exigences de l'article 6§1 de la CEDH, c'est sous la pression des juridictions judiciaires que ce revirement inédit s'est produit.

383. – La réaction de la Chambre criminelle de la Cour de cassation – En effet, alors que quelques mois plus tôt la Chambre criminelle refusait de transmettre des QPC

---

avaient déjà été sanctionnés par une décision de la commission des sanctions de l'AMF du 23 décembre 2008. Cette décision avait été confirmée par la cour d'appel de Paris dans un arrêt du 5 janvier 2010, à la suite duquel elle était devenue définitive. Prévenus d'un délit pénal, les personnes poursuivies avaient ainsi déjà fait l'objet, à raison des mêmes faits, de sanctions pécuniaires pour des montants allant de 100 000 à 1 300 000 €. Afin d'échapper à une seconde condamnation, les prévenus faisaient valoir *in limine litis* une exception de nullité consistant dans la violation de la règle *non bis in idem*, sur le fondement de l'article 4 du Protocole additionnel n° 7 à la Convention EDH. Cette dernière exception fut déclarée irrecevable.

[1] Cons. constit., 24 oct. 2014, n° 2014-423 QPC : O. Dufour, « Non bis in idem : le Conseil constitutionnel campe sur ses positions ! », *LPA* 2014, n° 217, p. 3 ;

[2] Cons. const., déc. 28 juill. 1989, n° 89-260 DC, *op. cit.* – Cons. const., déc. 30 déc. 1997, n° 97-935 DC. : *D*. 1999, p. 235, note F. Mélin-Soucramanien ; *AJDA* 1998, p. 118, note J.-E. Schoettl – Cons. const., 27 sept. 2013, déc. n° 2013-341 QPC : *JurisData* n° 2013-021234 ; *AJDA* 2013, p. 2437, note N. Ach ; *Constitutions* 2013, p. 599, note O. Le Bot – Cons. const., déc. 13 mars 2014, n° 2014-690 DC : *D*. 2015, p. 943, note D. Ferrier ; *D*. 2014, p. 1297, note H. Aubry ; *D*. 2014, p. 2423, note G. Roujou de Boubée ; *RTD com*. 2014, p. 163, note D. Legeais ; *Constitutions* 2014, p.166, note Ph. Bachschmidt

[3] J.-B. Barbiéri, « Cumul des sanctions administratives – sanctions pénales : quel avenir ? », *Bull. Joly Soc.*, janv. 2015, n° 1, p. 1

relatives au cumul des sanctions pénales et administratives, à quelques semaines d'intervalle, elle se décide à transmettre trois QPC au Conseil constitutionnel relatives à la double répression devant l'AMF et les juridictions pénales en matière de délit d'initié.

384. – L'affaire *EADS* – Les deux premières QPC transmises par deux arrêts rendus le 17 décembre 2014[1], concernaient l'affaire *EADS*[2]. Ces deux QPC portaient sur une question plutôt inhabituelle. En l'espèce, les requérants avaient fait l'objet d'une enquête de l'AMF pour des faits de manquement d'initié pour lesquels la Commission des sanctions les avait mis hors de cause. Mais par la suite, des poursuites pénales ont été engagées contre ces personnes pour les mêmes faits.
Les QPC portaient tout d'abord sur la conformité de l'article 6 du Code de procédure pénale aux principes constitutionnels d'égalité devant la loi et de nécessité des peines et au principe de l'autorité de la chose jugée. L'article 6 du Code de procédure pénale énonce le principe de l'autorité de la chose jugée au criminel sur le criminel et refuse en conséquence, toute autorité de la chose jugée à une décision définitive de la commission des sanctions de l'AMF. Il rend ainsi possible de nouvelles poursuites et sanctions devant la juridiction pénale.
Ensuite, il s'agissait de savoir si le fait que le dispositif de répression du manquement et du délit d'initié permette d'exercer des poursuites pénales, et le cas échéant le prononcé d'une condamnation, pour des faits qui ont déjà fait l'objet d'une décision définitive de mise hors de cause rendue par la Commission des sanctions de l'AMF dans une même affaire n'était pas contraire aux articles 8 et 16 de la Déclaration des droits de l'homme relatifs au principe de nécessité et de proportionnalité des peines et au principe de l'autorité de la chose jugée.
Pour la Chambre criminelle, l'arrêt Grande Stevens « *est de nature à constituer un changement de circonstances* » et que les dispositions concernées, en permettant « *l'exercice de poursuites pénales pour des faits ayant fait l'objet d'une décision définitive par la*

[1] Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042 et Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043 : R. Mésa, « Autorité de la chose jugée, cumul de qualifications et de sanctions punitives : retour sur la règle non bis in idem », *Gaz. Pal*, janv. 2015, n° 24, p. 17 ; *Dr. pén*. 2015, comm. 23, note J.-H. Robert ; *ibid*., comm. 29, note V. Peltier ; *Dr. sociétés* 2015, comm. 58, note R. Salomon ; *LPA* déc. 2014, n° 259, p. 4, note O. Dufour - V. ante, refusant de transmettre une telle QPC, Cass. ass. plén., 8 juill. 2010, n° 10-10.965 : *RD bancaire et fin*. 2010, repère 6, H. Le Nabasque ; *Banque et droit* 2011, n° 135, p. 39, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RTDF* n° 3, 2010, p. 152 (1e espèce), E. Dezeuze. - CE, 16 juillet 2010, n° 32-1056 : *RTDF* 3/2010, p. 152 (3e espèce), note E. Dezeuze

[2] O. Dufour, « L'affaire EADS défie la double répression des abus de marchés », *LPA*, oct. 2014, n° 196, p. 3 ; O. Dufour, « Nouveau rebondissement dans le dossier non bis in idem », *LPA* oct. 2014, n° 206, p. 4

commission des sanctions de l'autorité des marchés financiers, sont susceptibles de porter une atteinte injustifiée au principe non bis in idem ».

385. – L'affaire *Oberthur* – Quelques semaines plus tard, par une décision du 28 janvier 2015[1], dans le cadre d'un autre dossier de délit d'initié, l'affaire *Oberthur*[2], la Chambre criminelle décide à nouveau de transmettre une QPC visant à obtenir la reconnaissance du principe *non bis in idem* en matière boursière. Il s'agissait dans ce cas de la question classique de la validité de la poursuite pénale contre des personnes ayant déjà été sanctionnées par la Commission des sanctions de l'AMF pour les mêmes faits.

386. – Ralliement du Conseil constitutionnel – Finalement, dans sa décision du 18 mars 2015[3], le Conseil constitutionnel a constaté que le système de double poursuite du délit d'initié fondé sur les articles L. 465-1 et L. 621-15 du Code monétaire et financier était contraire au principe constitutionnel de nécessité des délits et des peines et a prononcé l'abrogation des articles du Code monétaire et financier y afférant au 1er septembre 2016.

387. – Absence d'autorité de la chose jugée des décisions de la Commission des sanctions – Dans l'affaire *EADS*, les personnes mises en cause étaient poursuivies pénalement pour des faits de délit d'initié alors qu'elles avaient déjà été mises hors de cause pour les mêmes faits par l'AMF. Ainsi que l'a expliqué l'avocat de la société EADS, il s'agissait « *d'ouvrir le voie de la cohérence et mettre un terme à la confusion que*

[1] Cass. crim., 28 janv. 2015, n° 14-90.049

[2] O. Dufour, « Non bis in idem : une deuxième QPC transmise dans un dossier de délit d'initié », *LPA* nov. 2014, n° 237, p. 4. En 2008, la société Oberthur fait l'objet d'une offre publique d'achat simplifiée. Alertée par des mouvements inhabituels sur le cours, l'AMF ouvre une enquête, laquelle débouche sur la mise en cause de huit personnes physiques. D'un côté, le directeur de consolidation de la société est accusé d'avoir donné des informations sur l'opération à son frère ainsi qu'à un ami, lequel l'a transmise à son tour à un ami, soit quatre mis en cause. De l'autre, l'associé d'un cabinet d'affaires et son collaborateur sont soupçonnés d'avoir spéculé et transmis l'information. La commission des sanctions de l'AMF décide le 17 février 2011 d'infliger des sanctions aux intéressés comprises entre 35 000 et 100 000 €. Parallèlement, l'AMF transmet le dossier au parquet qui décide de renvoyer les intéressés s'expliquer devant le tribunal.

[3] Cons. const., 18 mars 2015, n° 2014-453-454 QPC et n° 2015-462 QPC : P. Pailler, « Dernier acte pour le cumul de sanctions pénales et administratives en matière d'abus de marché, *RD Bancaire et fin*, n° 2, mars 2015, comm. 63 ; *Bull. Joly Bourse*, mai 2015, n° 5, p. 204, note Th. Bonneau ; A.-V. Le Fur, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D*. 2015, p. 894 ; O. Décima, « Le fantôme de ne bis in idem », *D*. 2015, p. 874 ; C. Mauro, « Ne bis in idem : un tremblement de terre ? », *AJ Pénal* 2015, p. 172 ; F. Sudre, « Principe non bis in idem et Convention EDH : la décision en trompe l'œil du Conseil Constitutionnel », *JCP G*, n°13, mars 2015, 368 ; E. Steru, « Réforme en vue pour la répression des infractions d'initié : une application isolée de la règle ne bis in idem ? », *JCP E* n°14, avril 2015, act. 267

constituent les doubles poursuites dans l'hypothèse où il y a une mise hors de cause définitivement prononcée par l'AMF[1]. » En effet, il est permis de penser, avec cet auteur, que l'absence d'autorité de chose jugée des décisions de sanction rendue par l'AMF engendre des conséquences pour le moins fâcheuses pour le prévenu qui après une mise hors de cause ne peut pas se sentir libre avant la fin de la prescription pénale. De plus, cette situation crée un risque de décisions contradictoires de l'autorité administrative et du juge pénal.

388. – Cumul des poursuites et des peines – Dans le dossier *Oberthur*, les prévenus avaient été sanctionnés par l'AMF puis traduits sur citation directe devant le juge pénal pour les mêmes faits. Dans cette espèce les avocats ont tenté de démontrer que les situations de la COB et de l'AMF étaient complètement différentes. La COB ne pouvait prononcer que des amendes plafonnées à 1,5 millions d'euros (10 millions de francs), alors que l'AMF peut aujourd'hui prononcer des sanctions allant jusqu'à 100 millions d'euros. Selon cette opinion que nous partageons, cela a pour conséquence de rendre purement théorique le contrôle de proportionnalité par rapport à celui qui prononce la deuxième sanction (généralement le juge pénal en raison des délais)[2].

389. – Violation du principe de nécessité des délits et des peines – Le Conseil condamne donc le système français de répression des abus de marché considérant qu'il méconnaît le principe de nécessité des délits et des peines. Ainsi, ce n'est pas sur le fondement du principe *non bis in idem* que le Conseil s'est prononcé, ceci s'explique aisément par le fait que ce principe n'a pas de valeur constitutionnelle.
Pour justifier la condamnation du cumul, le Conseil s'est appuyé sur quatre critères : l'identité des faits réprimés, de la finalité des dispositions, de la nature des sanctions et des ordres de juridiction.

390. – Identité de faits – S'agissant d'abord de l'identité des faits réprimés, le Conseil relève que « *les dispositions contestées définissent et qualifient de la même manière le manquement d'initié et le délit d'initié* » (cons. 24). Les différences qui affectaient ces définitions ont été en effet progressivement effacées[3], encore très récemment par la

[1] O. Dufour, « C'est la fin des doubles poursuites… au terme de 26 ans de combat », *LPA*, mars. 2015, n° 59, p. 4
[2] Ibid.
[3] Th. Bonneau, F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *op. cit*., p. 692

loi du 26 juillet 2013 sur la séparation et la régulation des activités bancaires, qui a renforcé l'alignement des définitions[1].

391. – Identité de finalité – Ensuite, le Conseil relève l'identité de finalité des dispositions relatives au manquement et au délit d'initié. Celle-ci consiste dans la protection du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés financiers (cons. 29).

392. – Identité de nature des sanctions – En outre, le Conseil constitutionnel constate que la nature des sanctions susceptibles d'être prononcées est identique : *« si seul le juge pénal peut condamner l'auteur d'un délit d'initié à une peine d'emprisonnement lorsqu'il s'agit d'une personne physique et prononcer sa dissolution lorsqu'il s'agit d'une personne morale, les sanctions pécuniaires prononcées par la commission des sanctions de l'AMF peuvent être d'une très grande sévérité et atteindre jusqu'à plus de six fois celles encourues devant la juridiction pénale en cas de délit d'initié* » (cons. 30).

393. – Identité des ordres de juridictions : réserve – Enfin, le Conseil constitutionnel soulève l'identité des ordres de juridiction concernés. En effet, l'examen des recours formés contre les décisions de la commission des sanctions de l'AMF est de la compétence du juge judiciaire (cons. 31). Mais à ce sujet, le Conseil émet une réserve. Il réserve le non cumul aux personnes « *autres que celles mentionnées au § II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier* », c'est-à-dire les professionnels du secteur financier. Ces derniers sont donc exclus du champ de l'inconstitutionnalité. Le cumul est admis lorsque les juridictions saisies sont différentes. C'est précisément le cas des professionnels dont les recours contre les décisions prises par la Commission des sanctions à leur encontre se font devant le Conseil d'État.

394. – Inconstitutionnalité des textes applicables aux non-professionnels – Après avoir soumis le dispositif répressif à ce quadruple examen, le Conseil constitutionnel en déduit que, sous réserve des professionnels visés à l'article L. 621-9, II, du Code monétaire et financier, « *les sanctions du délit d'initié et du manquement d'initié ne peuvent être regardées comme de nature différente en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction* ». Ainsi, « *ni les articles L. 465-1 et L. 621-15 du Code monétaire et financier, ni aucune autre disposition législative, n'excluent qu'une personne puisse faire l'objet, pour les mêmes faits, de poursuites devant la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers sur le fondement de l'article L. 621-15 et*

[1] Loi n° 2013-672 du 26 juill. 2013, art. 20, 21 et 37

devant l'autorité judiciaire sur le fondement de l'article L. 465-1 ». Il en conclut que « *les articles L. 465-1 et L. 621-15 méconnaissent le principe de nécessité des délits et des peines* » et doivent être déclarés contraires à la Constitution, comme les dispositions contestées qui en sont inséparables (cons. 28).

395. – Différence de traitement entre les professionnels et les non-professionnels – Le Conseil constitutionnel considère que les dispositions relatives au délit d'initié et au manquement d'initié sont inconstitutionnelles, mais uniquement pour les personnes autres que les professionnels du secteur financier. L'on ne peut que regretter, avec certains auteurs et le régulateur lui-même[1], la création des « *deux poids, deux mesures*[2] » entre les professionnels et les non-professionnels. Cela revient, en effet, à dire que seuls les non-professionnels bénéficieront de la fin du cumul. Pourtant, la problématique est la même pour ces deux catégories de personnes, la seule différence résidant dans le fait que les professionnels exercent leurs recours contre les décisions de l'AMF devant le Conseil d'État et non devant la cour d'appel de Paris (art. L. 621-30, CMF).

396. – Une décision applicable aux autres abus de marché – Saisi uniquement du cas du manquement et du délit d'initié, le Conseil constitutionnel ne s'est prononcé que sur cette question afin de ne pas statuer *ultra petita*. Mais il va sans dire qu'à la réécriture des articles abrogés, le législateur était contraint de revoir de la même manière le dispositif actuellement applicable à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses et à la manipulation de cours, au risque de voir d'autres QPC soulevées devant le Conseil constitutionnel[3]. En effet, les deux autres abus de marché remplissent sans aucun doute les quatre conditions posées par le Conseil à propos du délit et manquement d'initié. La loi du 21 juin 2016[4] a ainsi posé l'interdiction du cumul pour l'ensemble des abus de marché.

---

[1] *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché – Proposition de réforme*, Rapport du Groupe de travail de l'AMF, 19 mai 2015, p. 4 : http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F7cb9fffa-2fc6-45ad-babc-aee62d3f2a17

[2] Th. Bonneau, « Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale », *Bull. Joly Bourse*, mai 2015, n° 5, p. 204

[3] J.-H. Robert, « Plus de cumuls entre les poursuites pour manquement et pour délit d'initié », *JCP G* mars 2015, n° 13, 369

[4] LOI n° 2016-819 du 21 juin 2016 *réformant le système de répression des abus de marché*, *JORF* n° 0144 du 22 juin 2016

Il convient encore de préciser que l'interdiction du cumul proclamée par le Conseil constitutionnel n'a vocation à s'appliquer qu'aux abus de marché. En effet, concernant par exemple les sanctions fiscales et douanières, celles-ci relèvent d'ordres juridictionnels différents[1]. De même les sanctions fiscales et pénales poursuivent une finalité différente[2].

397. – Régime transitoire jusqu'en septembre 2016 – Le Conseil constitutionnel a reporté au 1er septembre 2016 la date de l'abrogation des dispositions déclarées inconstitutionnelles, en raison des conséquences manifestement excessives qu'entraînerait une abrogation immédiate (cons. 35). Il précise toutefois qu'afin de faire cesser l'inconstitutionnalité constatée à compter de la publication de la décision, des poursuites ne pourront plus être engagées ou continuées dès lors que des premières poursuites auront déjà été initiées pour les mêmes faits et à l'encontre de la même personne devant le juge judiciaire ou devant la commission des sanctions de l'AMF (cons. 36). Cela met fin aux risques de cumul pour les affaires en cours et a créé, dans l'attente des nouvelles dispositions[3], une véritable concurrence entre le juge pénal et la Commission des sanctions de l'AMF.

398. – Conclusion Section 2 – Avec la création de l'AMF et de la Commission des sanctions, le pouvoir répressif du régulateur n'a cessé de s'accroître et de s'étendre. Si bien qu'actuellement, la Commission des sanctions est devenue le juge par principe des violations à la législation sur les marchés financiers. En effet, de par la faiblesse des sanctions judiciaires, ainsi que de par la compétence extrêmement large et concurrente de la Commission, le juge n'a plus les moyens de rivaliser avec la Commission des sanctions. L'on ne peut s'empêcher de constater que la structure organisationnelle actuelle de l'AMF ressemble de plus en plus à un système

[1] Le Conseil a récemment réaffirmé, dans le cadre de l'affaire Cahuzac, que le cumul des sanctions fiscales et pénales est admis dès lors que le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues (V. Décision n° 2016-546 QPC du 24 juin 2016, *Cahuzac)*. De son côté, la Cour de cassation a refusé de renvoyer au Conseil constitutionnel des QPC articulées contre ce cumul, sauf à préciser que la somme des amendes ne doit pas dépasser le maximum de la plus élevée : Cass. crim., 25 juin 2014, n° 13-87.692, inédit : *JurisData* n° 2014-014235 ; *Dr. pén*. 2014, comm. 122, note V. Peltier ; *Dr. fisc.* 2014, n° 46, étude 625, note S. Detraz ; *JCP E* 2014, 1545, R. Salomon ; *Dr. fisc.* 2014, n° 30, étude 460, R. Salomon ; *JCP G* 2014, doctr. 880, n° 8, obs. B. Matthieu. - Cass. crim., 3 déc. 2014, n° 14-90.040, inédit : *JurisData* n° 2014-029506 ; *Dr. pén*. 2015, comm. 20, J.-H. Robert

[2] Les premières tendent à la rétribution, la restauration de l'ordre social et l'amendement du condamné *(*art. 130-1, Code pénal*)*, tandis que les secondes, selon une formule souvent répétées « ont un caractère mixte, répressif et indemnitaire » : Cass. crim., 6 déc. 2010, n° 09-88.235 : *JurisData* n° 2010-025774 ; *Dr. pén*. 2011, comm. 52, J.-H. Robert

[3] Sur la réforme, V. *infra* n° 617 et s.

judiciaire parallèle spécialisé, qui serait en plus doté du pouvoir d'édicter les règles, par le biais du Règlement général complété par ses instructions et positions. Le Collège agit comme un législateur en édictant les « lois », comme un procureur et un juge d'instruction en poursuivant les contrevenants à la législation, en instruisant leurs affaires et en pouvant faire appel des décisions de la Commission des sanctions à l'instar du parquet. Au sein de la même entité, la Commission des sanctions agit comme un juge spécialisé, dotée de sanctions bien plus dissuasives que celles dont dispose le juge judiciaire en la matière, si l'on excepte la peine d'emprisonnement, mais qui fait figure d'exception. Cette toute puissance de l'autorité de marché en matière répressive est de nature à susciter certaines interrogations quant à la légitimité de son action, notamment au regard des principes d'impartialité objective. De surcroit, le cumul des sanctions administratives et pénales a été remis en cause par le Conseil constitutionnel, contraignant les pouvoirs publics à procéder à une réforme.

399. – Conclusion Chapitre 1 – Plusieurs enseignements peuvent être tirés de la comparaison des pouvoirs de sanction des Commissions de valeurs mobilières et de la Commission des sanctions. D'une part, les CVM étant régies par les lois provinciales, elles ont une mission avant tout préventive, ce qui explique qu'elles peuvent prononcer elles-mêmes des mesures conservatoires et des injonctions. La mission quasi juridictionnelle des CVM n'est donc pas uniquement de sanctionner, comme c'est le cas pour la Commission des sanctions françaises. Certes, elles assument également cette fonction, mais leurs pouvoirs sont moins répressifs que ceux de la Commission. Le prononcé des sanctions disciplinaires étant en partie fondé sur l'autoréglementation, les CVM partagent ce pouvoir avec des OAR. Le caractère professionnel de ces autorités reste bien plus marqué qu'en France.
De plus, là où la Commission dispose depuis longtemps d'un pouvoir de sanction administrative important, celui-ci est très récent au Canada et encore relativement peu utilisé, les CVM prononçant principalement des ordonnances de blocage et des interdictions d'opérations sur valeurs et d'exercice. Les raisons d'une telle différence dans les moyens d'actions des CVM et de la Commission peuvent sans doute être recherchées notamment dans la place respectivement laissée au juge en matière de violation à la législation boursière et financière en France et au Canada.
À l'inverse, la France a fait le choix de privilégier très largement, presque exclusivement, la répression administrative, par l'AMF. Normalement réservée au juge, la sanction est peu à peu devenue une composante essentielle du travail de

l'autorité de régulation. Depuis son octroi en 1989, le pouvoir de sanction du régulateur financier n'a cessé d'être renforcé. Contrairement à son prédécesseur, l'AMF a obtenu un pouvoir général de sanction qui n'est plus cantonné à ses propres règlements, ni même aux seuls professionnels inscrits auprès d'elle. En outre, on constate une augmentation phénoménale du plafond des sanctions pécuniaires à sa disposition, dont le dernier seuil se révèle très élevé avec la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 qui l'a porté de 10 à 100 millions d'euros. Le modèle de l'AMF s'est donc largement éloigné du modèle originel des autorités de régulation. Si la répression administrative a démontré son efficacité, il reste que cette évolution s'est faite au détriment de la répression judiciaire et notamment civile et pénale. Même si dans les faits la répression administrative peut revêtir une part de la sévérité de la répression pénale, il semble que cet aspect ne recouvre pas l'ensemble des finalités assignées à la sanction en droit des marchés financiers, lesquelles se révèlent beaucoup plus larges.

CHAPITRE 2

L'EFFICACITÉ AU REGARD DES CRITÈRES DE LA SANCTION

400. – La sanction est nécessaire au bon fonctionnement des marchés financiers parce qu'elle assure leur intégrité et partant, leur efficacité ainsi que la confiance des investisseurs dans l'institution, sans lesquels les marchés ne peuvent pas exister valablement. Alors que le Canada privilégie la répression judiciaire, la France a opté pour une répression essentiellement administrative. Mais un constat s'impose tant pour la France que pour le Canada, celui de l'éclatement du pouvoir de sanction entre différentes entités, entre le juge judiciaire, gardien naturel des libertés individuelles, et l'autorité de marché, autorité administrative.
S'il est parfaitement concevable que la technicité de la matière ait pu justifier le recours à des autorités administratives pour en assurer l'encadrement, l'on peut s'interroger sur l'efficacité réelle de la sanction dans un système éclaté entre deux pôles.

401. – Finalités de la sanction – Il convient d'analyser si la sanction en France et au Canada répond aux finalités que l'on peut en attendre dans le domaine des marchés financiers. Plusieurs finalités de la sanction peuvent être identifiées : « *punir l'auteur de l'illégalité (fonction expiatoire), prévenir la récidive (fonction dissuasive), prévenir l'illégalité d'autrui (fonction prophylactique), réparer le dommage social causé par l'atteinte à la valeur socialement protégée (fonction rétributive), affirmer la force de la valeur considérée (fonction expressive), réparer le dommage individuel causé par l'illégalité (fonction réparatrice), restituer un bien illégalement reçu (fonction restitutive), corriger la situation juridique en cours (fonction correctrice, anéantir la situation juridique illégale (fonction dissolvante)* [1] . » Parmi toutes ces fonctions, il convient de déterminer lesquelles devraient être recherchées afin de garantir l'intégrité des marchés financiers et la

[1] *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique, op. cit*., n° 54

confiance des investisseurs, éléments indispensables à l'efficacité et au bon fonctionnement des marchés financiers[1].

402. – Légitimité de la sanction – Mais une sanction ne peut être efficace qu'en raison de sa seule nature et de sa finalité. Il est également fondamental que cette sanction soit légitime. À cette fin, il est nécessaire qu'elle soit prononcée par une autorité dont la légitimité ne peut pas être remise en cause. De surcroît, c'est la sanction elle-même qui doit être légitime.

403. – Plan – Ainsi, en dégageant les critères que devrait revêtir la sanction en droit des marchés financiers pour être considérée comme efficace, l'on pourra identifier les améliorations qui pourraient être apportées. Or, d'une part, une sanction efficace dans le domaine des marchés financiers est nécessairement une sanction légitime (Section 1). D'autre part, la sanction ne pourra être efficace que si elle tient compte des spécificités du secteur des marchés financiers (Section 2).

[1] Voir *supra* n° 20 et 25

SECTION 1

LE CRITÈRE DE LA LÉGITIMITÉ DE LA SANCTION

404. – Plan – « *Il n'y a de sanction efficace que si elle est légitime*[1]. » C'est de ce caractère que dépendra son acceptation par la société, et partant son efficacité. Partant, la légitimité de la sanction doit être vérifiée tant du point de vue extrinsèque (§1), qu'intrinsèque (§2).

§1 – La légitimité extrinsèque de la sanction

405. – Définition d'autorité en charge de la sanction – Une autorité correspond à « *l'ensemble des organes investis d'un pouvoir d'une certaine sorte* [2]. » Dans notre hypothèse, l'autorité en question est celle qui a la charge de sanctionner les violations à la législation applicable au secteur financier. Actuellement en matière financière, en France comme au Canada, la fonction de répression est partagée, de manière plus ou moins égale, entre le juge et l'autorité de régulation[3].

406. – Sanctionner et juger – Sanctionner et juger doivent être compris ici comme des synonymes. De manière restrictive, le verbe sanctionner est défini par l'Association Capitant comme le fait de « *punir, réprimer, infliger une peine.* » Plus largement il signifie « *appliquer une sanction quelconque (répressive, réparatrice, etc.*) » ou plus largement encore « *assurer le respect et l'exécution d'un droit ou d'une obligation*[4]. »
Le terme juger renvoie quant à lui au « *pouvoir de dire le droit, de trancher un litige*[5]. » Il s'agit d'analyser une situation de fait et de décider quelle règle de droit doit lui être appliquée. Le juge a pour mission de faire appliquer une loi. Cela signifie qu'en

[1] M. Guyomar, concl. sur CE 27 oct. 2006, req. n° 276069 , *Parent c/ AMF, Bull. Joly Bourse* 2007, p. 105, *in fine*
[2] G. Cornu, Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, V° « Autorité », *op. cit.*
[3] Voir *supra* n° 283 et s.
[4] G. Cornu, Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, V° « Sanctionner », *op. cit.*
[5] *Ibid*., V° « Juge »

présence d'une violation de la loi, le juge devra faire appliquer le texte légal ou réglementaire qui prévoit les sanctions de cette loi. Il est vrai que l'AMF et les régulateurs canadiens n'ont pas pour mission de trancher des litiges[1] – en réservant le cas du Bureau de décision québécois[2] – mais elles ont bien pour fonction de dire le droit lorsqu'elles exercent leur pouvoir répressif[3]. En effet, elles examinent la situation qui leur est soumise afin de déterminer s'il y a eu contravention à la législation et si la sanction prévue par les textes doit être appliquée. En outre, à l'instar d'un juge, ces autorités ont le pouvoir de sanctionner toute personne, et non plus seulement celles qui sont assujetties à leur contrôle. De plus les sanctions que peut prononcer l'AMF française dépassent de loin les peines que peut prononcer le juge pénal pour des faits identiques. Or des peines aussi lourdes doivent être prononcées par une autorité légitime. Ainsi, si les autorités de régulation ne sont pas des juridictions, elles assument un rôle tout à fait semblable.

407. – Plan – Le prononcé d'une sanction peut avoir des conséquences très importantes sur la situation personnelle, juridique ou financière de la personne contre laquelle elle sera prononcée. Or, pour qu'une sanction soit pleinement efficace, il est nécessaire qu'elle soit comprise et acceptée par son destinataire. Et pour qu'une sanction soit acceptée, il est impératif qu'elle soit prononcée par une autorité légitime. Or une telle autorité doit revêtir différents caractères qui en seront le gage : l'indépendance (A), l'impartialité (B) et la compétence (C).

A – Une autorité indépendante

408. – Définition de l'indépendance – L'indépendance est définie comme « *la situation d'un organe public auquel son statut assure la possibilité de prendre ses décisions en toute liberté et à l'abri de toutes instructions et pressions*[4]. » Lorsqu'il s'agit de prononcer une sanction à l'encontre d'une personne, celle-ci doit pouvoir être assurée que l'autorité en charge de le faire a agi en toute indépendance, c'est-à-dire de son propre

[1] Surtout en ce qui concerne les provinces de *common law* canadiennes. En effet, en *common law*, seul le juge a le pouvoir de trancher des litiges. Sur la distinction entre la fonction contentieuse et la fonction juridictionnelle en *common law*, V. Th. Perroud, *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, *op. cit.*, p. 67

[2] Voir *supra* n° 160

[3] Dans le même sens V. : M.-A. Frison-Roche, « Le pouvoir du régulateur de régler les différends. Entre office de régulation et office juridictionnel civil », p. 276 et s., in *Les risques de la régulation*, M.-A. Frison-Roche (dir.), Paris, Presses de Sciences Po, Dalloz, coll. Thèmes et commentaires, Droit et économie de la régulation, vol. 3, 2005

[4] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, V° « Indépendance », *op. cit.*

chef, sans avoir subi aucune pression ou instructions. L'indépendance est l'une des qualités reconnue comme étant indispensable à l'autorité judiciaire et aux juges. Comme l'explique le doyen Serge Guichard : « *pour les juges, l'exigence d'indépendance se traduit par l'élaboration d'un statut protecteur, dont l'inamovibilité est l'un des éléments essentiels, et par l'interdiction des immixtions dans l'exercice de leurs fonctions*[1]. »

409. – Indépendance et séparation des pouvoirs – Hérité des théories de Locke[2] et de Montesquieu[3] en vue de remettre en cause l'absolutisme monarchique, le principe de la séparation des pouvoirs a été adopté par les États démocratiques tels que la France et le Canada. En vertu de ce principe, les trois fonctions législative, exécutive et juridictionnelle doivent être confiées à des organes indépendants les uns des autres[4]. En France, ce principe est inscrit à l'article 16 de la Constitution : « *Toute société dans laquelle la garantie des droits n'est pas assurée, ni la séparation des pouvoirs déterminée, n'a point de Constitution*. » Il est confirmé par l'article 64 de la Constitution de la V^e^ République qui dispose que le Président de la République est garant de l'indépendance du pouvoir judiciaire.

En outre, le Conseil constitutionnel a précisé à propos de l'indépendance de la justice : « *il résulte des dispositions de l'article 64 de la Constitution en ce qui concerne l'autorité judiciaire et des principes fondamentaux reconnus par les lois de la République, en ce qui concerne depuis la loi du 24 mai 1872 la juridiction administrative, que l'indépendance des juridictions est garantie ainsi que le caractère spécifique de leurs fonctions sur lesquelles ne peuvent empiéter ni le législateur ni le gouvernement ; qu'ainsi il n'appartient ni au législateur ni au gouvernement de censurer les décisions des juridictions, d'adresser à celles-ci des injonctions et de se substituer à elles dans le jugement des litiges relevant de leurs compétences*[5]. » Et le Conseil constitutionnel s'est fondé à de nombreuses reprises sur l'article 16 de la Constitution pour affirmer que « *les principes d'indépendance et*

[1] S. Guichard, *Traité de droit processuel*, Droit commun du procès, éd. 2001, 596, p. 707.
[2] Locke a développé sa théorie dans son *Essai sur le gouvernement civil* (1690). Selon lui il convient de distinguer trois pouvoirs dans l'État : législatif exercé par le Parlement, exécutif et fédératif (relatifs aux rapports de l'État avec les puissances étrangères), exercés par l'État ou le roi.
[3] Montesquieu reprend le concept de séparation des pouvoirs dans *l'Esprit des lois* (1748). Il existe trois pouvoirs : le législatif, l'exécutif et le judiciaire, qui doivent être exercés par trois organes distincts et indépendants. L'apport de Montesquieu par rapport à Locke est d'abord d'avoir détacher le pouvoir judiciaire du pouvoir exécutif. Ensuite, il a assigné à ce pouvoir la fonction de garantir la liberté politique. Cependant, le pouvoir judiciaire n'est considéré que comme la « bouche de la loi ».
[4] L. Favoreu, P. Gaïa, R. Ghevontian, O. Pfersmann, A. Roux, G. Scoffoni et J.-L. Mestre, *Droit constitutionnel*, Dalloz, Précis, 2015, n° 522-550
[5] Cons. constit. n° 80-119 DC du 22 juillet 1980, cons. 6

d'impartialité sont indissociables des fonctions juridictionnelles[1]. » Cette exigence concerne tous les organes dotés de pouvoirs juridictionnels, quelle que soit leur composition ou leur champ de compétence[2].

Ce principe est au cœur de l'organisation des institutions françaises. Le pouvoir législatif édicte les normes générales, le pouvoir exécutif en assure l'exécution et le pouvoir judiciaire en garantit l'application dans le cadre du règlement de litiges.

410. – Indépendance des juges par rapport au législatif et à l'exécutif – Par rapport au pouvoir législatif, l'indépendance se traduit à la fois par l'interdiction faite aux juges de prononcer des arrêts de règlement et de se substituer au législateur en rendant des décisions générales et impersonnelles et par l'interdiction faite au législateur d'intervenir dans une affaire judiciaire en cours en édictant une loi rétroactive. Ensuite, l'indépendance de la justice par rapport au pouvoir exécutif est garantie par la séparation des fonctions administrative et judiciaire.

411. – Statut des magistrats – L'indépendance et l'impartialité des juges sont d'abord garanties par la spécificité de leur statut. En France, bien qu'ils soient des agents publics, leur indépendance par rapport à l'exécutif est assurée par leur inamovibilité.

412. – L'absence de principe strict de séparation des pouvoirs au Canada – Au Canada, les enseignements de Montesquieu ont été reçus avec moins de vigueur qu'en France et le principe de séparation des pouvoirs y est appliqué, mais de façon moins rigoureuse. On parle d'une séparation des pouvoirs « *souple*[3] » par opposition à d'autres pays comme les États-Unis où la division entre les différentes branches du pouvoir est étanche. Si l'on y retrouve les trois pouvoirs, législatif, exécutif et

---

[1] Cons. const., déc. n° 96-373 DC du 9 avril 1996 : *JO* 13 avr., p. 5724 ; *AJDA*, 1996, p. 371, obs. Schrameck ; *D*. 1998, p. 145, note J.-Ch. Car ; *D*. 1998, p. 147, note A. Roux ; *D*. 1998, p. 153, note Th. Renoux

[2] Cons. const., n° 2010-10 QPC du 2 juill. 2010, à propos du tribunal maritime commercial : *RSC* 2011, p. 193, note C. Lazerges ; *RTD civ*. 2010, p. 517, note P. Puig – Cons. const., n° 2010-76 QPC du 3 déc. 2010, à propos du tribunal des affaires de sécurité sociale – Cons. const., n° 2010-110 QPC du 25 mars 2011, à propos des commissions départementales d'aide sociale : *RDSS* 2011, p. 770, note D. Cristol ; *AJDA* 2011, p. 1214, note I. Crépin-Dehaene ; *AJ fam*. 2011, p. 254, note I. Sayn – Cons. const., n° 2003-485 du 4 déc. 2003, à propos de la Commission des recours des réfugiés : *D*. 2004, p. 1279, note O. Le Bot ; *LPA*, 05 févr. 2004, n° 26, p. 12, note J.-E. Schoettl ; *LPA*, 04 févr. 2004, n° 25, p. 3, note J.-E. Schoettl – Cons. const., n° 2012-241 QPC du 4 mai 2012, pour le tribunal de commerce : *Bull. Joly Entreprises en Difficulté*, 01 sept. 2012, n° 5, p. 293, note I. Rohart-Messager ; *L'Essentiel Droit des entreprises en difficulté*, 15 juin 2012, n° 6, p. 4, note Th. Favario ; *LPA*, 06 mai 2013, n° 90, p. 7, chron. Ch. Boillot – Cons. const., n° 2012-250 QPC du 8 juin 2012, pour la commission centrale d'aide sociale : *D*. 2013, p. 1584, note N. Jacquinot ; *RDSS* 2012, p. 766, note Y. Dagorne-Labbe ; *AJDA* 2012, p. 1865, note H. Rihal.

[3] H. Brun, G. Tremblay et E. Brouillet, *Droit constitutionnel*, *op. cit.*, p. 591

judiciaire, leur indépendance les uns par rapport aux autres y est moins forte qu'en France[1]. Ainsi l'a écrit le constitutionnaliste canadien Peter Hogg : « *au Canada, il n'est pas nécessaire que les pouvoirs législatif et exécutif soient exercés par des organes séparés et indépendants*[2]. »

Le pouvoir judiciaire a la mission de veiller à ce que l'assemblée législative et l'exécutif respectent le principe de la primauté du droit posée par le préambule de la *Loi constitutionnelle de 1867*[3] qui a été consacré par la Cour suprême comme l'un des principes fondamentaux de la Constitution canadienne[4]. Là encore des chevauchements entre le pouvoir judiciaire et les branches législative et exécutive sont possibles. Ainsi, le législatif peut conférer certaines fonctions non judiciaires aux cours et il peut octroyer certaines fonctions judiciaires à l'exécutif. En 1998, dans le *Renvoi relatif à la sécession du Québec*, la Cour suprême a affirmé que : « *la Constitution canadienne n'impose pas une séparation stricte des pouvoirs. Le Parlement et les législatures provinciales peuvent à bon droit confier aux tribunaux d'autres fonctions juridiques, et conférer certaines fonctions judiciaires à des organismes qui ne sont pas des tribunaux*[5]. »

413. – Fondements de l'indépendance de la justice – Toutefois, l'indépendance de l'appareil judiciaire est consacrée par plusieurs textes. Tout d'abord, l'on trouve les dispositions de la *Loi constitutionnelle de 1867* relatives à la magistrature ainsi que l'alinéa 11 d) de la *Charte des droits* qui garantit le droit d'être entendu par un tribunal impartial et indépendant[6]. Ensuite, l'indépendance judiciaire constitue un principe constitutionnel non écrit[7]. Ces principes ont pour source le préambule de la *Loi constitutionnelle de 1867*[8] qui mentionne que la Constitution du Canada reposera sur

---

1 Juge J.-D. Richard, « La séparation des pouvoirs dans les Amériques et ailleurs : L'expérience canadienne », document produit par la cour d'appel fédérale du Canada, 9 sept. 2015 : http://cas-cdc-www02.cas-satj.gc.ca/portal/page/portal/fca-caf_fra/speeches-discours_fra/speech-discours-17dec2008_fra#_*

2 P. Hogg, *Constitutional Law of Canada*, Student ed. (Scarborough, Ont.: Thomson Carswell, 2004), note 17, p. 14-4 et 14-5

3 « Attendu que le Canada est fondé sur des principes qui reconnaissent la suprématie de Dieu et la primauté du droit » : Loi constitutionnelle de 1982, annexe B de la *Loi de 1982 sur le Canada* (R.-U.), 1982, ch. 11

4 *Renvoi relatif à la sécession du Québec*, *op. cit.*, par. 70 : « Les principes du constitutionnalisme et de la primauté du droit sont à la base de notre système de gouvernement. »

5 Renvoi relatif à la sécession du Québec, [1998] 2 R.C.S. 217, par. 15

6 Art. 11 de la *Charte canadienne des droits et libertés*, partie I de la *Loi constitutionnelle de 1982* : « Tout inculpé a le droit … d) d'être présumé innocent tant qu'il n'est pas déclaré coupable, conformément à la loi, par un tribunal indépendant et impartial à l'issue d'un procès public et équitable. »

7 Renvoi relatif à la rémunération des juges de la Cour provinciale (Î.-P.-E.), [1998] 2 R.C.S. 443, par. 106

8 *Beauregard c. Canada*, [1986] 2 R.C.S 56, p. 72; *Renvoi relatif aux juges de l'Î.-P.-É.*, [1998] 2 R.C.S. 443, par. 83

les mêmes principes que celle du Royaume-Uni. Or la Constitution britannique garantit l'indépendance judiciaire depuis *l'Act of Settlement* de 1701.
De plus, la Cour suprême du Canada s'est prononcée sur l'indépendance judiciaire, affirmant que celle-ci doit comprendre l'indépendance individuelle du juge et l'indépendance institutionnelle de la cour ou du tribunal[1], qui exigent l'inamovibilité, la sécurité financière et l'indépendance administrative[2]. Dès lors, même si au Canada le principe de séparation des pouvoirs n'est pas affirmé de manière aussi claire qu'en France, l'on remarque que l'indépendance du pouvoir judiciaire est un principe consacré par la Constitution canadienne.

414. – Indépendance des juges au Canada – La doctrine canadienne estime qu'un juge doit revêtir une indépendance individuelle et institutionnelle. L'indépendance individuelle renvoie « *à la nomination et l'inamovibilité, les questions financières, l'impartialité, l'immunité judiciaire et l'indépendance intra-judiciaire*. » L'indépendance institutionnelle correspond à « *l'indépendance administrative, le principe de la séparation des pouvoirs, la révocation et la non-pertinence du statut du tribunal*[3]. »
La Cour suprême a énoncé dans l'arrêt *Valente* de 1985 les conditions de l'indépendance judiciaire : l'inamovibilité, les questions financières et l'indépendance institutionnelle du tribunal concernant les questions administratives. Le juge Dain y définit ce qu'il faut entendre par indépendance : « *Le terme indépendant à l'al. 11d), reflète ou renferme la valeur constitutionnelle traditionnelle qu'est l'indépendance judiciaire. Comme tel, il connote non seulement un état d'esprit ou une attitude dans l'exercice concret des fonctions judiciaires, mais aussi un statut, une relation avec autrui, particulièrement avec l'organe exécutif du gouvernement, qui repose sur des conditions ou garanties objectives*[4]. »

415. – Apparence d'indépendance – De plus, le tribunal doit être raisonnablement perçu comme indépendant ainsi que l'a expliqué le juge Le Dain dans la décision *Valente*. L'apparence d'indépendance est, en effet, tout aussi importante que l'indépendance elle-même, car elle permet d'assurer la confiance du public dans le système : « *Même si l'indépendance judiciaire est un statut ou une relation reposant sur des conditions ou des garanties objectives, autant qu'un état d'esprit ou une attitude dans l'exercice concret des fonctions judiciaires, il est logique, à mon avis, que le critère de*

[1] *Renvoi relatif aux juges de l'Î.-P.-É., op. cit.*, par. 118 ; *Valente c. La Reine, op. cit.*, page 687.
[2] *Renvoi relatif aux juges de l'Î.-P.-É., op. cit.*, par. 115
[3] K. Benyekhlef, « L'indépendance institutionnelle du pouvoir judicaire : légitimité et participation au débat public », *University of New Brunswick Law Journal*, 45 U.N.B L.J. 37, 1996, p. 39
[4] *R. c. Valente, op. cit.*, p. 685

l'indépendance aux fins de l'al. 11d) de la Charte soit, comme dans le cas de l'impartialité, de savoir si le tribunal peut raisonnablement être perçu comme indépendant. Tant l'indépendance que l'impartialité sont fondamentales non seulement pour pouvoir rendre justice dans un cas donné, mais aussi pour assurer la confiance de l'individu comme du public dans l'administration de la justice ... . Il importe donc qu'un tribunal soit perçu comme indépendant autant qu'impartial et que le critère d'indépendance comporte cette perception qui doit toutefois, comme je l'ai proposé, être celle d'un tribunal jouissant des conditions ou garanties objectives essentielles d'indépendance judiciaire, et non pas une perception de la manière dont il agira en fait, indépendamment de la question de savoir s'il jouit de ces conditions ou garanties.[1] »

416. – Le juge : autorité naturelle pour assurer l'application du droit – Ainsi, l'on peut constater que l'indépendance des juges est garantie, tant en France qu'au Canada, en vertu du principe de la séparation des pouvoirs, de la Constitution et par le statut dont les magistrats bénéficient. Ce statut particulier assure au justiciable la parfaite indépendance du juge par rapport aux autres pouvoirs, surtout exécutif.
En application du principe de séparation des pouvoirs, seules les autorités juridictionnelles devraient pouvoir exercer la fonction juridictionnelle. En principe, seul un juge peut sanctionner les atteintes au droit[2], car il est le gardien des libertés individuelles. C'est ce qui justifie tous les moyens mis en œuvre pour garantir son indépendance.

417. – L'indépendance relative des régulateurs financiers – À l'inverse, il nous semble que l'indépendance des régulateurs financiers n'est pas garantie avec autant de certitude et d'efficacité que celle des magistrats. Certes, il est généralement souligné que les AAI en France exercent des missions de service public en dehors du contrôle hiérarchique du gouvernement[3]. C'est normalement là que réside leur caractéristique principale, les AAI seraient totalement indépendante du gouvernement. Cependant, la notion même d'AAI n'est pas sans soulever des interrogations à ce sujet.

418. – Caractère administratif des autorités de régulation – D'abord concernant l'indépendance des AAI, il convient de rappeler que l'article 20 alinéa 2 de la

[1] *R. c. Valente, op. cit.*, p. 689
[2] F. Brunet, « De la procédure au procès : le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes », *RFDA* 2013, p. 113
[3] B. Chantebout, *Droit constitutionnel*, Sirey, 26e éd., 2009, p. 627

Constitution de la Ve République affirme que le gouvernement « *dispose de l'administration.* » Selon l'article 21, le Premier ministre exerce le pouvoir réglementaire. Ainsi qu'un auteur l'a fait remarquer, cela signifie qu'il ne peut exister de pouvoir administratif plus ou moins indépendant du gouvernement[1]. Toutes les administrations sont, par nature, subordonnées au pouvoir hiérarchique du gouvernement.

419. – Cumul des pouvoirs – Ensuite, de nombreux auteurs considéraient que le principe de la séparation des pouvoirs était violé dès lors qu'une AAI cumulait des pouvoirs réglementaire et répressif[2]. En effet, la séparation des pouvoirs impose que les fonctions de légiférer, d'exécuter et de juger soient confiées à des personnes distinctes afin d'éviter la confusion. Or, ainsi qu'un auteur l'a justement noté, à l'étude de certaines AAI, comme l'AMF, « *on n'est plus en présence d'un cumul des fonctions exécutive et législative, comme l'est la fonction gouvernante des régimes parlementaires, mais d'un cumul de quatre fonctions : administrative, exécutive, législative et judiciaire !*[3] » Pourtant, ainsi que l'on a pu s'en rendre compte à propos de la COB, le Conseil constitutionnel a validé d'abord la constitutionnalité des AAI puis leur pouvoir de sanction[4]. Une partie de la doctrine a expliqué ce transfert de pouvoirs juridictionnels du juge à une AAI telle que l'AMF, notamment pour des raisons pratiques[5]. Selon un auteur, la validation du pouvoir de répression administrative par le Conseil constitutionnel reposait avant tout sur « *un acte de réalisme jurisprudentiel plus que de conviction*[6]», ce qui laisse évidemment perplexe.

420. – Concurrence inédite avec les juges – Ainsi, les pouvoirs conférés, puis validés aux AAI marquent une rupture avec la tradition qui consiste à confier au juge seul, en tant que « *puissance théoriquement indépendante de la fonction gouvernante* » le

---

[1] R. Chapus, *Droit administratif général*, Montchrestien, t. 1, 6e éd., 1992, n° 204, p. 138

[2] V. J.-Ph. Feldman, « Les autorités administratives indépendantes sont-elles légitimes? Sur les AAI en général et le Conseil supérieur de l'audiovisuel en particulier », *D.* 2010, p. 2852 ; CREDA, *Les sanctions des sociétés cotées, Quelles spécificités ? Quelle efficacité*, dir. A. Reygrobellet et N. Huet, LexisNexis, coll. Le droit des affaires, 2012, p. 319, n° 771

[3] J.-Ph. Feldman, « Les autorités administratives indépendantes sont-elles légitimes? Sur les AAI en général et le Conseil supérieur de l'audiovisuel en particulier », *op. cit.*

[4] Voir *supra* n° 211

[5] J.-M. Auby, « Autorités administratives et autorités juridictionnelles », *AJDA* 1995, p. 91

[6] D. Botteghi, « Quelle efficacité des droits de la défense en cas de sanction administrative ? », *AJDA* 2012, p. 1054 (concl. sur CE 30 janv. 2012, *Ministre de l'Intérieur, de l'Outre-Mer, des collectivités territoriales et de l'Immigration c. Aéroports de Paris*, n° 349009)

pouvoir d'infliger des sanctions ou des peines[1]. Il est vrai qu'au Canada la question ne semble pas véritablement susciter un tel débat qu'en France, certainement en raison de ce lien plus lâche avec le principe de la séparation des pouvoirs et parce que la notion de tribunal administratif est plus ancienne.

421. – Un manque de légitimité *ab initio* – En revanche, en France, face à cette interrogation, l'on justifie le pouvoir de sanction des AAI par l'existence d'un recours juridictionnel qui permet un contrôle de l'action du régulateur et d'assurer, qu'au moins à ce stade, les justiciables bénéficient de toutes les garanties procédurales. Mais comme nous avons pu le constater pour l'AMF, plus qu'un organisme sous contrôle du juge, elle est en réalité en concurrence avec le juge[2]. De surcroît, le fait d'utiliser l'argument du contrôle judiciaire afin de légitimer le pouvoir de sanction des AAI démontre bien qu'à la base, le pouvoir de sanction d'une autorité administrative ne va pas de soi et manque, par nature, de légitimité, contrairement à celui du juge. Cette déduction est d'ailleurs confortée par la doctrine même qui défend le pouvoir de sanction du régulateur. En effet, un auteur explique que lorsque l'AMF sanctionne, elle doit être impartiale. Elle apprend la manière d'y parvenir, notamment à travers le contrôle judiciaire de ses décisions et que la pratique judiciaire serait une source d'inspiration pour le régulateur[3].

422. – Insuffisance de la protection des droits de la défense – Enfin, du point de vue de la sauvegarde des droits fondamentaux, ce système présente une lacune majeure. Si l'on admet que le juge respecte mieux les droits des justiciables que le régulateur, et que cela est accepté parce qu'il existe un recours juridictionnel au sein duquel ces garanties seront effectivement respectées, cela signifie que la sanction aura déjà été prononcée. Il ne nous semble pas satisfaisant qu'il faille attendre l'éventualité d'un recours pour que les droits de la défense puissent être pleinement garantis. Au regard de la sévérité des sanctions administratives, les sujets de droit devraient avoir l'assurance qu'ils seront jugés, dès la première instance, par une autorité indépendante.

---

[1] C. Teitgen-Colly, « Sanctions administratives et autorités administratives indépendantes », *LPA*, 17 janv. 1990. 40 ; M. Pochard, « Autorités administratives indépendantes et pouvoir de sanction », *AJDA*, n° spécial, 20 oct. 2001, p. 106 ; T. Tuot, « Quel avenir pour le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes ? Les organismes de régulation économique », *ibid*., p. 135. Sur les sanctions prononcées par le CSA, V. S. Clément-Cuzin, « Le pouvoir de sanction du CSA », *Ibid*., p. 111.

[2] Voir *supra* n° 210 et 373

[3] par J.-P. Relmy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD com*. 2010, p. 29

423. – Apparence d'indépendance insuffisante – Or, l'indépendance de l'autorité qui sanctionne est primordiale afin que la sanction prononcée soit considérée comme légitime. Actuellement, il semble que cette exigence n'est pas parfaitement respectée par les autorités de régulation, au moins en apparence. En effet, même si elles sont qualifiées d'indépendantes, les autorités boursières restent des émanations de l'État et continuent d'entretenir des relations avec le pouvoir exécutif, notamment au niveau financier[1]. En revanche, les juges ont un statut constitutionnellement garanti qui assure leur indépendance. Mais l'indépendance ne nous semble pas être l'unique qualité que doit revêtir l'autorité de sanction pour être légitime.

B – Une autorité impartiale

424. – Définition – Une autorité ayant la charge de prononcer des sanctions ne peut être considérée comme légitime que si elle est parfaitement impartiale. L'impartialité est définie comme « *l'absence de parti pris, de préjugé, de préférence, d'idée préconçue, exigence consubstantielle à la fonction juridictionnelle dont le propre est de départager des adversaires en toute justice et équité*[2]. » Cette définition générale de l'impartialité offre une première approche de la notion. Cependant, l'on sait que ce terme a donné lieu à divers débats sur ce qu'il recouvre. L'on recourt à la notion d'impartialité spécialement lorsqu'il s'agit de définir les qualités que doit avoir un juge lorsqu'il tranche un litige. Elle lui impose « *de se déterminer sans préjugés, de se prémunir contre les influences de son milieu, de sa culture, de ses conceptions intimes. C'est aussi le courage du juge. Elle implique qu'il sache résister aux pressions, qu'il ne cède ni aux facilités de la démagogie, ni à la tentation du corporatisme*[3]. »

425. – L'impartialité selon la Cour EDH – La notion est présente dans divers textes internationaux, de droit français et canadien. En France, c'est notamment l'article 6§1 de la Convention EDH qui commande cette exigence dans le cadre du droit à un procès équitable. La Cour EDH a défini ce qu'il faut entendre par impartialité au sens de l'article 6§1 de la Convention EDH[4]. Avant de formuler sa doctrine actuelle, la Cour EDH a dégagé deux conceptions de l'impartialité, objective et subjective. Dans

---

[1] Notamment en matière budgétaire et en ce qui concerne la nomination des membres. V. *supra* n° 236
[2] G. Cornu, Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, V° « Impartialité », *op. cit.*
[3] J. Francillon, préf. à la thèse de S. Josserand, *L'impartialité du magistrat en procédure pénale,* LGDJ, 1998
[4] R. de Gouttes, « L'impartialité du juge. Connaître, traiter et juger : quelle compatibilité », *RSC* 2003, p. 63 ; J.-P. Relmy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD com*. 2010, p. 29

son arrêt *Piersack* du 1er octobre 1982, la Cour expliquait : « *si l'impartialité se définit d'ordinaire par l'absence de préjugé [...] elle peut s'apprécier de diverses manières. On peut distinguer [...] entre une démarche subjective, essayant de déterminer ce que tel juge pensait dans son for intérieur en telle circonstance, et une démarche objective amenant à rechercher s'il offrait des garanties suffisantes pour exclure à cet égard tout doute légitime*[1]. »

426. – Conception objective – La Cour EDH a d'abord privilégié une conception objective dans laquelle la partialité était appréciée par le seul prisme de l'apparence. Puis, finalement, les juges européens se sont orientés vers une approche tenant compte des deux versants de l'impartialité : « *l'impartialité, au sens de l'article 6, § 1, s'apprécie selon une double démarche : la première consiste à essayer de déterminer la conviction personnelle de tel ou tel juge en telle occasion [démarche subjective] ; la seconde amène à s'assurer qu'il offrait des garanties suffisantes pour exclure à cet égard tout doute légitime [démarche objective]. Quant à la première démarche, l'impartialité personnelle d'un magistrat se présume jusqu'à preuve du contraire. Quant à la seconde démarche, elle consiste à se demander, lorsqu'une juridiction collégiale est en cause, si indépendamment de l'attitude personnelle de tel ou tel de ses membres, certains faits vérifiables autorisent à mettre en cause l'impartialité de celle-ci. En la matière même les apparences peuvent revêtir de l'importance*[2]. »

Et la Cour EDH[3], tout comme Conseil constitutionnel[4] se sont encore récemment référés à la théorie de l'apparence d'impartialité. À propos des tribunaux de commerce, le Conseil constitutionnel considère que l'article L. 631-5 du Code de commerce qui permet au tribunal de commerce de se saisir d'office n'est pas assorti des garanties suffisantes pour assurer qu'en se saisissant d'office, le tribunal ne préjuge pas sa position lorsqu'il sera appelé à statuer sur le fond de l'affaire[5].

---

[1] CEDH 1er oct. 1982, *Piersack c/ Belgique*, série A, n° 53, § 30 : *JDI* 1985. 210, obs. P. Tavernier et P. Rolland

[2] CEDH, 24 mai 1989, *Hauschildt c/ Danemark*, série A, n° 154, § 50 : *JDI* 1990. 727, obs. Rolland et Tavernier – CEDH, 6 juin 2000, req. n° 34130/96, *Morel c/ France*, § 40 s., : *D*. 2001. Somm. 1062, obs. N. Fricero ; *RTD civ*. 2000, p. 934, note J.-P. Marguénaud ; *RTD com*. 2000, p. 1021, note J.-L. Vallens ; *D*. 2001 p. 1610, note M.-L. Niboyet – CEDH, 23 févr. 1996, req. n° 1683990, *Remli c/ France*, § 46 : *RSC* 1996, p. 930, obs. L.-E. Pettiti ; *ibid*. 1997, p. 473, obs. R. Koering-Joulin – CEDH, 25 févr. 1997, *Findlay c/ Royaume-Uni*, Rec. 1997-I, § 73 – CEDH, 20 mai 1998, *Gautrin c/ France*, Rec. 1998-III, p. 1030, § 58 : *D*. 1999, p. 272, note N. Fricero ; CEDH, 9 juin 1998, *Incal c/ Turquie*, Rec. 1998-IV, § 71

[3] CEDH, 31 mars 2005, *Matheus c/France*, n° 62740/00 : *AJDA* 2005, p. 1886, chron. J.-F. Flauss ; *AJDI* 2005, p. 928, obs. J. Raynaud

[4] Cons. const. n° 2012-286, 7 déc. 2012, *QPC Société Pyrénées services* : *D*. 2013, p. 1584, note N. Jacquinot ; *RTD civ*. 2013, p. 889, note Ph. Théry ; *Rev. sociétés* 2013, p. 177, note L.-C. Henry ; *D*. 2013 p. 338, note J.-L. Vallens ; RLDC n° 34, 1er janv. 2013, note D. Rousseau – Cass. com., 16 oct. 2012, n° 12-40.061 à 12-40.065

[5] Décision CC n° 2012-286, 7 déc. 2012, *QPC Société Pyrénées services*, *op. cit*., cons. n° 7

427. – Impartialité au Canada – Au Canada, l'impartialité est un principe tout aussi important qu'en France. Il est principalement garanti par l'article 11(d de la *Charte canadienne* qui impose que tout inculpé a droit à un procès public et équitable devant un « *tribunal indépendant et impartial* ». Dans l'arrêt *Valente* de 1985, la Cour suprême, a défini les critères de la notion d'impartialité. Dans cette décision, le juge Le Dain expliquait : « *L'impartialité désigne un état d'esprit ou une attitude du tribunal vis-à-vis des points en litige et des parties dans une instance donnée. Le terme impartial, comme l'a souligné le juge en chef Howland, connote une absence de préjugé, réel ou apparent*[1]. »

428. – Impartialité objective et subjective – Ainsi, l'impartialité se décline de deux façons. L'impartialité subjective qui s'apprécie indépendamment des fonctions, uniquement par l'analyse du comportement du juge et l'impartialité objective qui correspond à l'exercice même de la fonction, sans considération pour son comportement ou ses convictions[2]. L'on retrouve ces deux facettes dans la définition donnée par la Cour suprême canadienne pour laquelle l'impartialité renvoie à une absence de préjugé « *réel ou apparent*. » Et l'importance de l'apparence d'impartialité a été rappelée dans une décision *Lippé* de la Cour suprême[3].

429. – Importance de l'impartialité objective – L'impartialité objective renvoie au célèbre adage du droit anglais : « *Justice must not only be done, it must also be seen to be done*[4]. » En effet, il convient de ne pas négliger l'apparence d'impartialité, tout comme l'apparence d'indépendance, toute aussi importante que l'impartialité réelle. Ce que les justiciables perçoivent en premier lieu, ce sont les apparences. Face à la personne chargée de les juger, ils auront avant tout une impression d'impartialité ou au contraire de partialité, en raison des circonstances ou du contexte, qui peuvent pourtant ne pas refléter la réalité de ce que pense le juge dans son for intérieur. Cependant, cette apparence est la première chose à laquelle sont confrontés les justiciables et conditionne largement leur confiance dans le système.

430. – Droit essentiel pour le justiciable – À travers la définition de l'impartialité, il apparaît clairement qu'il s'agit d'une qualité essentielle de la fonction de

---

[1] *R. c. Valente, op. cit.*, p. 685
[2] R. Koering-Joulin, « Le juge impartial », *Justices* 1998, n° 10, p. 2
[3] *R. c. Lippé*, [1991] 2 R.C.S. 114. p. 35
[4] Il ne suffit pas que la justice soit rendue, il faut aussi qu'elle donne à chacun l'apparence qu'elle a été bien rendue

juger/sanctionner, quelle que soit l'autorité qui en a la charge[1]. En effet, « *s'il est une vertu attachée par essence à la fonction de juger, c'est bien celle d'impartialité*[2] » qui est considérée avec justesse pas un auteur comme le « *fondement de la légitimité et de la crédibilité du juge dans un État démocratique*[3]. » Les justiciables sont en droit d'attendre que la personne qui va décider de leur sort soit parfaitement impartiale. Ainsi qu'un auteur a pu l'écrire : « *Le premier intérêt à prendre en compte est celui du justiciable, qui a le droit, bien évidemment, à être jugé sans partialité. Il s'agit là d'un droit primordial, d'une exigence fondamentale, dont les origines remontent jusqu'aux textes bibliques, et qui est une condition sine qua non du système judiciaire tout entier*[4]. Dès lors, « *un jugement rendu de manière impartiale, garantira aussi la légitimité d'une décision*[5]. » Il demeure que le juge est humain, aussi la doctrine canadienne estime que si « *Le juge ne peut être neutre, mais il se doit d'être impartial*[6]. » D'ailleurs, d'après l'enquête de satisfaction réalisée auprès des usagers de la justice, effectuée en mai 2001 par la Mission française de recherche Droit et Justice et l'Institut Louis Harris, l'impartialité est citée comme la principale qualité attendue d'un juge, avant même la compétence et l'honnêteté[7].

431. – Importance en matière financière – En matière financière, cette impartialité est extrêmement importante, notamment au regard des enjeux des litiges en la matière. Et même au-delà de l'importance des enjeux financiers des parties, les litiges en matière financière répondent à des enjeux bien plus larges. L'ordre public économique et financier justifie une impartialité sans faille de l'autorité sanctionnatrice.

432. – L'impartialité comme facteur de confiance – Dans la décision *Valente*, la Cour suprême du Canada a clairement identifié que l'impartialité et l'indépendance étaient des qualités fondamentales « *aussi pour assurer la confiance de l'individu comme*

---

[1] Merlin, *Répertoire universel et raisonné de jurisprudence*, v° Juge, tome VIII, 1827 cité par J.-P. Relmy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD com*. 2010, p. 29 ; M.-A. Frison-Roche, « L'impartialité du juge », *D*. 1999, Chron. p. 53, n° 9

[2] J. Francillon, préf. à la thèse de S. Josserand, *L'impartialité du magistrat en procédure pénale,* LGDJ, 1998

[3] P. Sargos, « Le devoir d'impartialité, fondement de la légitimité et de la crédibilité du juge dans un État démocratique », *Gaz. Pal*. 24 et 26 mai 1992

[4] R. de Gouttes, « L'impartialité du juge. Connaître, traiter et juger : quelle compatibilité », *RSC* 2003, p. 63

[5] M. Rivet et A.-M. Santorineos, « 20 ans du Tribunal des Droits de la Personne, Juger à l'ère des droits fondamentaux », *Revue de droit de l'Université de Sherbrooke*, 42 R.D.US. 363, 2012, p. 392

[6] *Ibid*, p. 394

[7] *Enquête sur la satisfaction auprès des usagers de la justice* par la Mission française de recherche Droit et Justice et l'Institut Louis Harris, mai 2001 : À la question « Quelles sont les trois principales qualités que vous attendez d'une juge ? », 47% des personnes interrogées ont répondu l'impartialité, 34% l'honnêteté, et 41% être juste et équitable, et seulement 16% la compétence

du public dans l'administration de la justice[1]. » Dans le même esprit, la Cour EDH considère également que l'impartialité est un des piliers de la démocratie, car c'est elle qui fait naître la confiance en la Justice[2]. Ainsi que nous l'avons évoqué, le secteur financier repose sur la confiance de ses acteurs dans les marchés[3]. Or, cette confiance étant déjà mise à mal par les crises financières successives et les scandales, les marchés ne peuvent pas se permettre que la légitimité de l'autorité sanctionnatrice puisse également être remise en cause.

433. – Obligation d'impartialité des autorités de régulation – L'impartialité objective comme subjective est exigée par la Cour EDH d'une autorité de régulation lorsqu'elle exerce son pouvoir de sanction[4]. Le Conseil constitutionnel a formulé la même exigence, notamment dans une décision du 2 décembre 2011[5] à propos de la Commission bancaire, dans laquelle il a posé un principe constitutionnel général d'impartialité qui a vocation à s'appliquer à toutes les AAI dotées d'un pouvoir de sanction. Dans une décision du 12 octobre 2012, le Conseil a encore précisé qu'une AAI peut exercer un pouvoir de sanction, mais à la condition de respecter « *les principes d'indépendance et d'impartialité découlant de l'article 16 de la Déclaration de 1789*[6]. » Cette même exigence d'impartialité des autorités de régulation est également prévue au Canada, par le biais de la *Charte des droits canadienne*, qui assimile les CVM, lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs quasi juridictionnels, à un tribunal au sens de l'article 11 (d, devant ainsi respecter les exigences d'impartialité[7].

434. – Impartialité différente pour le juge et le régulateur – En France, certains auteurs estiment que la séparation organique de l'AMF lui permettrait de remplir ces critères[8]. Il n'est pas certain que cela soit suffisant pour deux raisons majeures. Tout d'abord, la notion d'impartialité de l'autorité de régulation n'est pas tout à fait identique de celle applicable au juge. Ensuite, il nous semble que la présence de

---

[1] *R. c. Valente, op. cit.*, p. 689
[2] CEDH, 31 mars 2005, *Matheus c/France*, n° 62740/00, *op. cit*.
[3] Voir *supra* n° 23
[4] V. par ex., CEDH 11 juin 2009, *Dubus SA c. France*, n° 5242/04, pt. 53, *op. cit.*
[5] Cons. const., 2 déc. 2011, n° 2011-200 QPC, *Banque populaire Côte d'Azur, op. cit.*
[6] Décis. n° 2012-280 QPC du 12 octobre 2012, *Société Canal Plus et autre, op. cit.*
[7] Voir *supra* n° 127 et 162
[8] M. Guyomar, « La procédure disciplinaire de la Commission bancaire remise en cause », *Banque & Droit*, n° 127, sept.-oct. 2009, p. 9 ; M.-A. Frison-Roche, « QPC, autorités de concurrence, autorités de régulation économique et financière : perspectives institutionnelles », *in* M. Roussille (dir.), *QPC et droit des affaires : premiers regards*, n° spéc. des *Petites Affiches*, n° 194, 29 sept. 2011, pp. 25-35

professionnels au sein des autorités de régulation lorsqu'elles exercent des pouvoirs répressifs empêchent, *de facto*, le respect d'une parfaite impartialité.

435. – Le guide de l'intérêt de l'ordre public financier – Certes le régulateur est soumis, comme le juge, à une obligation d'impartialité lorsqu'il exerce la fonction répressive. Cependant, selon un auteur, l'impartialité du juge et celle du régulateur ne sont pas identiques. En effet, les choix d'une AAI sont avant tout guidés par l'intérêt général, et plus particulièrement par l'intérêt de l'ordre public financier dans le cas de l'AMF. Elle est donc un tiers orienté. En revanche, le juge est par nature un tiers impartial. Il est extérieur aux parties qu'il doit départager. Pour pouvoir exercer son rôle, le juge ne doit pas être engagé dans le litige dont il a à connaître. Cela renvoie au principe selon lequel l'on ne peut pas être juge et partie[1], indispensable à la garantie d'un procès équitable. Cela signifie que pour que l'impartialité soit parfaite, l'autorité poursuivante ne doit pas pouvoir participer au jugement du litige. À l'inverse, on l'aura compris, l'autorité de régulation n'est pas un tiers au litige[2]. La même affirmation peut être formulée concernant les CVM canadiennes. L'AMF comme les CVM canadiennes doivent avant tout accomplir leur mission dans le but de protéger l'épargne et le bon fonctionnement des marchés financiers.

436. – La présence de professionnels – La seconde raison de l'insuffisance du respect de l'impartialité des autorités de régulation française et canadienne tient à la présence de professionnels au sein des organes chargés de sanctionner[3]. À titre d'exemple l'on pourra noter que toutes les décisions du Conseil d'État sanctionnant l'AMF pour non-respect du principe d'impartialité ont porté sur des membres de la Commission des sanctions qui étaient justement des professionnels. Dans plusieurs arrêts du 26 juillet 2007[4], le Conseil d'État a estimé que le rapporteur de la Commission doit être considéré comme partial dès lors que le groupe de sociétés auquel il appartient s'est trouvé en situation de concurrence avec la personne poursuivie. De même dans un arrêt du 30 mai 2007[5], le Conseil d'État a jugé qu'était

---

1 V. par ex. Ch. civile, 7 juin 1989, n° 88-11.141 : *Bull. civ*. II, n° 125

2 F. Brunet, « De la procédure au procès : le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes », *RFDA* 2013, p. 113

3 Voir *infra* n° 128, 146 et 268

4 CE 26 juill. 2007 [4 arrêts], req. n° 293624, n° 293626, n° 293627, n° 293908 : *Bull. Joly Bourse* sept. 2007, p. 645 s., concl. Guyomar ; *JCP E* 2007. 2224, note Y. Paclot ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2007. 32, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RTDF* 2007/3, p. 78, note Ch. Arsouze

5 CE 30 mai 2007 [2 arrêts], req. n° 288538 et n° 293408, *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* : *D*. 2007, p. 1796 ; *AJDA* 2007, p. 1670 ; *RD bancaire et fin*. 2007. Comm. 238, note D. Bompoint ; *Banque et Droit* juill.-août 2007, n° 114, p. 23, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RTDF*

partial le membre de la Commission des sanctions qui appartenait au comité exécutif d'un groupe bancaire dont l'une des filiales était impliquée dans un différend financier persistant avec la société poursuivie. Et dans une décision du 27 octobre 2006[1], le Conseil d'État a encore retenu un manquement à l'exigence d'impartialité d'un des membres de la Commission des sanctions au motif que ce membre avait un lien d'associé avec la personne poursuivie. Certes, ces décisions ont été rendues avant la création de la procédure de récusation[2], mais cela nous semble déjà révélateur d'un réel problème inhérent à la composition des organes répressifs des autorités de régulation, française comme canadienne.

437. – L'impartialité structurelle – Un auteur évoque, en complément de l'impartialité subjective et objective, la notion d'impartialité structurelle qui nous semble correspondre à la situation causée par la présence des professionnels. Cette absence d'impartialité renvoie aux juridictions dont « *l'organisation même [...], [la] constitution légale, autrement dit, [est] jugée incompatible avec l'exigence d'impartialité*[3]. »
C'est bien cette forme d'impartialité structurelle, ainsi que l'impartialité objective qui semble faire le plus défaut à la Commission des sanctions, à l'organe de sanction québécois et aux autres régulateurs provinciaux, précisément en raison de la présence de professionnels. En France, il est vrai que la Commission est partiellement composée de magistrats, mais les professionnels restent en plus grand nombre. Et le raisonnement trouve à s'appliquer encore à plus forte raison aux CVM canadiennes qui ne comptent aucun magistrat. Même si ces membres sont, sans aucun doute, parfaitement capables de faire preuve d'impartialité subjective, l'on ne peut nier que leur seule qualité de professionnels des marchés financiers les rend « suspects », au moins en apparence[4].

2007/2, p. 133, note E. Dezeuze ; *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2007, p. 371, § 71, concl. M. Guyomar ; *Dr. sociétés* 2008. Comm. 16, note Th. Bonneau

[1] CE 27 oct. 2006, req. n° 276069 , *Parent c/ AMF* : *RTD com*. 2007, p. 406, note N. Rontchvesky ; *D*. 2006, p. 2792 ; *D*. 2007. Pan. 2418, spéc. 2425, obs. B. Le Bars et S. Thomasset-Pierre ; *AJDA* 2007, p. 80, note M. Collet ; *RTDF* 2007/1, p. 117, obs. N. Rontchevsky ; *RD bancaire et fin*. mars-avr. 2007, n° 86, p. 42, note D. Bompoint ; *Banque et Droit* janv.-févr. 2007, n° 111, p. 32, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *LPA* 28 nov. 2006, n° 237, p. 18, note J.-M. Glatt ; *ibid*. 20 déc. 2006, p. 4 ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 80, § 6, concl. M. Guyomar ; *Dr. sociétés* 2007. Comm. 55, note Th. Bonneau ; *JCP E* 2007. 1218, p. 15, obs. B. Dondero ; *RLDA* janv. 2007, n° 12, p. 31, note G. Dolidon

[2] Voir *supra* n° 275

[3] J. Normand, « L'impartialité du juge en droit judiciaire privé français », *in L'impartialité du juge et de l'arbitre*, Étude de droit comparé, ss. la dir. de J. van Compernolle et G. Tarzia, Bruylant, 2006, p. 84 s., p. 92 ; Th. de Ravel d'Esclapon, « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macrooprudentielle », *LPA*, 27 sept. 2013, n° 194

[4] V. en sens contraire, J.-P. Relmy, « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD com*. 2010, p. 29

438. – C'est l'un des reproches récurrents qui est fait au système de sanction par des autorités administratives. Dans le système actuel, lorsqu'une personne est sanctionnée par une autorité boursière française ou canadienne, ce sont majoritairement des professionnels qui la jugent : professionnels de marchés financiers, juristes ou avocats. Quoique très compétentes dans leur domaine, ces personnes n'ont pas la légitimité d'un magistrat, car elles n'appartiennent pas à une autorité indépendante. Or l'impartialité objective nous semble extrêmement importante dans un domaine où la confiance est déjà particulièrement fragile.

Ainsi, pour être légitime, l'autorité de sanction doit faire preuve d'une indépendance et d'une impartialité sans faille, mais elle doit également être compétente.

C – Une autorité compétente

439. – Définition – La compétence correspond ici à son acception relative à une « *qualification, [à la] connaissance des règles de l'art*[1]. » La matière boursière et financière est particulièrement technique et spécifique, de sorte que sa parfaite compréhension requiert des connaissances et une compétence particulière. Cette qualité renvoie au besoin croissant de spécialisation qui est lié au développement de secteurs de plus en plus techniques.

440. – La légitimité par la compétence – Il est incontestable que pour être légitime, la personne qui sanctionne les violations à la législation financière doit être compétente dans ce domaine. Cette qualité va sans aucun doute dans le sens de l'objectif d'efficacité de la sanction en droit des marchés financiers. En effet, une sanction sera mieux acceptée par son destinataire s'il sait qu'elle a été prise par une personne qui connaît le secteur financier. En outre, les compétences techniques, mais également la connaissance des pratiques de place permettront à l'autorité en charge de la sanction de prendre des mesures adaptées aux particularités du domaine financier. Cela aura assurément pour effet de rendre la sanction plus efficace.

441. – Les professionnels – Cette exigence de compétences spécifiques a justement été l'une des raisons du transfert de l'encadrement de secteurs particuliers à des autorités de régulation. C'est également ce qui justifie la présence de professionnels

[1] G. Cornu, Association Henri Capitant, *Vocabulaire juridique*, V° « Compétence », *op. cit.*

au sein des organes de sanctions de l'AMF et des CVM canadiennes. Les professionnels ont la pratique des marchés financiers, ils en connaissent les rouages et la technique. Si l'on en croit un auteur, la sanction serait d'ailleurs mieux comprise lorsqu'elle émane de ses pairs, plutôt que d'une autorité judiciaire, extérieure au secteur[1]. L'argument développé sous-entend qu'une sanction prononcée par des professionnels sera mieux acceptée par les professionnels sanctionnés parce qu'ils ont une meilleure connaissance du milieu financier que des magistrats. Et certains s'interrogent d'ailleurs sur la capacité du juge judiciaire à appréhender des domaines aussi techniques : « *le juge est-il apte à comprendre le contexte du secteur, les enjeux du litige, les paramètres à examiner, la portée de la solution ? On ne peut donner au juge le pouvoir d'analyser les faits complexes soumis à l'autorité de régulation et d'en tirer des conséquences différentes sans se poser la question de sa capacité à exercer un contrepoids, un contre-pouvoir dans le mécanisme de régulation*[2]. » On ne peut manquer de voir ici nombres d'arguments déjà régulièrement développés en matière de tribunaux de commerce.

442. – Le respect de la figure du juge – Cependant, il ne faut pas négliger la force symbolique que représente la figure du juge. En effet, dire la peine, la prononcer, est très important d'un point de vue psychologique. Tant pour les philosophes que pour les sociologues, la légitimité d'une sanction provient aussi de « *l'intervention d'un tiers impartial dont la figure idéale est celle du juge. Exclure le juge en matière de sanction, n'est-ce pas menacer le caractère juste de la sanction ?*[3] »

443. – Spécialisation – Les compétences peuvent s'acquérir et l'on peut former les magistrats à la matière financière. D'ailleurs, la spécialisation est déjà une réalité en France dans le domaine pénal avec la création du pôle financier et plus récemment du procureur financier de la République. Si l'on a souhaité créé ces institutions, c'est clairement dans le but de rendre l'exercice du droit pénal boursier plus efficace. Ces mesures sont indispensables, car les auteurs d'infractions sont eux-mêmes de plus en plus compétents. Grâce à l'internationalisation de la délinquance, ils créent des

[1] A. Delion, « La construction progressive d'une sanction administrative », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, *op. cit.*, p. 71-73
[2] G. Canivet, « Propos généraux sur les régulateurs et les juges », in M.-A. Frison-Roche dir., *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2004, p. 193
[3] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 48, p. 62

coopérations et bénéficient de conseils spécialisés[1]. En outre, de manière générale, s'il est vrai qu'il y a trente ans le secteur financier n'était compris que par une poignée d'initiés, cela n'est plus vrai aujourd'hui. Les étudiants en droit sont désormais bien sensibilisés à ces questions par le biais de formations spécifiques. Et la formation pourrait être utilement complétée à l'École Nationale de la Magistrature.

444. – Conclusion – Il est peut-être vrai qu'aujourd'hui la structure de l'AMF et la procédure devant la Commission des sanctions respectent suffisamment les garanties procédurales, le principe de la séparation des pouvoirs – si l'on en croit la jurisprudence du Conseil Constitutionnel – et peut-être même les exigences d'indépendance et d'impartialité. Il certainement encore vrai aujourd'hui que les professionnels ont une connaissance du milieu financier que n'ont pas les magistrats. Cependant, il nous semble que le débat doit permettre d'aller plus loin. La question n'est pas de savoir de quelle manière l'on pourra encore améliorer l'AMF pour qu'elle puisse exercer son pouvoir de sanction dans le respect des principes constitutionnels et processuels. La véritable question qui doit être posée est celle de savoir quelle est l'autorité ***la plus*** légitime, presque au sens d'une légitimité naturelle, pour sanctionner les violations à la législation sur les marchés financiers. De la réponse à cette interrogation dépend l'efficacité du système de sanction du secteur.

§2 – La légitimité intrinsèque de la sanction

445. – Importance d'une sanction légitime – Pour garantir son efficacité, une sanction ne doit pas seulement être prononcée par une autorité légitime, mais elle doit également être en elle-même légitime. Le respect de cette qualité permettra à la personne sanctionnée de mieux comprendre et accepter sa sanction, car sa légitimité ne pourra pas être remise en cause[2].

[1] M.-A. Frison-Roche, « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 27

[2] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 35, p. 54

446. – Caractères d'une sanction légitime – La légitimité d'une sanction dépendra de la réunion de différents facteurs, qui selon un auteur sont les suivants : « *Transparence, lisibilité, prévisibilité, équité et proportionnalité, rapidité, respect et individualisation sont ainsi autant de conditions nécessaires à respecter si l'on veut véritablement assurer la légitimité de la sanction, quelle que soit sa nature, disciplinaire ou pénale*[1] . » Toutes ces qualités sont largement reconnues comme des facteurs de légitimité et d'efficacité des sanctions.

447. – Objectifs poursuivis – En effet, tous ces caractères sont indispensables à un système de sanction efficace, car ils vont permettre d'atteindre divers objectifs. D'abord ils permettront au destinataire de la sanction de mieux la comprendre, voire de l'accepter en ayant le sentiment que la décision a fait l'objet d'une véritable réflexion travaillée de la part de l'autorité qui la prononce. Ensuite, ils permettront à la sanction de jouer son rôle éducatif et pédagogique. Enfin, ils sont un facteur de confiance des justiciables dans le système de sanction en place.

448. – Lisibilité et prévisibilité – La légitimité de la sanction sera renforcée dès lors que la loi qu'elle vient protéger est elle-même intelligible et légitime. La légitimité de la règle protégée par la sanction joue un rôle important dans son respect par les individus et dans l'acceptation de sa sanction. En effet, si les personnes visées considèrent que la règle est légitime, ils auront naturellement tendance à la respecter, non par crainte de la sanction, mais volontairement, parce qu'ils comprennent et adhèrent à la règle posée[2]. Plus largement, l'accessibilité, l'intelligibilité et la clarté de la loi jouent un rôle très important dans la légitimité de la loi, car ces qualités permettent aux justiciables de mieux comprendre la loi et de l'accepter plus facilement. Le Conseil constitutionnel a d'ailleurs consacré l'accessibilité, l'intelligibilité et la clarté de la loi comme un objectif à valeur constitutionnelle[3]. Cet objectif a des conséquences directes sur le système de sanction et son efficacité, les deux étant étroitement liés. En effet, « *à défaut d'une loi de qualité, il est impossible de concevoir une sanction de qualité*[4]. » Et ainsi que l'a expliqué E. Prairat, sociologue de

---

[1] J.-Ch. Froment, « L'autorité et la sanction », *Informations sociales, Sanctions*, n° 127, Octobre 2005, p. 67

[2] Ph. Coppens, « La sanction de la règle juridique : de la contrainte à l'incitation », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, *op. cit.*, p. 36

[3] Cons. const. DC n° 99-421 du 16 déc. 1999 sur la loi habilitant le gouvernement à procéder à l'adoption de certains codes par voie d'ordonnance : *D*. 2000, p. 425, note D. Ribes ; *Droit social* 2002, p. 379, note E. Marie ; *RTD civ*. 2000, p. 186, note N. Molfessis ; *AJDA* 2000, p. 31, note J.-E. Schoettl

[4] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique, op. cit.*, n° 36

l'éducation : « *réfléchir sur la sanction, c'est toujours réfléchir en amont de celle-ci. Le sens et la lisibilité de la loi et plus fondamentalement la mise en place d'un véritable cadre socialisant sont une exigence essentielle, car la sanction ne prend sens et efficience que comme élément d'un dispositif plus global où se nouent paroles, lois et responsabilités*[1]. »

449. – Absence de rétroactivité – C'est aussi afin de poursuivre cet objectif de clarté et d'intelligibilité de la sanction que ni la règle qui la fonde ni la sanction elle-même ne doivent être rétroactives. Cela aurait pour conséquence de placer les acteurs dans une situation d'imprévisibilité et d'insécurité juridiques. Or, pour qu'une sanction soit comprise et acceptée, elle doit être connue à l'avance par ses destinataires. De plus, ils n'auront pas le sentiment d'être traités de manière juste si la nature de la règle ou de la sanction peut être modifiée de manière rétroactive.

450. – Une procédure équitable – Une sanction légitime est également une sanction qui est prononcée au terme d'une procédure équitable. En effet, si la sanction en elle-même est évidemment très importante, le processus pour y parvenir l'est tout autant. Une sanction peut être parfaitement appropriée, juste et légale, mais si la procédure qui y a conduit n'est pas loyale et équitable, c'est toute la légitimité de la sanction qui pourra être remise en cause. Partant, l'on ne peut séparer la sanction de sa procédure et « *si la sanction est avant tout une procédure, cette procédure doit être loyale pour être légitime. Elle contribue ainsi à faciliter la compréhension et l'adhésion aux sanctions prononcées*[2]. »

451. – Application relative par les autorités de régulation – À l'origine de l'octroi du pouvoir de sanction à la COB, il s'agissait de l'un des points qui différenciait le plus la procédure de sanction devant l'autorité de marché de la procédure judiciaire. En tant qu'autorité administrative, celle-ci n'était pas tenue de respecter les garanties procédurale applicables à un procès, ce qui lui permettait notamment d'avoir des procédures beaucoup plus rapides. Finalement, cette procédure a été contrainte d'évoluer dans un sens plus respectueux des droits de la défense sous l'impulsion de la Cour EDH[3]. Cependant, et c'est là l'une des spécificités recherchées au sein des autorités de régulation, celles-ci ne respectent toujours pas en tous points les garanties procédurales applicables aux juridictions judiciaires, ce qui selon nous

[1] E. Prairat, « Ce que sanctionner veut dire », *Les Cahiers dynamiques*, 2009/3, n° 45, p. 96
[2] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique, op. cit.*, n° 45
[3] Voir *supra* n° 220

porte atteinte à la légitimité de la procédure de sanction devant l'AMF, qui est pourtant aujourd'hui clairement le juge principal en matière de marchés financiers. Sur ce point, les CVM canadiennes ont toujours été, et encore aujourd'hui plus respectueuses des garanties procédurales des justiciables. Cela s'explique par le fait que celles-ci ont toujours été assimilées à des tribunaux lorsqu'elles exercent leurs fonctions quasi juridictionnelles, ce qui leur a imposé, dès leur création, de respecter toutes les exigences liées aux garanties procédurales[1].

452. – Une procédure rapide – En outre, pour être efficace et utile, la sanction doit être prononcée au terme d'une procédure qui ne doit pas être trop longue. Dans le cas contraire, le lien entre la sanction et le comportement à son origine devient trop lointain, ce qui nuit à son efficacité[2]. C'est là l'un des grands avantages reconnu à la procédure administrative depuis sa création. En ce qui concerne l'AMF, les procédures de sanctions durent en moyenne 18 mois, alors que les procédures judiciaires relatives à des délits financiers s'étalent souvent sur plusieurs années.

453. – La proportionnalité des sanctions – La proportionnalité de la sanction est un autre facteur de sa légitimité, car elle permet d'adapter la sanction aux circonstances et de proposer une sanction qui réponde le mieux à la situation en cause. Cela permettra à la sanction de remplir sa fonction utilement, car elle prendra en compte les particularités de la personne sanctionnée.

454. – La motivation des décisions – Enfin, il est unanimement reconnu que la motivation des décisions est une condition essentielle de leur légitimité. En effet, « *Si la décision de justice tire pour partie sa légitimité de sa conformité au droit, elle doit, en outre, être rationnellement acceptable par ses destinataires, c'est-à-dire apparaître dénuée d'arbitraire et exempte de tout subjectivisme. Pour éviter l'impression d'arbitraire, le jugement doit alors porter la marque du raisonnement du juge, seul de nature à emporter la conviction de ceux auxquels il s'adresse. L'effectivité de la motivation suppose par conséquent une argumentation juridiquement et rationnellement convaincante, pour la rendre acceptable par les parties*[3]. »

---

[1] Voir *supra* n° 127

[2] G. Grisel, « La sanction administrative », in *La sanction*, colloque du 27 nov. 2003, L'Harmattan, p. 194

[3] S. Gjidara, « La motivation des décisions de justice, impératifs anciens et exigences nouvelles », *LPA*, 26 mai 2004 n° 105, p. 3

455. – La motivation en France et au Canada – Concernant la motivation des décisions judiciaires, le Canada et la France ont une approche très différente. Alors que la motivation est inhérente aux systèmes de *common law*, elle est beaucoup plus récente dans les systèmes de droit civil et notamment en France. Historiquement, sous l'Ancien régime, la France refusait catégoriquement que les décisions de justice soient motivées et il a fallu attendre la Révolution pour que les premières obligations de motivation des décisions de justice soient prévues par la loi[1]. En revanche, dans les pays de *common law*, il n'existe pas de fondement textuel à l'obligation de motivation, mais elle découle de la jurisprudence et évidemment de la technique des précédents. La motivation des décisions de justice est désormais une obligation bien ancrée en France, prévue notamment par le Code de procédure civile (art. 455) et le Code de procédure pénale (art. 485). Même les cours d'assises ont été gagnées par le phénomène. Il en va de même pour les décisions prises par la Commission des sanctions de l'AMF (art. L. 621-15, IV, CMF) ainsi que celles prises par les CVM canadiennes[2]. Cependant, la pratique de la motivation est très différente de celle des pays de *common law*. Elle a pu être qualifiée de « *minimaliste sous forme de syllogisme*[3] », tandis que les décisions de justice canadiennes, influencées par l'approche de *common law*, constituent à elles seules presque de véritables articles de doctrine. Ainsi que l'a exposé M. Canivet, cette différence dans l'approche de la motivation s'explique par le fait que les pouvoirs du juge sont différents dans les systèmes de *common law*. En effet, le juge détient un pouvoir de création de la norme par la règle du précédent. Dès lors, l'on comprend que le raisonnement qu'il emploie pour formuler une décision revêt une importance capitale. À l'inverse, le juge français ne crée pas la loi, il ne fait que l'interpréter et l'appliquer. Ainsi, il n'a pas à expliquer le sens de la loi ni en donner son appréciation personnelle[4].

---

[1] L'absence de motivation s'expliquait par le développement de la transcription des coutumes, mais surtout par la volonté des Parlements d'affirmer leur indépendance par rapport à la Cour du Roi ainsi que leur autorité en faisant ressortir le caractère absolu de leurs décisions. C'est la Révolution qui va véritablement poser les premières obligations de motivation des arrêts, d'abord en matière pénale par le décret des 8-9 octobre 1789. Et la loi des 16-24 août 1790 sur l'organisation judiciaire pose une obligation générale de motiver.

[2] Par ex. à propos de la CVMO, art. 17.2, *Règles de procédure de la CVMO*, 8 avril 2014 : « le secrétaire transmet à toutes les parties à l'instance une copie de la décision définitive du comité d'audience, y compris les motifs qui y étaient fournis. »

[3] S. Gjidara, « La motivation des décisions de justice, impératifs anciens et exigences nouvelles », *op. cit.*

[4] G. Canivet, « La motivation brève en question », in *Le juge de cassation à l'aube du 21ème siècle*, Actes du premier Congrès de l'Association des Hautes Juridictions de cassation des pays ayant en partage l'usage du français, Marrakech, 17-19 mai 2004, p. 87

456. – Compréhension et acceptation de la sanction – Il ne suffit pas qu'une sanction soit fondée en droit pour être légitime aux yeux de son destinataire. Il convient que celui-ci puisse comprendre le raisonnement qui a mené à la décision prise à son encontre. Cela donnera aux parties le sentiment que leur cause a véritablement été entendue et prise au sérieux. *In fine*, la motivation permet aux parties de comprendre la décision, car c'est par cette motivation que l'autorité va donner sa conclusion à l'affaire[1]. La motivation a donc un impact psychologique important. Le professeur Laurent Aynès a parfaitement résumé la problématique : « *Motiver c'est parler, expliquer ; partant permettre au destinataire d'accéder à la compréhension – qui n'est pas nécessairement approbation – et, de ce fait, échapper à la brutalité de l'arbitraire*[2]. »

457. – La Cour EDH – La motivation des décisions a également été reconnue comme essentielle pour leur compréhension par les justiciables par la Cour EDH, notamment dans l'arrêt *Taxquet c/ Belgique* du 13 janvier 2009 à propos de la motivation des décisions rendues par une cour d'assise sur le fondement de l'article 6§1 : « *La motivation a également pour finalité de démontrer aux parties qu'elles ont été entendues et, ainsi, de contribuer à une meilleure acceptation de la décision*[3]. » Avec cette décision, selon deux auteurs : « *Conçue initialement comme un moyen d'éviter l'arbitraire judiciaire,* [la motivation] *devient un outil permettant aux justiciables de comprendre voire d'accepter une décision pouvant leur être défavorable*[4]. » Et les auteurs poursuivent : « *Entendue plus spécifiquement non plus comme un outil pour le juge, ni même comme une garantie du justiciable contre l'arbitraire de ce dernier, mais plutôt comme un instrument au service d'une logique plus pédagogique, l'exigence de motivation prend une nouvelle dimension et conforte en cela la logique plus générale de transparence animant et relégitimant l'activité des services publics*[5]. »

458. – Crédibilisation de la sanction – La motivation évitera, effectivement, les risques d'arbitraire en permettant une parfaite transparence de l'argumentation

---

[1] J.-F. Clément, « La Rédaction, la Motivation et le Dispositif d'une Décision », *Canadian Journal of Administrative Law and Pratice*, 27 Can. J. Admin. L. & Prac. 319, oct. 2014, p. 319

[2] L. Aynès, « Motivation et justification », *RDC*, 2004-2, p. 555

[3] Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009, req. n° 926/05, cons. 91 : *D*. 2009, p. 1058, note J.-F. Renucci ; *RFDA* 2009, p. 677, note L. Berthier ; *RSC* 2009, p. 657, note J.-P. Marguénaud ; *Procédures* 2009, comm. 172, J. Buisson ; *Ibid*, comm. 116, N. Fricero ; *Dr. pén*. 2009, alerte 12, W. Roumier

[4] L. Berthier et A.-B. Caire, « La motivation des décisions de justice et la Convention européenne des droits de l'Homme, de l'intime conviction des jurys d'assises à la conviction des destinataires des décisions de justice. Réflexions autour de l'arrêt *Taxquet c/ Belgique* », 13 janv. 2009, req. n° 926/05, *RFDA* 2009, p. 677

[5] Ibid.

juridique qui a conduit à la décision. Une bonne motivation assure donc également la transparence et l'impartialité du processus. Cela favorisera la crédibilité et l'autorité de la décision. Plus largement, la motivation renforce la prévisibilité du droit et la transparence.

Pour un auteur, elle revêt même un rôle crucial surtout lorsque l'autorité a le choix entre différentes sanctions et différents quantum[1]. La motivation permet alors de crédibiliser la décision de sanction qui a été prise. Ainsi qu'un auteur l'a fait remarquer : « *L'autorité de la décision se trouve ainsi assurée, dès lors qu'elle repose sur une argumentation juridique et rationnellement valable, de nature à susciter l'adhésion de ceux à qui elle s'adresse. Qu'ils soient ou non convaincus par la démonstration du juge, les plaideurs peuvent au moins constater à travers les motifs, que la décision est le résultat d'un processus méthodique*[2]. »

459. – Confiance dans le système de sanction – De manière plus globale, une bonne motivation, selon un auteur canadien, contribue à ce que les justiciables aient confiance dans le système judiciaire : « *Je conclus sur cette question de l'importance d'une bonne motivation en disant que tous ces avantages sont de nature à assurer la confiance des justiciables dans le processus judiciaire ou quasi judiciaire, confiance qu'il ne faut jamais prendre pour acquise*[3]. » Il est évident que la transparence qu'offre la motivation est un facteur de confiance des sujets de droit. Et particulièrement dans le domaine des marchés financiers, nous avons déjà pu constater combien la confiance est importante à leur bon fonctionnement, mais aussi combien elle est fragile. Il est donc impératif de privilégier tous les moyens possibles afin de maintenir cette confiance.

460. – Publicité de la décision – Enfin, la publicité de la décision ajoutera encore à sa légitimité en assurant sa parfaite transparence. En outre, couplée à une bonne motivation, il s'agit d'un moyen de permettre à la sanction de remplir sa fonction pédagogique et éducative. Les CVM canadiennes[4] et l'AMF française (art. L. 621-15, V, CMF) sont soumises à cette obligation de publication de leurs décisions.

---

[1] Préface in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, sous la dir. Cécile Chainais, Dominique Fenouillet, vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012, n° 81

[2] S. Gjidara, *op. cit.*,

[3] J.-F. Clément, « La Rédaction, la Motivation et le Dispositif d'une Décision », *Canadian Journal of Administrative Law and Pratice*, 27 Can. J. Admin. L. & Prac. 319, oct. 2014, p. 319

[4] Par ex. à propos de la CVMO, art. 17.3, *Règles de procédure de la CVMO*, 8 avril 2014 : « Chacune des décisions est publiée sur le site Web et dans le bulletin, à moins d'une ordonnance d'un comité d'audience exigeant qu'elle reste confidentielle »

461. – Conclusion Section 1 – Parmi les critères d'efficacité de la sanction, sa légitimité tient une place très importante. En effet, il convient tout d'abord que cette sanction soit prononcée par une autorité qui est perçue comme légitime par les justiciables. Ensuite, la sanction doit elle-même revêtir certains caractères afin de favoriser sa légitimité. La légitimité est une condition de l'efficacité de la sanction, car elle favorisera la confiance des acteurs des marchés financiers dans le système de sanction mis en place. Cet objectif pourra être atteint si l'on s'assure de l'impartialité de l'autorité en charge de la sanction ainsi que de la procédure qui y conduit. En outre, par des moyens tels que la motivation des décisions, l'on favorisera la transparence et la prévisibilité ce qui permettra à la sanction de jouer son rôle éducatif. Enfin, tous ces moyens sont facteurs permettant une meilleure compréhension et acceptation de la sanction par son destinataire, ce qui contribue sans aucun doute à son efficacité. Cependant, pour être pleinement efficace, la sanction doit également être adaptée aux spécificités des marchés financiers.

SECTION 2

LE CRITÈRE DE L'ADÉQUATION AUX MARCHÉS FINANCIERS

462. – Plan – À l'étude de l'organisation des sanctions en matière boursière en France et au Canada, l'on constatera qu'une grande variété de sanctions existe : judiciaires, administratives, pénales, civiles. Mais lorsque l'on met en place un système de sanction dans un domaine spécifique tel que celui des marchés financiers, il est nécessaire de s'interroger sur les finalités recherchées. En effet, la sanction peut poursuivre différents objectifs : punir, indemniser, prévenir, dissuader ou encore rectifier. La sanction en droit des marchés financiers doit permettre de trouver un juste équilibre entre la poursuite de deux objectifs : la garantie de l'intégrité des marchés financiers et l'efficacité de marché qui nécessite des innovations parfois risquées.
Dans la perspective de la poursuite de ce double objectif, la sanction en droit des marchés financiers devra d'abord tenir compte des intérêts des investisseurs afin de maintenir leur confiance. Ensuite, il nous semble qu'un système de sanction ne pourra être efficace que s'il prend en compte le mouvement de globalisation et d'internationalisation de la finance. Enfin, la sanction doit être suffisamment sévère pour s'assurer que les acteurs des marchés respecteront les règles, sans toutefois être d'une telle intensité qu'elle les ferait fuir. Ainsi, la sanction doit être réparatrice (§1), « internationale » (§2), puis punitive et dissuasive (§3).

§1 – <u>Une sanction réparatrice</u>

463. – Plan – Ainsi que nous avons pu le constater, les marchés financiers ne peuvent fonctionner sans la confiance des investisseurs. Pour qu'ils soient incités à y intervenir, il nous semble indispensable qu'ils soient assurés qu'en cas de pertes dues à la fraude d'un intervenant sur les marchés, ils disposeront d'une réparation efficace de leur préjudice. Suivant cet objectif, il convient de ne pas négliger la fonction

réparatrice de la sanction et son rôle pour le bon fonctionnement des marchés (A). L'on pourra à cette occasion se rendre compte que la responsabilité civile de droit commun se révèle souvent insuffisante pour assurer une réparation efficace des préjudices financiers tant en France qu'au Canada (B).

A – L'efficacité de la réparation comme condition du bon fonctionnement des marchés

464. – Plan – Il convient d'abord de définir ce que recouvre la fonction réparatrice de la sanction (I), pour en dégager les spécificités dans le domaine des marchés financiers (II).

I – La fonction réparatrice de la sanction

465. – La fonction réparatrice de la sanction – Parmi les différentes fonctions qui peuvent être dévolues à la sanction, l'on trouve la punition de l'auteur de l'infraction, la prévention des transgressions et dommages futurs, mais aussi la réparation d'un dommage[1]. Ces fonctions peuvent être assignées à une sanction de manière cumulative ou alternative, de sorte que la sanction n'a pas qu'une vocation punitive tournée vers l'auteur de la fraude, elle peut également avoir une vocation réparatrice davantage tournée vers la victime. Il s'agira alors de « *réparer le dommage individuel causé par l'illégalité*[2]. »

466. – La réparation fondée sur la responsabilité civile – La réparation des préjudices résultant du dommage causé par le comportement d'autrui relève traditionnellement de la responsabilité civile. C'est le cas en France, mais également au Canada, tant dans les provinces de droit civil que de *common law*. Dans les provinces où s'applique la *common law,* la responsabilité civile ne repose pas sur une théorie générale des obligations, mais sur une série de « délits » identifiés, les « *torts* », qui renvoient à des situations où la violation d'une règle de droit, d'un devoir légal ou d'une obligation morale donnés obligent la personne fautive à réparer le dommage subi par la victime. Différents *torts* peuvent fonder une action en justice, certains correspondant à des responsabilités pour fautes et d'autres à des

[1] Ph. Coppens, « La sanction de la règle juridique : de la contrainte à l'incitation », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, *op. cit.*, p. 32-33
[2] *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique, op. cit*., n° 54

responsabilités objectives[1]. Le *tort* de « *negligence* » est le plus général et celui auquel l'on recourt le plus souvent dès lors qu'il existe un « *duty of care*[2]. »

467. – Définition – De manière générale, la responsabilité civile peut être définie comme l'obligation « *de répondre d'un dommage devant la justice et d'en assumer les conséquences civiles, pénales, disciplinaires, etc. (soit envers la victime, soit envers la société)*[3]. » Toute personne qui commet un dommage à autrui est tenue de réparer le préjudice que celui-ci a causé, la réparation correspondant au « *dédommagement d'un préjudice par la personne qui en est responsable civilement ; rétablissement de l'équilibre détruit par le dommage consistant à replacer, si possible, la victime dans la situation où elle serait si le dommage ne s'était pas produit*[4]. »

468. – Fondements de la responsabilité civile – Le fondement de la responsabilité civile réside dans la commission d'une faute par l'auteur du dommage. Imprégnée de morale chrétienne, l'idée est que lorsqu'une personne cause, par sa faute, un dommage à une autre, elle doit le réparer. Ce fondement a été retenu par le Code civil, s'inspirant ainsi des travaux de Domat[5], lui-même influencé par les écrits de Grotius [6] et de Pothier [7], eux-mêmes sous l'inspiration des canonistes. La responsabilité est fondée sur l'idée de faute, par laquelle il faut entendre tout : « *comportement illicite contrevenant à une obligation ou à un devoir imposé par la loi, par la*

---

[1] Par ex. les torts qui reposent sur des atteintes intentionnelles ou accidentelles à la personne, comme les menaces (*assault*) ou les voies de fait (*battery*), ceux qui reposent sur des atteintes aux biens d'autrui, que ce soit à ses propriétés (*trespass to land*) ou à ses biens meubles (*trespass to chattels*), ou encore les troubles à la tranquillité publique ou privée (nuisance), ou bien ceux qui reposent sur la violation d'une obligation morale, comme la diffamation (*defamation*), l'entente illicite (*conspiracy*) ou le dépôt abusif de plaintes au pénal (*malicious prosecution*)

[2] En effet, le « duty of care », qui constitue un devoir de diligence raisonnable, est le premier élément qui doit être démontré dans une action en *negligence*.

[3] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, V° « Responsabilité », I [sens général], *op. cit*.

[4] *Ibid*., V° Réparation, *op. cit.*

[5] Domat, *Les Loix civiles dans leur ordre naturel*, Livre II, t. VIII, S. IV, n° 1 : « Toutes les pertes et tous les dommages qui peuvent arriver par le fait de quelque personne […] doivent être réparés par celui dont l'imprudence ou autre faute y a donné lieu. Car c'est un tort qu'il a fait, quand même il n'aurait pas eu l'intention de nuire »

[6] Grotius, *Le droit de la guerre et de la paix*, nouvelle traduction par J. Barbeyrac, P. de Courp, Amsterdam, 1724, t. 2, Livre 2d, Chap. XVII, p. 522 : « J'entends ici par Délit, toute faute commise, soit en faisant ou en ne faisant pas certaines choses, au préjudice de ce à quoi on était tenu ou purement et simplement en tant qu'Homme, ou à cause d'une certaine qualité particulière dont on est revêtu. Or, quand on a causé du dommage par une faute comme celle-là, on est naturellement tenu de le réparer »

[7] Pothier, *Œuvres de Pothier*, Siffrein, Chanson et Videcoq, 1821-1824, t. I « Traité des obligations », n° 116 et n° 121 : « Les délits sont la troisième cause qui produit les obligations, et les quasi-délits la quatrième. On appelle délit le fait par lequel une personne, par dol ou malignité, cause du dommage ou quelque tort à un autre. […] Non seulement la personne qui a commis le délit ou le quasi-délit est obligée à la réparation du tort qu'elle a causé ; (…) »

coutume ou par une norme générale de comportement[1]. » Parce qu'une personne ne respecte pas les règles de comportement attendu, elle doit en assumer les conséquences, notamment pécuniaires, dès lors qu'elle a causé un préjudice. Il s'agit donc bien de sanctionner une illicéité.

469. – Les liens entre responsabilité civile et sanction – À travers les principes de la responsabilité civile, l'on comprend que la responsabilité pour faute, en obligeant son auteur à réparer le dommage commis, a également, et par voie de conséquence, pour fonction de le sanctionner. En effet, ainsi qu'un auteur l'a expliqué, « *la sanction est une mesure de réaction à la violation de la légalité, c'est-à-dire en fait de la licéité, alors la mesure de réparation fondée sur l'obligation de réparer le dommage injustement causé est une sanction*[2]. »

470. – Caractère incitatif de la responsabilité – Liée à la sanction, la réparation pourra aussi avoir une fonction normative, dans le sens où elle contribuera à prévenir la commission de comportements répréhensibles. En effet, la crainte de se voir condamné au versement de dommages et intérêts qui peuvent être élevés est censée prévenir la réalisation de dommages. Parce que la personne aura peur d'être condamnée, elle agira de manière régulière. Selon l'approche économique du droit, la responsabilité, lorsqu'elle est attachée à la faute, peut constituer une sanction incitative. Conserver ce lien entre la faute et la responsabilité, reflète la conception qu'il faut faire « payer » les personnes à l'origine du dommage. Leur imposer les conséquences financières de leurs actes les incitera à chercher à réduire les possibilités de dommage. Ce constat correspond à l'idée que la responsabilité civile poursuivrait bien deux objectifs : l'indemnisation et la dissuasion. La différence avec le droit pénal étant alors que « *les personnes soumises à la pression préventive du droit civil sont présumées sensibles aux incitations monétaires, ce qui sous entend qu'elles sont solvables*[3]. » Cela semble parfaitement adapté aux cas de responsabilité en matière financière où les enjeux ne sont généralement que financiers.

471. – Les régimes de responsabilité sans faute – Certes il convient de relativiser les propos qui précèdent, car depuis le développement de la responsabilité sans faute,

---

[1] Ph. Tourneau, « Responsabilité (en général) », *Rep. Dalloz Droit civil*, juin 2015, n° 111

[2] J.-B. Borghetti, « Les sanctions en droit de la responsabilité civile – De la réparation sans sanction aux sanctions non réparatrices », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 18, p. 458-459

[3] E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, *op. cit.*, n° 1171-1172, p. 300

ou de « *strict liability* » en *common law*, et de l'assurance, l'association systématique de la responsabilité civile à la sanction n'existe plus. La réparation des préjudices soumis à un régime d'assurance n'appelle pas de commentaires particuliers dans le cadre de notre étude[1]. En effet, les assurances ne couvrent généralement pas les dommages résultant de la fraude intentionnelle commise par l'assuré[2]. Toujours est-il que malgré le développement d'une responsabilité objective, la faute reste la source essentielle de la responsabilité civile dans les systèmes civilistes, comme dans les systèmes de *Common Law*[3]. Et c'est selon cette approche que nous abordons la nécessité d'une sanction réparatrice. L'on sait que le domaine des marchés financiers est un terrain particulièrement propice à la commission de pratiques abusives, constitutives de fautes, desquelles peuvent résulter un dommage qui devra être réparé.

472. – Caractère fondamental du droit à réparation – En France, l'importance du droit d'obtenir une indemnisation pour la victime d'un dommage causé par la faute d'une personne ou d'une chose gardée a d'ailleurs été consacrée par le Conseil constitutionnel qui en a fait un principe général du droit[4] et une « *exigence constitutionnelle* » fondée sur l'article 4 de la DDHC relative au principe d'égalité[5]. Sur le fondement du principe d'égalité, le Conseil rappelle d'abord que chacun doit répondre du dommage qu'il cause à autrui ; et pose ensuite le principe selon lequel : « *le droit français ne comporte, en aucune matière, de régime soustrayant à toute réparation les dommages résultant de fautes civiles imputables à des personnes physiques ou morales de droit privé, quelle que soit la gravité de ces fautes*[6]. » Ce droit est également consacré par la Convention européenne des droits de l'Homme et la jurisprudence de la Cour EDH qui considère que si une législation nationale reconnaît le principe du droit à

[1] Par ex. l'existence de fonds de garantie des dépôts en cas d'insolvabilité de l'établissement financier ou les multiples assurances professionnelles souscrites par les PSI, mais qui ne couvrent pas les cas de fraudes.
[2] Cass. civ. 2ème, 23 sept. 2004, n° 03-14.389 : *D*. 2005, p. 1317, note H. Groutel ; *RDI* 2004, p. 517, note L. Grynbaum
[3] E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, *op. cit.*, n° 1164, p. 328
[4] Cons. const., décision n° 82-144 DC du 22 oct. 1882, *Loi relative au développement des institutions représentatives du personnel* : *D*. 1983. 189, note F. Luchaire ; *Gaz. Pal*. 29 janvier 1983, note F. Chabas
[5] Cons. const. décision n° 99-419 DC du 9 nov. 1999, *Loi relative au pacte civil de solidarité*, consid. 70 : *D*. 2000, p. 424, note S. Garneri ; *RTD civ*. 2000, p. 870, note Th. Revet ; *Ibid*, p. 109, note J. Mestre et B. Fages
[6] Cons. const., DC du 22 oct. 1882, *op. cit.*, cons. 5

l'indemnisation du préjudice, alors la créance de réparation constitue un bien du patrimoine de la victime qui doit être positivement protégé[1].
Le droit à réparation est un élément fondamental du droit français, que personne ne songe à remettre en cause. Pourtant, dans le domaine boursier, ce droit n'a pas toujours fait l'unanimité, alors même que les préjudices y sont bien réels, et que leur réparation efficace contribuerait à un meilleur fonctionnement des marchés financiers.

II - Spécificité du domaine boursier

473. – Le refus du droit à réparation des investisseurs – En France le droit à réparation des investisseurs n'est devenu une préoccupation que tardivement, par rapport à d'autres systèmes comme les États-Unis ou le Canada. La question de l'indemnisation du préjudice des investisseurs à la suite de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses n'est apparue en jurisprudence en France que dans les années 1990[2]. Pendant longtemps, les juges refusaient purement et simplement le principe même du droit à l'indemnisation de l'investisseur au motif que l'investisseur avait volontairement et consciemment pris un risque en se lançant dans une opération boursière[3].

474. – Évolution jurisprudentielle – La situation évolue d'abord avec l'arrêt *Buon* de 1991 par lequel la Cour de cassation a reconnu le principe de l'existence d'un préjudice résultant d'un délit de diffusion d'informations fausses ou trompeuses[4], puis avec la décision *Société générale de fonderie* en 1993[5], où la Chambre criminelle a accepté de reconnaître le caractère certain du préjudice financier subi par l'investisseur. Elle sera suivie par la Chambre commerciale dans son arrêt du 22 mars

[1] CEDH, 20 nov. 1995, n° 38/1994/485/567, *Pressos Compania Naviera S.A. et autres c. Belgique* – CEDH, 30 nov. 2004, n° 48939/99, *Önerylidiz c. Turquie* : *RDI* 2005, p. 98, note F.-G. Trébulle ; *AJDA* 2005, p. 541, note J.-F. Flauss ; *RTD civ*. 2005, p. 422, note Th. Revet ; *AJDA* 2005, p. 1133, note S. Rabiller
[2] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, p. 9. En ligne : http://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2014/11/CDJ_Réparation-du-préjudice-financier.pdf
[3] Cass. com., 4 nov. 1976, n° 75-12.104 – Cass. com. 23 oct. 1990, n° 88-19.216 : *RTD com*. 1991, p. 274, note M. Cabrillac ; *D*. 1992, p. 29, note M. Vasseur
[4] Cass. crim., 5 nov. 1991, *Buon*, n° 90-82.605, *Bull. crim*., n° 394 : *Rev. sociétés* 1992, p. 91, note B. Bouloc ; *D*. 1992, IR. 13
[5] Cass. crim., 15 mars 1993, *Société générale de fonderie* : *Bull. crim*., n° 113, p. 280, *Bull. Joly Bourse* 1993, p. 365, note M. Jeantin ; *Rev. sociétés* 1993, p. 847, note B. Bouloc ; *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. H. Hovasse ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24

2005[1]. À l'origine, seuls les préjudices d'acquisition[2] ou de cession d'actions[3] étaient réparés, mais pas celui de conservation des titres[4]. La jurisprudence a d'abord évolué au niveau de la cour d'appel de Paris, dans le cadre de l'affaire *Sidel*, où il a été pour la première fois fait droit à une demande en réparation du préjudice de conservation des actions, la cour ayant retenu que « *le préjudice direct et personnel ainsi subi par les actionnaires, en achetant ou conservant une action aux perspectives prometteuses surévaluées, est distinct de celui subi par la société elle-même*[5]. » La Cour de cassation a entériné cette solution dans le célèbre arrêt *Gaudriot* du 9 mars 2010[6].

475. – Des réticences liées au risque de bourse – Cette réticence à admettre l'existence et la réparation du préjudice des investisseurs peut s'expliquer, notamment par le fait que la spéculation, assimilée au pari et au jeu, était mal vue par une partie de la population[7]. L'on avait tendance à considérer que celui qui investit en bourse sait qu'il prend un risque et ne peut venir demander réparation de pertes dues à une chute des cours, quelle qu'en soit la cause[8]. La Cour de cassation elle-même faisait référence au « *risque inhérent au caractère spéculatif des opérations réalisées sur des titres cotés en bourse*[9]. »

---

[1] Cass. com., 22 nov. 2005, n° 03-20.600 : *RTD com.* 2006, p. 445, obs. M. Storck ; *Banque & Droit* janv.-févr. 2006, p. 35, obs H. de Vauplane et J.-J. Daigre

[2] Cass. crim., 15 mars 1993, *Société Générale de fonderie, op. cit.* – Cass. com., 22 nov. 2005, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing, op. cit.*

[3] CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion*, n° 2001/21885 : *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 43, note E. Dezeuze ; *RTD com.* 2004, p. 316, note C. Champaud ; *RSC* 2005, p. 93, note J. Riffault-Silk ; *RTD com.* 2004, p. 132, note N. Rontchevsky ; *D.* 2004, p. 1802, note Y. Reinhard

[4] Il a été clairement exclu dans l'arrêt *Société Générale de fonderie*, préc. dans lequel les juges ont refusé d'indemniser un actionnaire pour les titres acquis avant la diffusion des fausses informations en relevant que n'était pas rapportée la preuve que la décision de l'investisseur de conserver ses actions ait été « directement dictée par les seules hausses des cours du titre SGS »

[5] CA Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036

[6] Cass. com., 9 mars 2010, *Aff. Gaudriot*, n° 08-21.547 et 08-21.793 : *Bull. civ. IV*, n° 48 ; *D.* 2010, p. 761, obs. A. Lienhard ; *D.* 2010, p. 2797, obs. J.-C. Hallouin, E. Lamazerolles et A. Rabreau ; *Rev. sociétés* 2010, p. 230, note H. Le Nabasque ; *RSC* 2011. 113, obs. F. Stasiak ; *RTD civ.* 2010, p. 575, obs. P. Jourdain ; *RTD com.* 2010, p. 374, obs. P. Le Cannu et B. Dondero ; *ibid.*, p. 407, obs. N. Rontchevsky ; *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 537, note D. Schmidt ; *JCP E* 2010,1483, note S. Schiller

[7] Sur la vision de la spéculation dans la littérature au XIX^{ème} siècle, V. H. de Vauplane, « La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIX^{ème} siècle », *LPA*, 23 nov. 2006, n° 234, p. 5

[8] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *Mélanges AEDBF VI,* 2013, p. 399 ; S. Schiller, « Nature des fautes susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et méthode d'évaluation du préjudice subi », *JCP E* 2010, n° 20, 1483 ; S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. sociétés* n° 8-9, août 2009, étude 12

[9] N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *JSS* juillet 2011, n° 89, p. 19

476. – Obstacle lié aux victimes – Une autre raison propre à la spécificité du domaine des marchés financiers, ayant trait au profil même des victimes a également été identifiée par Alain Pietrancosta : « *Des victimes souvent ignorantes du dommage qu'elles subissent, en raison de la difficulté de détecter les délits et manquements ; des victimes passives, apathiques, une apathie rationnelle compte tenu de leur éparpillement et de l'absence d'instruments d'action collective efficaces face à des préjudices de masse ; des victimes conscientes, sinon partiellement consentantes, qui connaissent et sont censées assumer le risque inhérent aux coopérations de marché : peut-on prétendre à des réparations alors même que l'on a choisi de jouer en bourse ? Des victimes indéterminées, ou au moins rendues difficilement identifiables par le processus intermédié d'appariement des ordres sur les marchés financiers ; voire même des victimes introuvables, si l'on en croit l'analyse des délits boursiers en "victimless crimes" ; ou pire, des victimes nécessaires, sacrifiées sur l'autel de l'efficience des marchés ; certainement, en tout cas, des victimes aux préjudices difficilement évaluables*[1]. » Effectivement, les victimes dans le domaine des marchés financiers sont souvent difficilement identifiables et leur statut même de victime est parfois contesté.

477. – Un droit d'abord répressif – Ainsi, à l'origine, le droit boursier en France était essentiellement répressif, et l'idée que les investisseurs puissent subir un préjudice qui devrait être réparé est récente. En témoigne la synthèse effectuée par le professeur D. Martin[2] selon laquelle entre 2004 et janvier 2013, l'AMF a rendu publiques plus de 220 décisions de sanction, tandis que le nombre d'infractions boursières ayant abouti à une décision judiciaire d'indemnisation dépasse à peine la douzaine[3] pour un montant cumulé de dommages et intérêts qui ne dépasse pas les cinq millions d'euros[1].

---

[1] A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* 2007, n° 3, p. 21

[2] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 400

[3] *Affaire Société générale de Fonderie* (v. not. Cass. crim., 19 oct. 1995, n° 94-83.884 : *Rev. sociétés* 1996, p. 323, note B. Bouloc ; *RSC* 1996, p. 647, note B. Bouloc) ; *Affaire Landauer* (v. not. Cass. crim., 15 mai 1997, n° 96-80.399 : *D*. 1998, p. 75, note Y. Reinhard ; *Rev. sociétés* 1998, p. 135, note B. Bouloc) ; *Affaire Comptoir des Entrepreneurs* (v. not. Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324 : *Rev. sociétés* 2001, p. 380, note B. Bouloc ; *RTD com*. 2001, p. 493, note N. Rontchevsky ; *RTD Com*. 2001, p. 534, note B. Bouloc) ; *Affaire Sedri* (v. not. Cass. crim., 24 janv. 2001, n° 00-80.247) ; *Affaire Les Beaux Sites* (v. not. CA Paris, 18 févr. 2002, n° 01/02489) ; *Affaire Flammarion* (v. not. CA Paris, 26 sept. 2003, *op. cit.*) ; *Affaire Eurodirect Marketing* (v. not. Cass. com. 22 nov. 2005, *op. cit.*) ; *Affaire Regina Rubens* (v. not. CA Paris, 14 sept. 2007, n° 07/01477) ; Affaire *Sidel* (v. not. CA Paris, 17 oct. 2008, n° 06/09036) ; *Affaires Marionnaud* (v. not. CA Paris, 27 mai 2009, n° 08/08267 et T. com. Créteil, 19 janv. 2010, n° 2005F00978 ; CA Paris, 19 mars 2013, n° 11/06831 ; Cass. com. 6 mai 2014, n° 13-17.632 : *D*. 2014, p. 1150 ; *Rev. sociétés* 2014, p. 579, note E. Dezeuze et J. Trèves ; *Bull. Joly Bourse* 2014, p. 340, p. 4, note A. Gaudemet ; *Bull. Joly* 2014, p. 449, p. 112, note S. Torck ; *RTD com*. 2014, p. 829, note N. Rontchevsky) ; *Affaire Gaudriot* (v. not.

478. – L'existence de risque de dommage en matière boursière – Pourtant, les dommages causés par les fraudes à la législation boursière et financière sont bien réels. En effet, ce n'est pas parce que les intervenants sur les marchés financiers ont accepté le risque inhérent à ces activités, qu'ils doivent également supporter les conséquences dommageables nées des comportements abusifs de certains individus. La définition du dommage est connue ; il s'agit de l' « *atteinte subie par une personne dans son corps (dommage corporel), dans son patrimoine (dommage matériel ou économique) ou dans ses droits extrapatrimoniaux (perte d'un être cher, atteinte à l'honneur), qui ouvre à la victime un droit à réparation (on parle alors de dommage réparable) lorsqu'il résulte soit de l'inexécution d'un contrat, soit d'un délit ou d'un quasi-délit, soit d'un fait dont la loi impose à une personne la charge*[2]. » La matière boursière n'est pas étrangère à cette définition. Il s'agira principalement de dommage matériel ou économique. En somme, contrairement à ce que l'on peut parfois lire, les fraudes commises sur les marchés financiers ne causent pas de dommage qu'au seul marché. Elles peuvent aussi porter atteinte aux intérêts privés des investisseurs.

479. – Sources des préjudices – Principalement, les préjudices subis par les investisseurs auront trois origines possibles : une mauvaise information ayant eu un impact sur la valeur des titres, une mauvaise commercialisation de produits financiers ou une gestion non conforme[3]. Dès lors, la faute susceptible d'engager la responsabilité de son auteur pourra résulter soit d'un abus de marché, soit d'un manquement à ses obligations par le professionnel dans le cadre d'un contrat lié à la commercialisation de produits financiers ou à la gestion d'un portefeuille.

480. – Les fautes commises dans le cadre de commercialisation et la gestion de produits financiers – Dans le cadre de la commercialisation et la gestion de produits financiers, l'investisseur est lié par un contrat avec l'intermédiaire financier. Si ce dernier commet un manquement à ses obligations issues du contrat, il engage naturellement sa responsabilité contractuelle. Afin de protéger les épargnants, la jurisprudence a étendu cette protection en faisant découler du contrat une obligation d'information du client sur les risques encourus dans les opérations spéculatives.

Cass. com. 9 mars 2010, *op. cit.*) ; *Affaire Vivendi* (v. not. TGI Paris, 21 janv. 2011 : *Bull. Joly Sociétés* 2011, p. 210, note J.-F. Barbiéri) ;

[1] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 400

[2] G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, V° « Dommage », *op. cit*.

[3] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, groupe de travail dirigé par J. Delmas-Marsalet et M. Ract-Madoux, 25 janv. 2011, p. 19. En ligne sur le site de l'AMF.

Cette obligation a été posée pour la première fois dans l'arrêt *Buon* du 5 novembre 1991. Un client avait spéculé sur le cours de l'or à partir de l'argent déposé sur son compte, cela par des opérations à terme, c'est-à-dire à découvert. Ayant réalisé des pertes, il avait tenté d'engager la responsabilité de la banque ; la chambre commerciale l'a suivi et a décidé, pour la première fois, au visa de l'article 1147 du Code civil et de manière très générale, que « *quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance*[1]. »

La Cour de cassation a ensuite étendu sa solution, toujours sur le fondement de l'article 1147 du Code civil, en imposant un devoir d'information précontractuel, et un devoir de connaissance du client[2]. Le législateur a lui même consacré toute une série de règles visant à réglementer le comportement des prestataires de services d'investissement, dont la violation peut constituer une faute civile : ils doivent agir de manière loyale, honnête et professionnelle dans l'intérêt prioritaire du client (C. mon. fin., art. L. 533-11), lui délivrer une information, même si c'est à titre publicitaire, dont le contenu soit exact, clair et non trompeur (C. mon. fin., art. L. 533-12, I), lui communiquer toute information lui permettant raisonnablement de comprendre la nature du service et du produit proposés ainsi que les risques afférents (C. mon. fin., art. L. 533-12, II), et s'enquérir de ses connaissances et de son expérience en matière d'investissement pour lui fournir un service approprié (C. mon. fin., art. L. 533-13, II). Dans l'hypothèse de la gestion individuelle de portefeuille et du conseil en investissement, ils doivent se renseigner sur la situation financière et les objectifs d'investissement du client pour lui fournir un service adapté, enfin de lui assurer le meilleur résultat possible dans l'exécution des ordres (C. mon. fin., art. L. 533-18). À cela, s'ajoute une obligation de catégorisation des clients pour garantir la plus grande protection possible aux moins armés (C. mon. fin., art. L. 533-16)[3].

---

[1] Cass. com., 5 nov. 1991, *Buon*, *op. cit*.

[2] Cass. com., 12 févr. 2008, n° 06-20.835 : *Bull. civ*. IV, n° 31; *D*. 2008, p. 1231, note M.-L. Bélaval ; *RTD com*. 2008, p. 374, note M. Storck

[3] Sur ces obligations V. M. Storck, « Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 312 ; J.-G. d'Hérouville, « La notion d'investisseur averti », *Banque et Droit* janv.-févr. 1998, p. 20 ; M. Germain, « La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat », *Banque et Droit* mars-avr. 2000, p. 14 ; C. Pénichon, « Obligations et responsabilité des prestataires de services d'investissement », *RJ com*. nov. 2003, p. 48 ; I. Riassetto, « L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 323 ; R. Bonhomme, « responsabilité et gestion du risque financier », *Rev. droit. bancaire et fin*. 2010, Étude 31

Dans une telle hypothèse, l'investisseur étant lié au professionnel par un contrat, duquel découle ces diverses obligations de comportement, la possibilité que ces manquements portent atteinte aux intérêts privés des investisseurs clients, ne posent pas de réelles difficultés. Le préjudice subi par l'investisseur pourra être constitué par le fait que ses objectifs de gestion n'ont pas été respectés (gestion spéculative alors que le client souhaitait une gestion sécuritaire), ou encore lorsque le PSI opte pour l'achat de titres spéculatifs sans mettre en garde le client ou s'il lui vend des produits risqués sans l'alerter. Du manquement par le professionnel à ses obligations de conseil et d'information envers le client pourra résulter pour ce dernier une perte de chance d'avoir pu réaliser un meilleur investissement. En effet, en droit commun, la violation d'une obligation de conseil est sanctionnée sur le terrain de la perte de chance[1].

481. – La faute constitutive d'un abus de marché – À côté des manquements aux obligations des prestataires de services d'investissement dans le cadre de la commercialisation et de la gestion d'instruments financiers, les investisseurs seront susceptibles de subir un préjudice lorsqu'un abus de marché est commis. De manière générale, dans les trois cas, le comportement fautif est de nature à influer sur le cours de certains titres. Dès lors, des investisseurs qui agiraient sur ces titres le feront sur la base d'un prix erroné. Dans le cas d'une opération d'initié, il s'agira d'une personne en possession d'une information privilégiée qui décide de ne pas la révéler au public alors qu'elle aurait un impact sur le prix des titres.
Dans l'hypothèse d'une manipulation de marché, il s'agira de manœuvres qui entravent le fonctionnement normal du marché en induisant autrui en erreur, le plus souvent, en diffusant des informations sur le marché qui vont influencer les autres opérateurs, le manipulateur profitant de cette erreur pour déboucler son opération.
Enfin, dans le troisième abus de marché, c'est la diffusion d'une fausse information qui va impacter le prix du titre. L'information étant l'élément essentiel à la formation des prix sur le marché, une fausse information sera susceptible de produire un effet sur le cours, qui deviendra alors artificiel, à la hausse ou à la baisse. Les informations relatives aux émetteurs peuvent émaner de différentes sources. À titre principal, elles sont diffusées au marché par ses organes sociaux, sous le contrôle des dirigeants et des commissaires aux comptes. Elles sont également souvent relayées et interprétées

[1] Par ex. c'est le cas de la responsabilité des notaires et des avocats : Cass. 1ère civ., 16 janv. 2013, n° 12-14.439 : *D*. 2014, p. 169, note Th. Wickers ; *RTD civ*. 2013, p. 380, note P. Jourdain ; *D*. 2013, p. 619, note M. Bacache

par des professionnels extérieurs, comme les analystes financiers[1] qui en font des synthèses pour guider les investisseurs. De même, les banques d'investissements traitent et diffusent des informations pour recommander à leurs clients d'acheter ou de vendre certains titres. C'est l'abus de marché qui donne lieu au plus grand nombre de décisions de la commission des sanctions. Aux États-Unis et au Canada, c'est également sur la base de cette fraude que le plus grande nombre de *class actions* sont exercées[2].

Or, si ces divers comportements abusifs sont, sans aucun doute, de nature à causer un préjudice au marché, en ce qu'ils en entravent le fonctionnement normal, il est tout aussi certain qu'un préjudice peut aussi en résulter pour l'investisseur qui aura agi sur la base de cette représentation erronée du marché.

482. – Le préjudice dans une opération d'initié – Si une personne initiée agit sans avoir révélé certaines informations, les investisseurs peuvent invoquer le fait que si l'information avait été connue du public, avant que l'initié ne l'exploite sur le marché, le cours aurait été différent. Cependant, la doctrine est très partagée sur la réalité du préjudice en présence d'une opération d'initié. En effet, généralement l'on considère que ce dommage est difficilement démontrable, principalement parce que l'investisseur qui opère sur le marché passe par l'intermédiation de la chambre de compensation[3]. Dès lors, son cocontractant n'est pas l'initié, mais toute personne agissant sur le marché en même temps que lui. Les contreparties de l'initié ne peuvent donc pas être individuellement identifiées. Les conséquences d'une opération d'initié seraient avant tout collectives[4] et le préjudice, surtout causé au marché dans son ensemble[5], même si l'on peut considérer, selon une approche

[1] Pour un exemple où un analyste a été reconnu responsable du préjudice causé par la diffusion de fausses informations : CA Paris, 15e ch., sect. B., 30 juin 2006, n° 04/060308, *Sté Morgan Stanley & Co et a. c/ SA* LVMH : *JurisData* n° 2006-303479 *; Bull. Joly Sociétés 2006*, p. 1453, note D. Schmidt ; *RTD com.* 2006, p. 875, note N. Rontchevsky

[2] Voir *infra* n° 1001

[3] D. Schmidt, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241 ; D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *Mélanges AEDBF VI,* 2013, p. 405

[4] Il faut cependant réserver l'hypothèse où l'initié traiterait de gré à gré avec son cocontractant (V. D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 404). Dans un tel cas le dol par réticence pourrait être invoqué. Par ex. dans l'affaire EADS, le dol n'a pas été retenu, mais la Cour a admis le principe selon lequel la cession de gré à gré de titres cotés peut être entachée d'une réticence dolosive dès lors que le cédant ignore une information importante concernant l'émetteur, connue du cessionnaire : CA Paris, 28 avril 2011, n° 10/05037, *JurisData* n° 2011-009526

[5] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 406

économique, que le gain réalisé par l'initié est intervenu obligatoirement au détriment des autres opérateurs, ainsi d'ailleurs que l'avait relevé la CJUE dans l'arrêt *Spector*, où la Cour explique que « *les opérations fondées sur ces informations leur confèrent des avantages économiques injustifiés aux dépens des « non-initiés* [1] . » La jurisprudence française n'a quant à elle reconnu l'existence d'un tel préjudice que dans son principe, mais aucune réparation n'a jamais été prononcée sur ce fondement[2].

483. – Préjudice dans la manipulation de marché – Il n'y a eu à ce jour aucune décision française ayant réparé un préjudice causé par une manipulation de cours[3]. Cependant, le trading à haute fréquence est en plein développement et propice à des manipulations[4], de telle sorte que la situation pourrait évoluer.

484. – La diffusion d'informations fausses ou trompeuses – En matière d'abus de marché, c'est la diffusion de fausses informations qui est le plus naturellement à même de causer un préjudice aux investisseurs[5]. Un double préjudice peut résulter de la diffusion d'une fausse information pour les investisseurs. Ils pourront d'abord soutenir que s'ils avaient connu la vérité, ils auraient acheté moins cher, vendu plus cher ou conservé leurs titres. Leur consentement n'aurait pas été éclairé. Ici, le préjudice est analysé comme la perte de chance d'investir autrement. Mais les investisseurs peuvent également affirmer avoir subi une perte financière, constituée

---

[1] CJUE, 23 déc. 2009, n° C-45/08, *Spector Photo group NV* : *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 96, R. Mortier ; *JCP G* 2010, n° 17, p. 485, note B. Zabala ; *RSC* 2010, p. 244, note L. Idot ; *D*. 2010, p. 1663, note C. Mascala ; *RSC* 2010, p. 156, note F. Stasiak ; *Rev. sociétés* 2010, p. 325, note P.-H. Conac ; *D*. 2010, p. 85, note A. Lienhard

[2] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *Mélanges AEDBF VI*, 2013, p. 399

[3] *Ibid*., p. 406

[4] Voir par ex. : Conférence générale annuelle de l'ICMA, discours de J.-P. Jouyet, Paris, 27 mai 2011 ; Rapp. AN n° 3034, 14 déc. 2010, spéc. p. 50 et 106 et s. ; 11e Journée des RCCI et RCSI, « Le trading haute fréquence vu de l'AMF » par M. A. Oseredszuck, 15 mars 2011 ; « Cartographie 2011 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne : Risques et tendances » : Rev. AMF n° 10, mai 2011, p. 6 ; S. Desplat et B. Gizard, « Le trading à haute fréquence et l'intégrité du marché » : *RD bancaire et fin*. 2013, dossier n° 20 ; M. Storck, « L'encadrement du négoce à haute fréquence », LPA 27 sept. 2013, p. 29 ; M. Galland, « La régulation du trading à haute fréquence », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 3 p. 129, n° 50.

[5] La diffusion de fausses informations peut aussi causer un préjudice à l'émetteur (V. Cass. crim., 29 nov. 2000, n° 99-80.324 : *Bull. Joly Sociétés*, p. 407, note. J.-D. Belot et E. Dezeuze). Elle pourra lui causer un préjudice financier dans le cadre d'une opération précise, mais également un préjudice d'image et de réputation auprès de ses actionnaires, de ses partenaires financiers, voire même des clients de l'entreprise : V. D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit*., p. 407

de la différence de prix entre le prix artificiel évalué par rapport à la fausse information, et le prix qui aurait été celui de l'action sans cela[1].
Ainsi, même en présence d'un abus de marché, l'on se rend compte que l'atteinte peut être portée non seulement au marché lui-même, mais également aux intérêts privés des investisseurs qui ont négocié des titres sur la base d'une appréciation erronée de leur valeur.

485. – Dommages de « masse » - De plus, les fraudes boursières ont la particularité d'être de nature à générer des dommages de « masse ». Le contentieux boursier est « *structurellement pourrait-on dire, un contentieux de masse, mais aussi un contentieux évolutif*[2]. » En effet, « *la qualité d'investisseur inclut la victime d'un préjudice financier au sein d'une catégorie d'intervenants qui sont tous susceptibles d'avoir été identiquement ou différemment lésés par la diffusion d'une information fausse à l'occasion d'une décision d'investissement*[3]. » En effet, lorsqu'une fraude porte sur le titre d'une société cotée, celle-ci pouvant compter des milliers d'actionnaires, ce sont autant de personnes qui peuvent être lésées par le seul comportement d'un unique individu, ainsi que l'on a pu s'en rendre compte à travers les exemples précédemment cités[4]. S'il est vrai que le montant du dommage individuel peut souvent paraître relativement faible, les dommages financiers pouvant toucher un nombre très important de personnes, la multiplication de préjudices de faible importance résultant du comportement d'une personne entraînera un dommage « collectif » très élevé qu'il convient de ne pas négliger. Or, il est indispensable de prendre en considération cet aspect dans la perspective d'une réparation efficace.

486. – La nécessité d'une réparation efficace – En conséquence, être doté d'un recours en réparation véritablement efficace est indispensable à un système de sanction satisfaisant. Les seules sanctions répressives ne peuvent suffire aujourd'hui à attirer les investisseurs, à gagner et maintenir leur confiance dans les marchés.
Il nous semble que l'une des réponses est à trouver dans la réparation de leur préjudice financier causé par les actes frauduleux de certains opérateurs de marchés. D'ailleurs, des travaux universitaires américains ont démontré par une étude comparative de plusieurs systèmes étrangers, qu'il existe un lien étroit entre le bon

[1] Nicolas Spitz a qualifié le premier de ces préjudices, préjudice d'information et le second, préjudice de condition. V. N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, *op. cit.*
[2] Club des juristes Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, p. 16
[3] *Ibid*., p. 16
[4] Voir *supra* n° 12

fonctionnement et le développement de certains marchés, et l'existence dans ces pays de procédures permettant l'indemnisation des victimes d'infractions boursières[1].
Ainsi que l'avait expliqué Nicolas Spitz dans sa thèse sur la *Réparation des préjudices boursiers*, le droit de la responsabilité civile peut apporter beaucoup au fonctionnement des marchés financiers, mais à la condition de l'adapter à leurs spécificités. L'auteur explique que la responsabilité civile peut être un moyen de réguler les marchés, en ce qu'elle peut être un facteur de confiance des investisseurs dans l'intégrité des marchés financiers[2].
En effet, ce qui effraie certainement beaucoup un investisseur et le rend réticent à investir son argent sur les marchés est sa crainte de voir son investissement perdu à cause des agissements illégaux d'un opérateur de marché, au-delà du risque lié à l'investissement lui-même qu'il accepte de prendre volontairement. Il est évident que la série de fraudes et de scandales financiers qui ont touché les marchés à un niveau international n'a fait qu'accroître ces peurs. Or, les seules sanctions pécuniaires administratives et amendes ne réparent absolument pas le dommage causé aux victimes. Bien au contraire, elles les laissent avec le sentiment que l'on fait bien peu de cas de leur sort.
Dès lors, afin de restaurer et de renforcer la confiance des investisseurs, les systèmes de sanction doivent être dotés de moyens permettant de les assurer qu'en cas de fraude, leur préjudice sera effectivement et correctement réparé. En effet la responsabilité civile est protectrice, et en cela, elle permet d'apaiser la victime qui sait que l'auteur de son dommage sera contraint de le réparer.

487. – Importance des modalités de résolution judiciaire des litiges pour l'attractivité des marchés – Enfin, l'importance des modalités de résolution judiciaire des litiges pour l'attractivité d'un marché a été relevée. En effet, si elles sont inefficaces, les investisseurs étrangers n'auront pas confiance dans ce marché. Et leur prévisibilité est indispensable, car « *la prévisibilité du risque judiciaire associé à la cotation est une donnée essentielle à l'investissement et à l'admission sur un marché*[3]. »
Ainsi, des règles prévisibles et claires de responsabilité civile contribuent à l'attractivité et à la sécurisation du marché. Il ne fait aucun doute que la prévisibilité pour les opérateurs des conséquences indemnitaires de leurs comportements est une

[1] R. La Porta, F. Lopez de Silanes et A. Schleifer, « What works in securities law ? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, n° 1, fevr. 2006
[2] N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers, op. cit*., p. 15
[3] Club des juristes Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, nov. 2014, p. 16

condition essentielle pour assurer une juste indemnisation des victimes et une plus grande sécurité juridique[1].

488. – Conclusion – La sanction peut donc également avoir une fonction réparatrice qui se révèle particulièrement adaptée aux marchés financiers. Si la jurisprudence a longtemps refusé aux investisseurs toute réparation de leurs préjudices subis en raison du risque inhérent à l'activité boursière, les épargnants sont pourtant susceptibles de subir des préjudices divers qui doivent être réparés. En effet, si les investisseurs peuvent compter sur une réparation efficace et prévisible de leur préjudice, leur confiance dans les marchés sera accrue et ils n'en seront que davantage incités à investir. Or, force est de constater que cela n'est pas le cas aujourd'hui de la responsabilité civile de droit commun, en France comme au Canada.

B – Les insuffisances de la responsabilité civile de droit commun

489. – Le principe de la réparation sur le fondement de la responsabilité civile de droit commun – En France, la réparation des préjudices causés aux investisseurs ne peut se faire que par la voie d'une action en justice sur le fondement de la responsabilité civile de droit commun, contractuelle (art. 1147, Code civil) ou délictuelle (art. 1382, Code civil). De manière générale, les autorités de régulation ne s'intéressent presque pas aux victimes. L'AMF ne fait pas exception. Elle ne dispose d'aucun pouvoir lui permettant d'ordonner une telle indemnisation. La réparation des préjudices est réservée au juge : « *Aux autorités de marché, la protection du marché dans l'intérêt général. Au juge, judiciaire ou administratif, la protection des droits individuels du citoyen*[2]. »

490. – La réparation des préjudices financiers au Canada – Au Canada, les victimes de fraudes financières peuvent également intenter un recours judiciaire en réparation. Dans les provinces civilistes comme le Québec, c'est également le principe général de responsabilité civile qui s'applique (art. 1457 du Code civil québécois [3]). En droit québécois, Baudouin et Deslauriers estiment que la

[1] *Ibid*., p. 17
[2] Cl. Lucas de Leyssac, « Les victimes », in *Autorités de régulation et vie des affaires*, *D*. 2006, p. 135
[3] Art. 1457 du Code civil québécois : « Toute personne a le devoir de respecter les règles de conduite qui, suivant les circonstances, les usages ou la loi, s'imposent à elle, de manière à ne pas causer de préjudice à autrui. Elle est, lorsqu'elle est douée de raison et qu'elle manque à ce devoir, responsable

responsabilité civile extracontractuelle a « *pour principale fonction de fournir compensation à la victime d'un préjudice d'ordre personnel. Elle a aussi, à un degré moindre cependant, un but préventif (…)*[1] » Dans les provinces appliquant la *common law*, dans le cadre des fraudes commises sur les marchés financiers, l'on pourra trouver le tort de « *breach of statutory duty* » qui correspond à l'atteinte à des intérêts protégés par une obligation légale ou encore le « *tort of negligence* », qui renvoie à la violation d'une obligation de diligence ou de soin raisonnable (« *duty of care* »). Dans ces deux cas, la reconnaissance de responsabilité peut donner lieu à l'octroi de dommages et intérêts. Mais contrairement au système français qui n'ouvre droit qu'à des dommages et intérêts compensatoires, les systèmes canadiens, civiliste et de *common Law,* permettent également d'octroyer des dommages et intérêts punitifs.

491. – La difficulté de réparer les préjudices en France – Force est de constater qu'en France la réparation des préjudices financiers fondée sur le recours judiciaire est très loin d'être efficace. Ce constat n'est pas nouveau. Dès 1991, Alain Viandier relevait une « *absence quasi-totale de réparation civile des dommages causés aux investisseurs*.[2] » La situation ne s'est guère améliorée avec la création de l'AMF. La doctrine est unanime sur ce point : le droit commun de la réparation est largement inefficace en matière boursière[3]. L'on ne peut que regretter la rareté des décisions et la faiblesse des montants alloués aux victimes[4], tandis que depuis les décisions de 1982 et la décision PACS de 1999, le Conseil constitutionnel a clairement affirmé que le droit à réparation est une « *exigence constitutionnelle*[5] », sur le fondement de l'article 4 de la DDHC.

---

du préjudice qu'elle cause par cette faute à autrui et tenue de réparer ce préjudice, qu'il soit corporel, moral ou matériel. Elle est aussi tenue, en certains cas, de réparer le préjudice causé à autrui par le fait ou la faute d'une autre personne ou par le fait des biens qu'elle a sous sa garde. »

[1] J.-L. Baudouin et P. Deslauries, *La responsabilité civile*, 6e éd., Cowansville, Éditions Yvon Blais, 2003, n° 67, p. 43-44

[2] M.-C. Robert, « La réparation civile des infractions boursières », in *La criminalité d'argent : quelle répression ?* (Actes du Colloque tenu par la première chambre de la cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003), éd. Montchrestien, Coll. Grands colloques, déc. 2004, p. 76, spéc. p. 75-76.

[3] Sur la question des préjudices boursiers, voir en particulier N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers*, *op. cit.* ; O. Douvreleur, « La sanction en droit boursier », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, *op. cit.* , p. 107

[4] Pour un contre exemple, TGI Paris, 12 sept. 2006 : le tribunal correctionnel de Paris dans l'affaire *Sidel* a fait droit aux demandes de plusieurs centaines d'actionnaires en leur octroyant une indemnisation forfaitaire : *Banque et droit*, nov.-déc. 2006, p. 35, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; *RTDF*, 2006/3, p. 162, note E. Dezeuze ; D. Schmidt, « Affaire Sidel : l'indemnisation des actionnaires », *D*. 2006, p. 2522

[5] Cons. const, décision n° 82-144 DC du 22 oct. 1982, *Loi relative au développement des institutions représentatives du personnel, op. cit*. – Cons. const. décision n° 99-419 DC du 9 nov. 1999, *Loi relative au pacte civil de solidarité, op. cit*.

492. – L'absence de prise en compte des dommages de masse – D'abord, pour les investisseurs, les recours en réparation s'apparentent souvent à un véritable parcours du combattant, notamment en raison du coût et de la longueur des procédures judiciaires. Ainsi, en présence d'un dommage de masse dont le montant du préjudice par investisseur est faible, ces difficultés ne vont certainement pas inciter les victimes à engager des poursuites civiles. De plus, l'absence de juridiction spécialisée crée une dispersion du contentieux qui ne favorise absolument pas une jurisprudence harmonisée. Au surplus, l'accessibilité à la justice n'est pas favorisée.

493. – Les difficultés liées à l'application du régime de droit commun de la responsabilité civile – En outre, l'application des conditions de droit commun de la responsabilité civile aux préjudices des investisseurs a soulevé plusieurs difficultés. Il faut constater une faute, un préjudice et un lien de causalité, dont la preuve doit, en conformité avec les principes directeurs du procès, être rapportée par la victime demanderesse (art. 9, CPC). Dès lors, il est souvent difficile et coûteux pour les investisseurs lésés de réunir les preuves nécessaires. Cela explique d'ailleurs pourquoi les investisseurs ont tendance à se tourner vers le juge pénal. Cependant, il ne s'agit pas non plus d'une solution satisfaisante, car la voie pénale se trouve alors dévoyée de sa fonction première[1]. Ce mouvement témoigne bien du fait que les conditions applicables à la responsabilité civile de droit commun ne sont pas adaptées aux spécificités des marchés financiers.

494. – Difficultés de prouver un préjudice direct et personnel – D'abord, en France, il est relevé que l'existence d'un préjudice direct est souvent très délicate à démontrer[2]. Rappelons qu'en plus des principes de la responsabilité civile, l'investisseur victime doit appliquer certains principes de droit des sociétés. Ainsi, deux possibilités s'offrent aux actionnaires souhaitant obtenir réparation du préjudice causé. Ils peuvent engager une action sociale, dont ils devront assumer la charge financière et dont ils ne retireront aucun bénéfice à titre personnel, ce qui explique le peu de succès d'une telle action[3]. Ils peuvent également exercer une action individuelle afin de recevoir personnellement les éventuelles réparations accordées. Mais pour que leur action soit recevable, ils devront démontrer qu'ils ont

[1] Y. Chaput, *La sanction : la lecture des économistes et des juristes, op. cit.* , p. 18-19
[2] O. Douvreleur, « La sanction en droit boursier », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes, op. cit.* , p. 108
[3] S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *op. cit*.

subi un préjudice personnel, distinct de celui subi par la société [1]. Or, la jurisprudence, civile comme pénale, applique des critères relativement stricts qui compliquent encore la tâche des investisseurs, car traditionnellement elle refuse de voir dans la dépréciation des titres un préjudice distinct du préjudice social, dont il ne serait que le corollaire[2]. En revanche, ce sera le cas, lorsque le dommage du demandeur résulte de sa mauvaise information et de celle du marché.

495. – L'aléa boursier : la difficulté d'établir le lien de causalité – Ensuite, les marchés financiers sont soumis à l'aléa boursier, ce qui rend l'application des principes classiques de la responsabilité civile particulièrement compliquée[3]. L'aléa boursier renvoie au fait que les prix des titres qui sont négociés sur les marchés dépendent de nombreux facteurs, très variés, et très fluctuants[4]. Il est donc souvent difficile d'identifier une raison précise à la variation du cours de bourse sur un titre. Cet élément constitue un obstacle majeur à la preuve du lien de causalité et à l'évaluation du préjudice. En effet, en droit français comme en droit canadien, les principes de la responsabilité civile imposent pour le demandeur de démontrer qu'il existe un lien de causalité entre le fait fautif et le préjudice subi. En matière boursière, cela signifie qu'il faut établir un lien entre la fausse information, par exemple, et le cours du titre. Si le fait fautif n'a pas eu d'impact sur le cours, il n'y a pas de préjudice. Mais, la victime doit également établir le lien entre la fausse information, et sa décision d'acheter, de vendre ou de conserver les titres. Il lui faudra démontrer que la fausse information a influencé de manière déterminante sa décision. En résumé, elle doit prouver qu'elle avait connaissance de la fausse information et que celle-ci l'a déterminée à acheter, vendre ou conserver le titre[5].

---

[1] V. par exemple Cass. com., 26 janv. 1970, n°67-14.787 : *Bull. civ*. IV, n° 30 ; *D*. 1970, p. 618, note J. Guyénot ; *JCP* 1970, II, n° 16385, note Y. Guyon ; *RTD com*., 1970, p. 431, note R. Houin – Cass. com., 15 janv. 2002, n° 97-10.886 : *RJDA* 6/02 n° 650 ; *RTD com*. 2002, p. 694, note J.-P. Chazal – Cass. com., 21 sept. 2004, n° 03-12.663, inédit.

[2] V. Cass. com., 1er avr. 1997 : *Bull. Joly Sociétés*, 1997, p. 650, § 248, note J.-Fr. Barbièri – Cass. com., 4 mars 1986 : *Bull. civ*., IV., no 42 ; Cass. com., 26 janv. 1970, *op. cit.* ; V. en matière d'abus de biens sociaux : Cass. crim., 13 déc. 2000 : *Bull. crim*. N° 373 ; *Bull. Joly Sociétés*, 2001, p. 498, § 125, note J.-F. Barbiéri ; *Droit pénal* 2001, comm. n° 47, note J.-H. Robert ; *Rev. sociétés* 2001, p. 394, note B. Bouloc – Cass. com., 19 avril 2005, n° 02-10.256

[3] N. Spitz, « Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants », in coll. *Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques ?*, Centre européen de droit et d'économie de l'ESSEC, 28 avr. 2011, in RLC 2011, n° 28

[4] Ch. Arsouze, P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse* 2006, n° 4, p. 399

[5] D. Schmidt, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *op. cit*.

496. – Les difficultés des investisseurs canadiens – À l'instar du régime de responsabilité civile français, les recours en réparation fondé sur le droit commun civiliste ou de *Common Law* au Canada ne semblent pas toujours adaptés à la matière financière, notamment en raison de la difficulté pour les demandeurs d'établir l'existence des trois conditions : la faute, le lien de causalité et le préjudice. Concernant la faute, dans le recours de droit commun relatif par exemple à la divulgation d'informations fausses ou trompeuses, certes les personnes en charge de diffuser l'information sont tenues d'une obligation de vérification de l'exactitude de ces informations, par application de la norme de la personne raisonnablement prudente et diligente, mais il s'agit d'une obligation de moyen[1]. Dès lors, un investisseur est contraint de démontrer en plus de la divulgation d'informations erronées que les personnes l'ayant transmise n'ont pas agi avec la prudence et la diligence d'une personne raisonnable[2]. Ensuite, quant à la preuve du lien de causalité, le droit de la responsabilité exige traditionnellement que l'investisseur démontre que les fausses informations constituent la cause déterminante du préjudice subi par l'investisseur[3]. Par exemple, dans la décision *Laidley c. Kovalik*, la cour d'appel du Québec, rappelle : « *En droit québécois, la preuve du lien de causalité appartient au demandeur. Il lui revient donc, dans un cas comme celui-ci, de démontrer que son conseiller en investissement lui a proposé ou l'a encouragé à placer son capital dans des affaires qui, au moment où elles étaient suggérées, étaient mauvaises ou présentaient des vices qu'un conseiller raisonnablement compétent pouvait déceler*[4]. » Il doit prouver que ce sont les informations fausses ou trompeuses qui ont été à l'origine de sa décision d'acheter ou de vendre[5]. L'investisseur doit, d'une part, prouver l'existence d'informations fausses ou trompeuses et, d'autre part, démontrer le rôle prépondérant qu'elles ont joué dans sa décision. En résumé, le demandeur doit

---

[1] *Caisse populaire Charlesbourg c. Michaud*, [1990], R.R.A 531 (C.A.)

[2] S. Rousseau et R. Crête, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », *op. cit.* , p. 645-647

[3] G*arnet Retallack & Sons* c. *Hall & Henshaw Ltd.*, [1990] R.R.A. 303 (C.A.); *Malka* c. *Verrier*, [1998] R.R.A. 715 (C.A.); voir aussi : *Caisse populaire de Charlesbourg* c. *Michaud*, [1990] R.R.A. 531, 536 (C.A.), 538 ; *Laidley* c. *Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.)

[4] *Laidley* c. *Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.)

[5] *Bonhomme c. Bickerdike*, (1899) 17 C.S. 28, 38 ; *Dupuis c. Pan American Mines Ltd.*, (1979) C.S. 421 (C.S.Q.) ; *Université Laval c. Carrière*, [1987] R.L. 42 (C.A.) ; *Irwin Management Consultants Ltd. c. Thorne, Riddell*, [1991] R.R.A. 187 (C.S.).
(C.A.). V. S. Rousseau, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », *Revue juridique Thémis*, 43 R.J.T., 2009, p. 752

rapporter la preuve de ce qu'en l'absence de ces informations fausses ou trompeuses, il n'aurait pas réalisé l'opération[1].

497. – La difficulté d'évaluer le préjudice – Mais les obstacles des investisseurs français ne s'arrêtent pas là. L'une des difficultés majeures concernant le préjudice financier de l'investisseur est relative à son évaluation. En théorie, le préjudice subi devrait être égal à la différence entre le prix effectivement payé et celui qui aurait dû être payé si l'investisseur avait été en possession de l'information exacte[2]. Dans un cas comme celui de l'affaire *Flammarion*[3], la détermination de ce prix était simple. Les dirigeants n'avaient pas informé les actionnaires des négociations menées avec un repreneur pour racheter la société à un prix largement supérieur au cours de bourse. Le préjudice était égal à la différence entre le cours de bourse et l'offre. Mais lorsque la transaction a lieu au prix du cours de bourse, l'on retrouve l'obstacle de l'aléa boursier. En effet, il sera extrêmement difficile d'évaluer quel aurait été le cours en l'absence du comportement fautif. Cela impose d'isoler l'impact de la faute commise sur le cours de bourse. Certains arrêts ont pourtant appliqué ce principe en indemnisant les victimes de la perte financière subie. Ainsi, dans l'affaire *Société générale de fonderie* en 1993, la Chambre criminelle[4] a expressément approuvé les juges du fond d'avoir estimé le préjudice des victimes de fausses informations à la différence entre le prix qu'elles avaient payé et le prix réel qui aurait été observé en l'absence de fausses informations[5]. La même analyse avait été retenue dans l'arrêt *Landauer*. Dans l'arrêt *Eurodirect Marketing*[6], l'indemnisation avait été réalisée en fonction de la moins-value constatée à la suite d'acquisitions d'actions réalisées sur la base d'une information trompeuse, en refusant de prendre en compte la perte de chance de gain.

---

[1] En droit américain cette difficulté est surmontée par l'application de la *fraud-on-the-market-theory* qui considère que toute diffusion d'une information erronée cause nécessairement un préjudice à tout investisseur. Mais elle n'est pas reconnue en droit canadien, et a même été expressément rejetée en *common law* dans une décision rendue par la Cour divisionnaire de l'Ontario : *Carom* c. *Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] O.J. (Quicklaw) n° 4496 (Div. Ct.)

[2] S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *op. cit*.

[3] CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion*, n° 2001/21885, *op. cit*.

[4] Cass. crim., 15 mars 1993, *op. cit*.

[5] Ch. Arsouze et P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *op. cit*.

[6] Cass. com., 22 nov. 2005, *Pfeiffer c/ Société Eurodirect Marketing*, *op. cit*.

Il reste cependant que les spécificités liées aux marchés financiers rendent l'application stricte des principes de la responsabilité civile très difficile, ce qui est de nature à freiner les possibilités d'indemnisation.

498. – Adaptations jurisprudentielles : en matière contractuelle – La jurisprudence a connu plusieurs évolutions qui ont semblé faciliter ces recours, mais sans apporter une solution véritablement satisfaisante. D'une part, en matière contractuelle, depuis un arrêt du 28 février 2008[1], la Cour de cassation admet qu'un manquement à une règle professionnelle puisse être invoqué par le client pour engager la responsabilité de son cocontractant. De plus, elle a fait peser la charge de la preuve sur le professionnel [2] et neutraliser la faute de la victime quand il y avait faute du professionnel[3].

499. – Adaptations jurisprudentielles : en matière délictuelle – D'autre part, en matière délictuelle, l'arrêt *Gaudriot* du 9 mars 2010 est venu lever certains obstacles pour les demandeurs en réparation. La décision a tout d'abord érigé en préjudice personnel réparable le fait pour l'actionnaire d'avoir été incité à conserver les titres. Ensuite, elle ne soumet pas l'action contre les dirigeants à la démonstration d'une faute détachable de ses fonctions sociales. Mais surtout, cette décision est venue consacrer le principe selon lequel le seul préjudice réparable est celui d'une perte de chance de réaliser un meilleur investissement. La Cour de cassation a confirmé la tendance initiée par les juges du fond en estimant que : « *celui qui acquiert ou conserve des titres émis par voie d'offre au public au vu d'informations inexactes, imprécises ou trompeuses sur la situation de la société émettrice perd seulement une chance d'investir ses capitaux dans un autre placement ou de renoncer à celui déjà réalisé*[4]. » Cette décision censure un arrêt de la cour d'appel de Limoges qui avait estimé que la perte financière subie par les actionnaires de la société Gaudriot était égale au montant de leur investissement, puisqu'ils avaient investi une somme alors que les actions de la société ne valaient rien.

500. – Prise en compte de l'aléa boursier – En effet, des critiques avaient été émises à l'encontre des décisions qui avaient réparé la perte financière, au motif qu'elles ne

[1] Cass. com., 28 févr. 2008, n° 07-10.761 : *Bull. civ*. IV, n° 42 ; *D*. 2008, p. 1231, chron. M.-L. Bélaval ; *D*. 2009, p. 1044, note D. Martin ; *D*. 2008, p. 776, note X. Delpech ; *RTD Com*. 2008, p. 371, note M. Storck
[2] Cass. com., 7 janv. 2004, n° 01-10.346
[3] Cass. com., 26 juin 2012, n° 11-11.450 : *Bull. civ*. IV, n° 133 – Cass. com., 26 mars 2013, n° 12-13.631
[4] Cass. com., 9 mars 2010, *Gaudriot, op. cit*.

prenaient pas en compte les aléas boursiers qui, pendant la période d'acquisition et de revente des actions, étaient de nature à diluer l'impact de l'information trompeuse sur la valeur des titres[1]. Ainsi, la jurisprudence s'est tournée vers la notion de perte de chance. D'abord, dans l'affaire *Flammarion*, la cour d'appel de Paris a retenu que le préjudice causé aux investisseurs était constitué « *par la perte de chance de céder leurs actions*[2]. » D'autres juridictions du fond[3] ont suivi cette analyse et en 2008, la cour d'appel de Paris confirme sa solution dans l'affaire *Sidel* en expliquant que le préjudice « *ne se confond pas avec le montant des pertes subies par les parties civiles lors de la revente des titres, en raison du risque et de l'aléa propre à tout investissement boursier*[4]. » Puis la Cour de cassation a définitivement consacré le principe dans l'arrêt *Gaudriot*, et confirmé depuis sa solution, en dernier lieu en 2014 dans le cadre du contentieux *Marionnaud*[5].

501. – Le recours à la perte de chance – En droit français, comme en droit québécois[6], en principe seul le préjudice direct, légitime et certain, ouvre droit à réparation, même s'il peut être futur. La réparation d'un préjudice seulement éventuel est ainsi exclue. Cependant, la Cour de cassation a créé la notion de « perte de chance » à la fin du XIXe siècle qui consiste dans « *la disparition actuelle et certaine d'une éventualité favorable*[7]. » Ainsi, la perte d'une chance peut être réparable, mais uniquement si elle est réelle et sérieuse, pouvant ainsi constituer un préjudice certain. La notion de perte de chance permet d'indemniser « *la perte certaine du résultat d'un processus au dénouement incertain*[8]. » Mais la jurisprudence recourt aussi parfois à la perte de chance lorsque l'incertitude porte sur le lien de causalité. Dans ce cas, elle « *permet d'indemniser partiellement une victime pour le préjudice qu'elle subit lorsque le fait générateur semble avoir joué un rôle dans sa survenance sans que l'on ait la certitude qu'il en a été une cause*[9]. » La perte de chance ne désignerait « *qu'un préjudice de substitution*

---

1 Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit.*, p. 30

2 CA Paris 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion*, *op. cit.*

3 *Aff. Société Regina Rubens SA* : TGI Paris, 12 septembre 2006, *op. cit.* - CA Paris, 9e, B, 14 sept. 2007, *op. cit.*

4 CA Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, *Sidel*, *op. cit.*

5 Com., 6 mai 2014, n° 13-17.632, F-P+B, *Sté Marionnaud c/ Sté Afi-Esca*, *op. cit.*, V. également Cass. com., 4 févr. 2014, n° 13-10.630

6 S. Rousseau, « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue juridique Thémis*, Les Pages du CDACI, 34 R.J.T. 193, 2000, p. 219

7 Cass. civ. 1re, 21 nov. 2006, n° 05-15.674 : *Bull. civ.* I, n° 498

8 Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit.*, p. 23

9 P. Jourdain, « Les nouveaux usages de la perte de chance », *RTD Civ.*, 2010, p. 330

auquel on recourt lorsque, convaincu de l'implication de la faute dans le dommage, on ne peut raisonnablement lui prêter, comme prolongement causal, qu'une incidence sur la probabilité qu'avait la victime de subir la frustration dont elle se plaint[1]. » Et effectivement, c'est bien la difficulté en matière de préjudice des investisseurs. Il a été relevé qu'une telle analyse tend à faciliter la démonstration du lien de causalité en ce qu'elle fait présumer que la fausse information a trompé le consentement de l'investisseur : « *Il suffirait de constater que la fausse information a créé un contexte dans lequel un investisseur a pu perdre une chance d'arbitrer différemment*[2]. »

502. – Hypothèses où la perte de chance est retenue – Les professeurs Bonneau et Drummond ont identifié trois hypothèses dans lesquelles un préjudice consistant en une perte de chance a été reconnu aux investisseurs en raison de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses : d'abord, les actionnaires sont indemnisés au titre de la perte de chance d'avoir pu céder leurs titres à un cours plus avantageux en raison de la diffusion d'informations négatives sur les résultats de la société (affaire *Flammarion*) ; ensuite les actionnaires sont indemnisés pour avoir acquis des titres sur la base d'informations faussement optimistes en perdant une chance de réaliser un investissement plus avantageux (affaires *Sidel Gaudriot, Vivendi, Marionnaud*) ; enfin, les actionnaires sont indemnisés de la perte de chance de renoncer à leur investissement lorsqu'ils ont conservé leurs titres (affaires *Sidel, Gaudriot, Vivendi, Marionnaud*)[3].

La perte de chance est également appliquée en matière contractuelle[4], mais cela renvoie au fait qu'en droit commun le manquement à une obligation de conseil est généralement réparé sur ce fondement. Il en va de même lorsque le concepteur ou le distributeur de produits financiers manque à ses obligations professionnelles. Le montant du préjudice sera donc fixé à hauteur d'un certain pourcentage de la perte subie en évaluant fictivement le degré de probabilité de réalisation de la perte en

---

[1] D. R. Martin, « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque et Droit* novembre-décembre 1999, p. 3, spéc. II, B, p. 7, col. 2

[2] D. Schmidt, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *op. cit.*

[3] T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *op. cit.*, spéc. n° 529, p. 753-754.

[4] Pour un contre exemple où la totalité de la perte invoquée a été réparée, v. : Cass. com., 7 avr. 2009, n° 08-14.822 – CA Versailles, 7 avr. 2011, n° 10/03090 (arrêt rendu dans le cadre de l'affaire *Doubl'o*. V. M. Storck, « Responsabilité du banquier et FCP », *RD bancaire et fin*. mai 2012, comm. 105 : la banque, qui n'apporte pas la preuve qu'elle a fourni à son client une information exacte, complète, claire et loyale préalablement à la souscription est condamnée à restituer au client l'intégralité des capitaux investis (99 000 €) et à lui verser 23 700 € de dommages et intérêts.

l'absence de faute[1]. Par exemple, dans le cadre de l'affaire *Doubl'o*, en présence d'une faute résultant de l'absence de cohérence entre les documents publicitaires et la notice d'information, les dommages et intérêts ont été évalués à 3 000 €, pour un préjudice allégué de 30 000 €. Ou encore, pour un manquement à l'obligation d'information sur les risques de pertes financières liées au choix du type de contrat souscrit, la perte de chance a été indemnisée à hauteur de 120 000 € pour une perte alléguée de 167 000 €[2]. On citera encore un exemple s'agissant d'un manquement à l'obligation d'évaluer le degré de connaissance du client (C. mon. fin., art. L. 533-13) ou la perte de chance a été indemnisée à hauteur de 10 000 € pour une perte globale alléguée de 33 387 €[3].

Il s'agit là aussi d'une application de l'arrêt *Gaudriot*. Ainsi, en matière contractuelle comme en matière d'abus de marché, la jurisprudence considère que les pertes réellement subies par les investisseurs ne sont pas la conséquence directe de la faute imputée à l'intermédiaire financier, mais qu'elles résultent également d'autres aléas, qui ne sont pas liés à cette faute[4]. Cependant, l'on remarquera qu'en matière contractuelle la jurisprudence semble désormais s'orienter vers une indemnisation totale des sommes perdues et non de la simple perte de chance[5], au moins dans les hypothèses où la publicité faite par le commercialisateur serait totalement incohérente au regard des caractéristiques du produit, telles que décrites dans les documents visés par l'AMF[6].

---

[1] V. *Aff. Doubl'o Monde* où était invoqué le même grief d'absence de cohérence de la publicité avec l'investissement proposé : dommages-intérêts alloués de 10 000 €, pour une souscription de 41 000 €. V. par ex. CA Riom, ch. com., 20 avr. 2011, n° 10/00859 : *JurisData* n° 2011-014863 ; *RTD com*. 2012, p. 371, note M. Storck – CA Versailles, 16e ch., 10 févr. 2011, n° 10/00294 : *RTD com*. 2012, p. 371, note M. Storck.

[2] Cass. 2e civ., 23 mai 2013, n° 12-20.153

[3] CA Aix-en-Provence, 6 déc. 2012 : Juris-data n° 2012-028714 ; *RD bancaire et fin*. mars 2013, comm. 71, obs. M. Storck

[4] V. par ex. : Cass. com., 15 févr. 2011, n° 09-16.779 : *RD bancaire et fin*. mai 2011, comm. 103, obs. J. Djoudi : « le préjudice né du manquement par un établissement de crédit à son obligation de conseil portant sur l'adéquation de l'opération proposée à la situation personnelle de son client s'analyse en la perte d'une chance de ne pas contracter, laquelle ne peut qu'être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée » - Cass. com., 10 juill. 2012, n° 11-11.891 : *RD bancaire et fin*. nov. 2012, comm. 176, obs. F.-J. Crédot et T. Samin ; *RTD com*. 2012, p. 826, note D. Legeais – Cass. 2e civ., 13 sept. 2012, n° 11-19.408

[5] Cass. com., 19 janv. 2010, n° 09-10627 : *Banque et droit* mars 2010, p. 49, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars, J.-P. Bornet ; *RD bancaire et fin*. mars 2010, comm. 77, obs. M. Storck – Cass. com., 10 janv. 2012, n° 10-28800 : *RD bancaire et fin*. mars 2012, comm. 58, obs. J. Djoudi ; *RD bancaire et fin*. mai 2012, comm. 105, obs. M. Storck – Cass. com., 3 mai 2011, n° 10-14865 : *JCP E* 2011, 1882, n° 17, obs. H. Causse – Cass. com., 22 mai 2012, n° 11-17936 : *Bull. civ*. IV, n° 105 ;

[6] A. Reygrobellet, « Commercialisation des produits financiers – La réparation et les sanctions », *Bull Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 184

503. – Québec : réparation de la perte effective – L'on notera qu'au Québec, la doctrine considère également que la diffusion d'une fausse information peut causer un préjudice à l'investisseur, notamment lorsqu'elle l'aura induit en erreur sur la valeur véritable des titres qui se révèlent inférieure après qu'il ait acquis les titres. Dans ce cas le préjudice se matérialisera par une perte effective[1].

504. – Raisons du recours à la perte de chance – La jurisprudence a consacré la notion de perte de chance pour éviter que des victimes dont le préjudice subi ou le gain manqué ne pouvait pas être clairement démontré, ne soient privées de toute réparation. La perte de chance constitue donc un substitut à l'incertitude de causalité. En cas de diffusion de fausses informations par exemple, le dommage dépend de l'impact que la fausse information a eu sur le comportement de la victime. L'idée sous-jacente est que l'investisseur a perdu une chance de mieux placer ses fonds. Son jugement aura été faussé par l'information, et l'investisseur pourra chercher à démontrer que s'il avait été correctement informé, il aurait agi différemment. Il est incontestable qu'en matière boursière, la notion de perte de chance revêt certains intérêts, salués par une partie de la doctrine[2]. Notamment, elle permet aux victimes d'obtenir plus facilement une indemnisation en allégeant la charge de la preuve qui leur incombe quant au préjudice réellement subi. Elle permet aussi de surmonter la difficulté d'avoir à définir qui a réellement subi le préjudice[3]. En outre, elle évite d'avoir à faire une appréciation au cas par cas, ce qui imposerait de s'intéresser aux motivations de chaque investisseur. La tâche des juges est ainsi simplifiée, en ce qu'ils n'ont pas à « *procéder à un examen approfondi de la situation particulière de chaque investisseur*[4]. » Enfin, elle permet de contourner les difficultés liées à l'évaluation du préjudice. D'ailleurs, certains auteurs expliquent que la réparation par la Cour de cassation de la perte de chance et non de la perte subie, provient de la difficulté pratique qu'il y a à évaluer ce préjudice, et notamment selon le professeur D. Schmidt, parce que le juge civil, mais aussi le juge pénal, ne sont pas formés pour calculer une perte financière[5]. Il s'agirait alors d'une évaluation par défaut[1]. Or, cette

---

[1] *Carom* c. *Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] O.J. n° 1428 (S.C.)

[2] S. Schiller, « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », *op. cit.*; D. Schmidt, « La Cour de cassation facilite l'indemnisation de l'actionnaire trompé par de fausses informations », *Bull. Joly sociétés* 2010, p. 537

[3] S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *op. cit.*

[4] N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *JSS* juillet 2011, n° 89, p. 19

[5] D. Schmidt, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *op. cit.*

évaluation relève de l'appréciation souveraine des juges du fond, ce qui, en pratique les amène souvent procéder à une réparation forfaitaire considérée comme « *bien commode* » par le professeur N. Rontchevsky[2], dès lors qu'il est, selon un auteur, en pratique impossible d'évaluer le préjudice réel de chacun et de faire une appréciation au cas par cas[3].

En résumé, le recours à la perte de chance a pu être approuvé par certains auteurs, car il permet de simplifier le traitement des actions en réparation et serait adapté aux contentieux de masse[4], tels que le contentieux boursier. Il évite, en effet, toute recherche au cas par cas du préjudice allégué par chaque investisseur[5].

505. – Les inconvénients de la qualification du préjudice en perte de chance – Cependant, le recours systématique à la perte de chance présente deux inconvénients majeurs, qui nuisent à l'efficacité de la réparation : d'une part elle ne permet pas de réparer l'ensemble des préjudices. D'autre part, en raison de l'imprécision de la notion de perte de chance, cela conduit à une indemnisation forfaitaire, qui malgré son aspect pratique, est imprévisible et peut conduire à des inégalités entre les victimes.

506. – L'absence de réparation de tous les préjudices – Le rapport publié par le Club des juristes concernant l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur relève que la perte de chance de réaliser un meilleur investissement ne serait pas le seul préjudice indemnisable. Selon ce rapport, le recours à la perte de chance « *occulterait la nature véritable du préjudice subi par l'investisseur et serait utilisée de manière artificielle pour éluder toute recherche rigoureuse du lien de causalité entre la faute et le préjudice effectivement subi*[6]. » Effectivement, le recours à la perte de chance conduit à réduire l'assiette du préjudice à la seule appréhension subjective de l'influence exercée par la fausse information sur la décision d'investissement, alors que cette assiette devrait

---

[1] A. de la Cotardière, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

[2] N. Rontchevsky, « Réparation du préjudice subi par l'investisseur victime d'informations financières trompeuses : perte de chance ou évaluation rigoureuse ? », *op. cit.*

[3] S. Schiller, « Nature des fautes susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et méthode d'évaluation du préjudice subi », *JCP E* 2010, n° 20, 1483 ; S. Schiller, « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *op. cit.*

[4] N. Rontchevsky, « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *op. cit.*

[5] S. Schiller, « Nature des fautes susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et méthode d'évaluation du préjudice subi », *op. cit.*

[6] Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit.*, p. 41

aussi prendre en compte la perturbation du fonctionnement du marché résultant de l'intégration de la fausse information. Le Club des juristes considère à juste titre, que « *la réduction du droit à réparation à la seule perte d'une chance, au nom du caractère aléatoire de l'investissement, n'est pas justifiée. Elle procède en réalité d'un jugement moral lié au fait que l'investisseur prend un risque*[1]. »

507. – Caractère illusoire de la reconstruction de la décision de la victime en l'absence de faute – De plus, le rapport relève très justement le caractère largement illusoire sur le plan de la causalité de la reconstruction de la décision qu'aurait prise la victime en l'absence des informations fausses. Pour le groupe, le préjudice n'est alors qu'hypothétique et non certain, puisque la réalité de la perte de chance dépend du choix qu'aurait finalement effectué l'investisseur[2].

508. – Méconnaissance du fonctionnement des marchés financiers – Enfin, le rapport estime que la jurisprudence actuelle méconnait également la réalité du fonctionnement des marchés financiers. En effet, la jurisprudence opère, selon le rapport « *une confusion entre l'aléa boursier propre à l'évolution de la valeur des titres cités et l'aléa de la perte de chance qui vise autre chose : une éventualité favorable dont la disparition certaine oblige celui par la faute duquel elle est survenue à réparer le dommage ainsi causé*[3]. » En résumé, selon le rapport du Club des juristes, la jurisprudence actuelle relative à l'évaluation du préjudice financier de l'investisseur présente de graves insuffisances : « *elle conduit à une détermination arbitraire du montant du préjudice d'un cas à l'autre ; elle exclut par hypothèse toute indemnisation de la perte en capital résultant de l'impact de la fausse information sur les cours ; elle conduit à une détermination forfaitaire et collective du préjudice, en contradiction avec le principe de la réparation intégrale ; elle procède d'une mauvaise appréhension des mécanismes de formation des cours et de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres financiers*[4]. »

509. – Le problème de l'indemnisation forfaitaire – En théorie, deux principes guident l'évaluation de la perte de chance. D'abord, le préjudice se mesure à la chance perdue et non à l'avantage qu'aurait procuré l'événement favorable s'il s'était

[1] *Ibid*., p. 42
[2] *Ibid*., p. 44
[3] *Ibid*., p. 52
[4] *Ibid*., p. 52

produit[1]. Ensuite, la réparation de la perte de chance ne doit pas être forfaitaire, mais à une fraction de la chance perdue[2].

Malgré l'imprécision que l'on prête à cette notion, cela ne dispense pas les magistrats d'apprécier le plus justement possible le montant du préjudice. Pour cela il faudra prendre en compte « *les aléas du marché, de la conjoncture favorable ou défavorable, de la faute éventuelle du client, pour mesurer les conséquences des manquements imputés au professionnel*[3]. » En effet, l'application du principe de la réparation intégrale en droit français interdit la fixation forfaitaire du montant du préjudice. La Cour de cassation n'hésite pas à rappeler à l'ordre les juges du fond qui manquent à ce principe[4].

L'évaluation du préjudice étant une question de fait, elle relève de l'appréciation souveraine des juges du fond. La Cour de cassation n'exerce un contrôle que sur l'assiette et la méthode d'appréciation de l'ampleur du dommage. D'ailleurs, selon un auteur, bien que la Cour de cassation retienne comme préjudice la perte de chance en matière de fausse information, cela ne l'empêche pas d'appliquer un pourcentage élevé quand cela lui semble justifié[5]. Pourtant, parce que la jurisprudence ne retient que la perte de chance, ce qui rend l'évaluation précise du préjudice très périlleuse, les juges du fond utilisent cette notion, selon plusieurs auteurs, pour pouvoir prononcer des indemnisations forfaitaires[6].

Cependant, en analysant le préjudice comme une perte de chance, il reste très difficile de parvenir à une évaluation précise du préjudice, ce qui conduit à un nombre élevé d'indemnisations forfaitaires, qualifiées de « *variable et largement imprévisible*[7] » par le rapport du Club des juristes. Et le professeur D. Martin de résumer la situation ainsi : « *puisque les demandeurs risquent de ne pas pouvoir quantifier*

---

[1] Cass. 1ère civ., 16 juill. 1998, n° 96-15.380, *Bull. civ*. I, n° 260 : « la réparation d'une perte de chance doit être mesurée à la chance perdue et ne peut être égale à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée ».

[2] Cass. 1ère civ., 18 juill. 2000, n° 98-20.430, *Bull. civ*. I, n° 224 ; *D*. 2000, p. 853, note Y. Chartier : « l'indemnité de réparation de la perte de chance d'obtenir une amélioration de son état ou d'échapper à une infirmité, ne saurait présenter un caractère forfaitaire »

[3] A. Reygrobellet, « Commercialisation des produits financiers – La réparation et les sanctions », *op. cit.*

[4] Cass. civ. 1re, 3 juil. 1996, n° 94-14.820 : *Bull. civ*. I. n° 296 ; *JCP* 1996. IV. 2020. Censurant la cour d'appel de Reims pour avoir fixé le préjudice « en équité à une somme forfaitaire » ; Cass. civ. 1re, 18 juill. 2000, n° 98-20.430 : *Bull. civ*. I, n° 224 ; *D*. 2000, p. 853, note Y. Chartier ; *Defrénois*, 15 déc. 2000 n° 23, p. 1385, note J.-L. Aubert ; *Gaz. Pal*., 12 oct. 2000, n° 286, p. 13

[5] A. de la Cotardière, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *op. cit.*

[6] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 411 ; Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, *op. cit.*, p. 48 ; B. Vatier, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *op. cit.*

[7] Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit.*, p. 34

ce préjudice, autant l'ignorer et accorder à chacun une indemnité forfaitaire sous couvert de la prise en compte d'une perte de chance[1]. » Cette pratique fait donc l'objet de certaines critiques[2].

510. – Exemples – Par exemple dans les affaires *Sidel*[3] et *Vivendi*, un forfait de 10 € par action a été alloué. De même, dans les affaires *Flammarion, Regina Rubens* et *Marionnaud*, une somme forfaitaire a été attribuée. Par exemple, dans le cas *Marionnaud*, le cours avait subi une chute de 30% et les demandeurs n'ont été indemnisés qu'à hauteur de 51% de la baisse du cours constatée[4]. Le problème est que les juges du fond ne justifient pas ces montants par des critères précis. Dans l'affaire *Flammarion*, il a seulement été relevé « *l'aléa très faible* » auquel était soumise la perte de chance, mais sans autres précisions. Les juges semblent s'en remettre entièrement au critère imprécis et imprévisible de l'aléa boursier. Le Club des juristes relève qu'en réalité les juges du fond jugeraient en équité, ce qui leur est interdit, mais rendu possible en raison de l'absence de tout critère objectif imposé pour l'évaluation du préjudice. De plus, l'allocation d'une somme forfaitaire à l'ensemble des investisseurs serait de nature à créer des effets d'aubaine pour certains et à l'inverse à ne pas réparer intégralement le préjudice d'autres[5].

511. – Conclusion – En France, il est très compliqué pour les victimes de préjudices financiers d'obtenir réparation, ce qui est préjudiciable à la confiance des investisseurs et à l'intégrité des marchés financiers. Les intermédiaires financiers, analystes financiers, émetteurs et leurs dirigeants peuvent donner le sentiment d'une impunité. L'on aura pu constater que la démonstration et l'évaluation du préjudice de l'investisseur victime de la diffusion de fausses informations est délicate, incertaine et repose sur des critères imprévisibles. En effet, en appliquant la notion de perte de chance, l'évaluation du préjudice requiert de reconstituer l'évolution qu'aurait eu le cours de bourse si le comportement en cause n'était pas survenu. Cela constitue autant d'obstacles pour les victimes dans leur démarche et en dissuadent

---

[1] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 418
[2] J.-F. Barbiéri, note sous T. corr. Paris, 12 sept. 2006, *Sidel* : *op. cit.* ; C. Clerc, « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n°1, 2007, p. 37
[3] CA Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, *op. cit*.
[4] Club des juristes, Rapport, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 35
[5] *Ibid*. p. 48

certainement bon nombre de poursuivre leur action, notamment en raison du coût des expertises nécessaires.

Si la fonction réparatrice de la sanction est fondamentale, il convient également de lui donner une dimension internationale.

§2 – Une sanction « internationale »

512. – Plan – Depuis les années 1980-1990, les marchés financiers se sont largement internationalisés. En effet, ils sont interconnectés à travers le monde. Une personne, où qu'elle se trouve, peut négocier sur n'importe quel marché dans le monde. En somme, la finance est de moins en moins territoriale[1]. Or, cette internationalisation a généré des risques inédits et spécifiques pour l'intégrité des marchés financiers (A). Même si l'harmonisation au niveau international se renforce, elle manifeste encore des insuffisances (B).

A – Les risques de l'internationalisation

513. – Ouverture des marchés – La libéralisation et l'ouverture des marchés de capitaux ont débuté dans les années 1980-1990 sous l'impulsion de trois facteurs déterminants. Tout d'abord, elles sont intervenues par la déréglementation des marchés, née de la suppression du contrôle des changes et des restrictions internationales aux mouvements de capitaux. Ensuite, par le développement de la finance directe avec la désintermédiation qui a permis la multiplication des recours aux marchés sans avoir à passer par des intermédiaires financiers et surtout bancaires. Enfin, le décloisonnement des marchés issu de la suppression des frontières nationales entre les marchés a participé à ce phénomène.

514. – Innovations technologiques – Évidemment, l'internationalisation n'aurait pas pu se faire sans les innovations technologiques qui se sont produites au cours des dernières décennies. Grâce à l'informatique, les places financières sont désormais des salles de marchés interconnectées et le système financier international fonctionne en

[1] A. Couret, H. Le Nabasque, et autres, *Droit financier*, *op. cit.*, n° 6, p.6

continu, successivement sur les places d'Extrême-Orient, d'Europe et d'Amérique du Nord. Si cette internationalisation a été très bénéfique au développement des marchés financiers, elle a également généré de nouveaux risques. Le droit des marchés financiers est contraint de s'adapter.

515. – Risques spécifiques liés à la globalisation des marchés financiers – Tout d'abord, la globalisation financière présente des risques spécifiques. Notamment, elle augmente le risque systémique et sa contagion, ainsi qu'en témoignent les crises financières à répétition qui exercent un impact sur l'économie mondiale depuis le début des années 2000. Les marchés étant interconnectés, si l'un d'entre eux est frappé par une crise, celle-ci pourra se propager aisément sur les autres places financières et entraîner une crise à l'échelle mondiale. Or, certaines pratiques de marché abusives peuvent avoir de telles conséquences, comme le *trading* à haute fréquence qui a d'ailleurs déjà été à l'origine de mini-krachs boursiers[1].

516. – L'augmentation du risque de fraude – En outre, l'internationalisation des marchés, leur ouverture, ajoutées aux progrès technologiques, ont favorisé le développement de la globalisation de la criminalité financière organisée[2].
Grâce aux avancées technologiques, des individus peuvent commettre une pratique abusive sur un marché tout en se trouvant physiquement hors de sa juridiction, ce qui rendra leur poursuite d'autant plus difficile. De même, les auteurs d'abus de marché peuvent commettre leurs actes sur différents marchés en même temps, situés dans des juridictions différentes[3], ce qui rendra leur détection et leur punition très difficiles s'il n'existe pas suffisamment de coopération entre les régulateurs. Robert Marchman, vice président de la *SEC* en 2006, exposait déjà les risques créés par la globalisation au regard des opérations d'initiés : « *l'histoire des marchés financiers nous apprend que les opérations d'initié sont une préoccupation sérieuse de la régulation, surtout aujourd'hui, alors que le volume, la complexité des transactions et des produits, ainsi que les transactions transfrontières sont en train de redéfinir les marchés de capitaux de manière quasi journalière*[4]. » Et encore en 2008, Linda Thomsen, alors directrice de l'application

[1] Voir *supra* n° 22
[2] A.-J. Fulgeras, « L'émergence des organisations criminelles dans la vie économique financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 7
[3] J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *op. cit.*, p. 52
[4] Cité par J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *op. cit.*, p. 40 : « The history of the securities markets teaches us that insider trading is a serious regulatory concern, particularly today, where the volume, complexity of trades, and products,

des lois (*Director of Enforcement*) au sein de la *SEC* d'ajouter : « *Deux facteurs qui sont liés ont récemment modifié la nature de l'application de la législation sur les opérations d'initié : la technologie et la globalisation. Les anciennes suppositions concernant les endroits logiques où chercher des connections – voisins, familles, collègues de travail – n'ont plus les mêmes chance d'aboutir dans un monde où l'on peut murmurer quelque information à l'oreille d'une personne se trouvant à l'autre bout du monde et négocier tout aussi facilement sur un marché tout aussi éloigné*[1]. »

D'ailleurs au niveau européen, le Règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché a clairement identifié les risques créés par la globalisation : « *Les marchés au comptant et les marchés d'instruments dérivés qui leur sont liés étant hautement interconnectés et mondialisés, les abus de marché peuvent concerner plusieurs marchés et plusieurs pays et faire naître ainsi des risques systémiques significatifs*[2]. »

517. – Nécessité d'une sanction à un niveau plus global – Pourtant, malgré l'internationalisation des marchés financiers et le développement des avancées technologiques, l'application du droit des marchés financiers se fait toujours principalement à un niveau national, et même provincial au Canada. Or, si l'on souhaite sanctionner efficacement les pratiques abusives sur les marchés financiers, il est impératif de prendre cette donnée en compte, pour éviter que la délinquance financière ne profite trop largement de cette globalisation. Pour être efficace la sanction doit être pensée à un niveau plus global. En effet, ainsi que le professeur Chaput l'a très justement fait remarquer : « *en raison de l'ouverture internationale des marchés, c'est de droit multinational de l'économie qu'il s'agit*[3] » et « *la sophistication de l'ingénierie financière et l'ouverture des frontières appellent des adaptations constantes et une imagination créatrice active*[4]. » De même, J. Larosière l'avait déjà noté dans son rapport en 2009 : « *La surveillance ne peut être efficace si les régimes de sanctions sont faibles et présentent une forte variabilité. Il est essentiel qu'au sein de l'UE et ailleurs, toutes les*

---

as well as crossborder transactions are redefining capital markets on almost a daily basis. »

[1] Cité par J. Austin, « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *op. cit.*, p. 40 : « Two related factors that have recently been changing the nature of insider trading enforcement are technology and globalization. The old assumptions about the logical places to look for connections-- neighbors, family, co-workers--may not always bear fruit in a world where you can whisper to someone a half a world away and equally easily trade in a market just as far away. »

[2] Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, cons. 20

[3] Y. Chaput, *La sanction : la lecture des économistes et des juristes, op. cit*., p. 22

[4] *Ibid*., p. 14

autorités de surveillance soient à même de recourir à des régimes de sanctions suffisamment convergents, stricts et dissuasifs[1].»

B – Les insuffisances de l'harmonisation

518. – Plan – Au plan international la coopération au niveau de la sanction est encore largement insuffisante (I). En revanche, au niveau communautaire, malgré la persistance de certaines lacunes, l'Union européenne montre une réelle volonté d'harmoniser les sanctions de manière plus efficace que le Canada (II).

I – Au regard de l'harmonisation internationale

519. – Une coopération encore insuffisante au niveau international – Il est bien évident qu'au niveau international il est extrêmement difficile de développer un droit des sanctions harmonisé et standardisé. En matière financière, deux types de coopérations existent, celle qui porte sur le maintien de la stabilité financière globale et celle qui organise la coopération directe par l'échange d'information et l'assistance mutuelle entre les régulateurs nationaux ou régionaux.

520. – Coopération macro financière – D'abord, la coopération macro-financière porte principalement sur la prévention du risque de défaillance globale du système financier. C'est le cas du G20[2] ou du FMI qui mettent en œuvre la politique des États souverains. Il s'agit de rechercher un consensus dans le respect des souverainetés. En effet, le G20 regroupe des chefs d'États et de gouvernement ainsi que les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales. Créé en 1999 et renforcé en réponse aux crises financières, sa mission principale est de favoriser la stabilité du système bancaire et financier. Son action, cherchant d'abord à sécuriser le système financier mondial, porte avant tout sur la prévention des risques systémiques.

---

[1] Rapport du groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'UE présidé par Jacques de Larosière, du 25 février 2009, point 201. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf

[2] Le G20 a été créé en marge du G7 en 1999, afin de créer des possibilités de dialogues entre pays industrialisés et pays émergents, ce que ne permettaient pas les réunions du G7. Sur le fonctionnement du G20, V. Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 2è éd., Bruylant, 2014, p. 24-25, n° 28-33

521. – Le Conseil de stabilité financière – La même logique s'applique au Conseil de stabilité financière, créé lors de la réunion du G20 à Londres en avril 2009 pour succéder au Forum de stabilité financière institué en 1999 à l'initiative du G7[1]. Le Conseil de stabilité financière réunit des autorités financières nationales et internationales afin d'identifier les faiblesses du système financier et proposer des standards internationaux pour l'améliorer. Il a pour objectif de promouvoir la stabilité financière internationale en développant l'échange d'information et la coopération internationale en matière de supervision financière. Le Conseil a trois missions principales. Tout d'abord, il s'agira de déterminer les vulnérabilités du système financier mondial, identifier et évaluer les régulations à mettre en œuvre pour les prévenir. Ensuite, le Conseil est chargé de promouvoir la mise en œuvre et de s'assurer du respect des standards internationaux en matière de régulation financière. Enfin il favorise la coordination et la cohérence des activités des normalisateurs techniques internationaux pour éviter les recoupements de compétences et les lacunes dans les domaines prudentiel, de la régulation des marchés, de la prévention du risque systémique, de la protection des investisseurs et des consommateurs, du renforcement des infrastructures de marché, de l'évolution des normes comptables. Le Conseil organise la coordination du développement de standards internationaux de régulation financière dont il suit la mise en œuvre par des évaluations mutuelles. En France, en sont membres le ministère de l'Économie et des Finances, la Banque de France et l'AMF. Au Canada, en sont membres la Banque du Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières[2] et le ministère des Finances canadien. Ainsi, les Commissions de valeurs mobilières ne font pas partie du Conseil de stabilité financière.

Ce type d'organismes n'organise pas de coopération entre les autorités de régulation financière nationale ou régionale spécifique aux marchés financiers et à l'application de la loi. Il repose sur une approche plus globale de prévention des risques systémiques.

---

[1] La transformation du FSF visait à renforcer ses capacités institutionnelles, son mandat et sa composition pour y inclure l'ensemble des pays membres du G 20.

[2] Le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a été constitué en 1987, avec pour mandat de réglementer et de surveiller les institutions financières et les régimes de retraite privés sous le régime d'une loi fédérale. Le BSIF réglemente et surveille toutes les banques au Canada, l'ensemble des sociétés de fiducie et de prêt, des sociétés d'assurances, des associations coopératives de crédit, des sociétés de secours mutuels et des régimes de retraite privés fédéraux. En revanche, il n'a pas pour mandat de régler les questions touchant le consommateur ou les valeurs mobilières. V. site internet du BSIF : http://www.osfi-bsif.gc.ca/Fra/osfi-bsif/Pages/default.aspx

522. – L'OICV – En revanche, en matière de réglementation des marchés financiers et de coopération directe entre les régulateurs dans le but de préserver l'intégrité des marchés financiers, l'OICV[1] est plus actif. Notamment, concernant l'information financière, l'OICV, par la mise en place de standards, a largement contribué à ce que les règles applicables dans ce domaine aux sociétés cotées soient très proches d'un pays à l'autre. En matière d'application de la loi, l'OICV a établi en 2002 un *Multilateral Memorendum of Understanding* qui permet aux régulateurs financiers d'échanger des informations dans un objectif d'application de la loi. Il est applicable à tous les membres de l'IOSCO qui l'ont signé. Il organise des procédures afin de faciliter l'échange d'information en cas de commission de fraudes transfrontières[2]. Cependant, il n'existe pas pour l'instant de convergence ou d'harmonisation au niveau des sanctions applicables, qui relèvent de chaque juridiction.

523. – L'utopie d'un régulateur international – De la même manière, bien que certains appellent de leur vœux la création d'un régulateur international qui serait doté de vrais pouvoirs contraignants[3], ce souhait relève pour l'instant encore largement de l'utopie, tant la régulation et les systèmes de sanction sont encore fragmentés.

Même si au niveau du Canada ou de l'Union européenne, l'harmonisation et la coopération sont beaucoup plus poussées, des efforts restent à faire.

II – Au regard de l'harmonisation régionale

524. – Plan – Au niveau des provinces au Canada (a), comme au niveau communautaire au sein de l'Union européenne (b), si l'harmonisation existe, elle souffre toujours de certaines insuffisances.

---

[1] L'OICV a été créée en 1983 dans le prolongement de « *l'Inter-American Conference of Securities Commission and Similar Agencies* », créée en 1974, qui regroupait les commissions de valeurs mobilières du continent américain. Constituée comme un « *personne morale sans but lucratif* » en vertu de la loi de l'Assemblée nationale du Québec du 1er décembre 1987.

[2] Voir *infra* n° 812

[3] M. Prada, « 20 ans de marchés financiers : la fin d'un cycle ? », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 12, p. 637

a) L'harmonisation provinciale au Canada

525. – Harmonisation au niveau régional – Si une harmonisation des sanctions n'est pas encore envisageable au niveau mondial, des efforts peuvent être fournis à un niveau plus régional, au niveau nord-américain et européen, ce qui permettrait à tout le moins de tenir compte de la concentration des marchés. Ainsi, il conviendrait que les systèmes de sanction soient pensés au moins au niveau de l'État, ce qui n'est même pas le cas au Canada, où la régulation et la sanction se font majoritairement au niveau provincial[1].

526. – La coopération au niveau canadien – Certes, les provinces canadiennes ont depuis longtemps organisé une coopération entre elles en se réunissant autour d'un forum informel, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM). Ce forum permet d'aboutir à une certaine convergence entre les provinces[2]. En effet, la mission première des ACVM est de « *doter le Canada d'un cadre de réglementation des valeurs mobilières qui protège les investisseurs contre des pratiques déloyales ou frauduleuses, tout en favorisant l'équité, l'efficacité et la vigueur des marchés financiers*[3]. »
En matière d'application de la loi, bien que les enquêtes et la mise en œuvre des sanctions se fassent essentiellement au niveau provincial, les ACVM organisent une coopération volontaire entre leurs membres. Les CVM provinciales se réunissent une fois par mois en un comité pour traiter des questions générales. Et surtout, dans les affaires qui se déroulent sur le territoire de plusieurs provinces, les membres des ACVM peuvent mettre en commun leurs ressources d'enquête. En outre elles peuvent tenir des audiences conjointes et prendre des ordonnances réciproques vis-à-vis d'une même personne[4]. Ces ordonnances permettent aux CVM d'appliquer dans leur territoire des ordonnances prononcées dans une autre province ou par une autre autorité de réglementation. Ce type de dispositif va assurément dans le sens d'une application plus globalisée de la sanction en ce qu'il permet d'empêcher qu'une personne ayant fait l'objet d'une sanction dans une province ne puisse commettre d'autres pratiques abusives dans une autre.

---

[1] Voir *supra* n° 61
[2] Voir *supra* n° 65
[3] Site ACVM : http://www.autorites-valeurmobilieres.ca/presentation_des_ACVM.aspx?id=78
[4] S. Rousseau, *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation, op. cit.*, p. 69

527. – Éclatement des sanctions au Canada – Cependant, en raison du caractère provincial de la réglementation financière au Canada, il reste qu'au niveau du pays, les sanctions provinciales applicables diffèrent d'une province à l'autre. Par exemple, le montant des sanctions pécuniaires que peuvent prononcer les CVM peut varier parfois du simple au double. En Ontario le montant maximum qui peut être imposé s'élève à 1 million de dollars alors qu'il est de 2 millions de dollars au Québec. À l'inverse, il n'est que de 100 000$ au Saskatchewan[1]. En matière d'infractions pénales réglementaires, là encore le montant des amendes est variable : 5 millions de dollars en Ontario, Alberta, Saskatchewan, Nouvelle-Écosse, Terre-Neuve-et-Labrador, Île-du-Prince-Édouard, Manitoba, Yukon, Territoires-du-Nord-Ouest et le Nunavut contre 3 millions en Colombie-Britannique et seulement 1 million au Nouveau-Brunswick. Il en va de même concernant les peines d'emprisonnement qui varient de 3 à 5 ans selon les provinces[2]. Seules les peines prévues pour les infractions au *Code criminel* sont harmonisées en raison de leur caractère fédéral.

b) L'harmonisation au niveau européen

528. – Harmonisation par l'Union européenne – En revanche, l'Union européenne fournit un exemple plus abouti d'harmonisation de la législation sur les marchés financiers, même s'il souffre encore de certaines lacunes notamment en ce qui concerne les sanctions. En effet, la réglementation est créée essentiellement au niveau européen par l'intermédiaire de directives, mais également de plus en plus par des règlements, directement applicables dans les États membres.

529. – Les origines de l'harmonisation européenne : la procédure de Lamfalussy – L'harmonisation européenne relative aux marchés financiers dans l'Union européenne s'est particulièrement développée à partir de 2001 et l'adoption de la procédure de Lamfalussy. Ce dispositif reposait essentiellement sur quatre niveaux. Pour assurer la mise en place de ces quatre niveaux, des comités ont été créés, notamment en matière financière, un Comité des valeurs mobilières[3] et un Comité

[1] Voir *supra* n° 309
[2] Voir *supra* n° 330
[3] Décision 2001/528/CE de la Commission du 6 juin 2001 instituant le Comité européen des valeurs mobilières, JOCE n° L. 191/45 du 13 juillet 2001

européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR)[1]. Le rapport Lamfalussy expliquait le processus pour le secteur des marchés financiers.
Le premier niveau consistait en l'adoption de principes cadres pris par voie de directives par le Conseil et le Parlement. Le deuxième niveau comprenait des mesures d'exécution prises par voie de règlements ou de directives de la Commission qui faisait intervenir le Comité européen des valeurs mobilières et le comité européen des régulateurs des valeurs mobilières. Le niveau trois relevait uniquement du Comité européen des valeurs mobilières qui devait assurer la coopération des régulateurs nationaux et élaborer des lignes directrices et des recommandations pour garantir la bonne application des mesures de niveaux 1 et 2. Enfin, le niveau 4 renvoyait au contrôle par la Commission de l'application de la législation européenne. En 2009, la mission du CESR a été renforcée par la refonte de la décision du 6 juin 2001[2]. D'abord limité à un rôle de conseil sur les mesures d'exécution de niveau 2, le CESR devait désormais aussi contribuer « *à la mise en œuvre commune et uniforme et à l'application cohérente de la législation européenne* » en publiant des orientations et recommandations. Il devait également améliorer « *la coopération entre les autorités de surveillance nationales dans le domaine des valeurs mobilières*[3]. » Ainsi, que le professeur Bonneau a pu le résumer, le processus de Lamfalussy était « *un dispositif d'élaboration du droit européen, de transposition des textes européens dans l'ordre interne et d'applications desdits textes au sein des États membres*[4]. » Depuis, la procédure de Lamfalussy n'est plus appliquée, en raison de la création du dispositif mis en place pour les autorités européennes de surveillance. Celui-ci « *se suffit à lui seul*[5]. »

530. – La consécration du marché commun : la création des autorités sectorielles – En effet, à la suite de la crise bancaire et financière, l'Union européenne a créé en novembre 2010 trois nouvelles autorités de surveillance pour le secteur de la banque, de l'assurance et des marchés financiers : l'Autorité bancaire européenne, l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles et l'Autorité européenne des marchés financiers[6]. Sur la base du rapport Larosière, a été mise en avant la

[1] Décision 2001/527/CE de la Commission du 6 juin 2001 instituant le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières a été remplacée par la Décision 2009/77/CE du 23 janvier 2009.
[2] Décision 2001/528/CE du 6 juin 2001
[3] Art. 3, Décision 2009/77/CE, 2009/78/CE, 2009/79/CE du 23 janvier 2009
[4] Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale, op. cit*., p. 50-51, n° 75.2
[5] *Ibid*., p. 55, n° 77
[6] Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) ; Règlement

distinction entre la surveillance macro prudentielle, caractérisée par le Comité européen du risque systémique, et la surveillance micro prudentielle qui repose sur les trois autorités sectorielles.

531. – Rôle de l'AEMF – Le rôle de l'AEMF dans l'interprétation des textes et leur l'application harmonisée par les États membres est de plus en plus important. En revanche, son rôle en matière de sanction reste encore assez limité. Cependant, selon Michel Prada, en raison de l'internationalisation des marchés et du développement de techniques comme le trading algorithmique et à haute fréquence, le régulateur européen sera certainement amené à jouer un rôle plus important dans la détection des abus de marché qui nécessitent des moyens informatiques de plus en plus performants et importants[1].

532. – Les disparités au niveau européen – En dépit du fait que la législation financière est aujourd'hui principalement d'origine européenne, l'on a pu constater des divergences entre les régimes nationaux de sanctions. Par exemple, sous l'empire de la directive de 2003 sur les abus de marché, dans six États membres, il n'était pas possible de procéder à un retrait de l'agrément en cas d'infraction à la directive sur les abus de marché[2]. Et sur les dix-huit États membres dans lesquels les opérations d'initiés étaient frappées d'une amende administrative à la même époque, quatre prévoyaient un montant maximal d'amende de 200 000 € contre seulement douze qui prévoyaient des amendes d'un montant égal ou supérieur à un million d'euros[3].
Côté canadien, le caractère provincial de la réglementation du secteur des valeurs mobilières est également source de divergences dans la nature mais surtout dans les montants des sanctions et des peines applicables aux contrevenants[4].

(UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne) ; Règlement (UE) n° 1096/20110 du Parlement européen et du Conseil du 17 novembre 2010 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique ; Règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles)

[1] D. Martin, « Ne bis in idem : une réforme a minima pour une efficacité préservée », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 9, p. 359

[2] Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, *Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers*, COM(2010) 716, 8 déc. 2010, p. 7

[3] *Ibid*., p. 8

[4] Voir *supra* n° 312 et 332

533. – Risque de concurrence – Il est clair que de telles disparités de sanctions suscitent un risque de concurrence entre les provinces au Canada et entre les États dans l'Union européenne. Ainsi que l'a relevé la Commission européenne : « *S'il existe de grandes différences entre les sanctions appliquées dans les différents États membres pour des infractions semblables, les établissements financiers peuvent être tentés de procéder à des arbitrages réglementaires, lorsqu'ils choisissent un lieu d'établissement ou le lieu d'implantation d'une succursale, de manière à profiter des régimes de sanctions les moins stricts*[1]. » En outre, de telles différences sont de nature à réduire la confiance des investisseurs dans le cadre réglementaire, diminuant par là même leur confiance dans l'intégrité des marchés.

534. – Objectif de convergence des législations – Au niveau de l'Union européenne, les critiques précédemment évoquées ont été prises en compte et l'objectif de convergence des législations est de plus en plus affiché. En effet le législateur européen a bien compris que la seule façon d'offrir une réponse efficace aux pratiques de marché abusives transfrontières était d'harmoniser le plus possible leur répression. Pour cette raison, le législateur européen utilise plus fréquemment les règlements qui sont d'application directe dans les États, contrairement aux directives qui doivent être transposées par les États.

535. – Exemple : le règlement européen sur les abus de marché – C'est d'ailleurs ce qui a été retenu en matière d'abus de marché lors de la révision du dispositif. Le Règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché dispose que « *les autorités de surveillance devraient être dotées de compétences suffisantes pour pouvoir agir et devraient pouvoir s'appuyer sur* ***des régimes de sanctions identiques****, forts et dissuasifs pour tous les délits financiers, et des sanctions devraient être effectivement appliquées*[2]. » Ainsi, par exemple, l'article 30 du règlement détaille les mesures et sanctions administratives qui doivent être à la disposition des autorités de régulations en présence des abus de marché régis par le règlement. La disposition fixe notamment des montants minimum des sanctions pécuniaires. En outre, le règlement définit des critères que les autorités doivent suivre afin de déterminer le type et le niveau des sanctions administratives, telles que la gravité et la durée de la violation, le

[1]Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, *Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers*, *op. cit.*, p. 11

[2] Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché, cons. 70

patrimoine de la personne responsable, l'importance des gains obtenus ou encore le degré de coopération de la personne avec l'autorité de régulation compétente (art. 31). Ce nouveau dispositif permettra de garantir un niveau minimal de convergence et d'harmonisation au niveau de la nature et du montant des sanctions administratives dans l'Union européenne.

536. – Harmonisation des sanctions en matière boursière par la CEDH – En outre, depuis quelques années, l'action de la Cour EDH favorise également l'harmonisation. Sa jurisprudence prend de plus en plus d'importance et emporte des conséquences majeures sur la politique de sanction en matière financière. L'on a pu en voir un exemple très probant dans la sanction du cumul des sanctions administratives et pénales par la Cour EDH qui a contraint le législateur français à revoir son système de répression des abus de marché[1].

537. – Conclusion – Dire que les marchés financiers se sont internationalisés, relève aujourd'hui du lieu commun. En revanche, il convient de tirer des enseignements de cet état de fait. Pour être pleinement efficace, la sanction devrait suivre ce mouvement d'internationalisation. Or, l'on constate, avec les exemples de la France, mais surtout du Canada, que l'on est encore loin de pouvoir aboutir à une harmonisation de la sanction. L'Union européenne est certes allée beaucoup plus loin que le Canada en matière d'uniformisation des règles en créant sa propre autorité de régulation. Mais cela a été rendu possible par la reconnaissance de la compétence du droit européen en matière de valeurs mobilières. En effet, la législation française dans ce domaine est essentiellement issue de la transposition des diverses directives européennes. À l'inverse, quand bien même s'agit-il d'un État unique, l'établissement d'une législation fédérale sur les valeurs mobilières au Canada est beaucoup plus difficile à mettre en place, en raison du partage des compétences organisé par la *Loi constitutionnelle de 1867*, mais aussi pour des raisons politiques liées au fait que certaines provinces ne souhaitent pas abandonner leur compétence au profit du pouvoir fédéral. Cependant, la situation est actuellement en train d'évoluer avec la mise en place entre certaines provinces d'un régime coopératif qui reposera sur une législation fédérale et une législation provinciale administrée par une autorité pancanadienne[2].

[1] Voir *supra* n° 377
[2] Voir *infra* n° 97

De plus, si dans l'Union européenne le recours accru aux règlements et la détermination de sanctions minimales doivent être salués, il serait souhaitable que la nature et les quantum des sanctions administratives comme pénales soient déterminées au niveau européen sans laisser de marge de manœuvre aux États. En effet, l'existence d'un niveau minimal de convergence laisse la possibilité aux États de prévoir des sanctions plus sévères ou à l'inverse de se contenter du minimum, ce qui laisse subsister des disparités entre les États pouvant conduire à une forme de concurrence. Ce constat est d'autant plus vrai qu'il n'existe aucune unification au niveau du contentieux, contrairement aux provinces canadiennes qui peuvent tenir des audiences conjointes et prendre des ordonnances réciproques[1].

§3 – Une sanction punitive et dissuasive

538. – La fonction punitive et dissuasive de la sanction – La sanction peut avoir pour finalité de punir l'auteur d'une illégalité. C'est d'ailleurs souvent le premier sens auquel l'on songe lorsque l'on évoque le terme de sanction. Cette acception renvoie à la fonction expiatoire de la sanction, à son fondement moral. En commettant un acte contraire à la loi, un individu cause un préjudice à la société, et pour cela il mérite d'être puni et de « souffrir » à son tour[2]. Cependant, aujourd'hui cette conception moralisatrice de la sanction est associée à une acception instrumentale, davantage tournée vers l'avenir et la réhabilitation. La finalité recherchée sera alors de punir en vue d'éviter que les faits ne se reproduisent. Il s'agit de « *punir dans le présent pour ne plus avoir à punir dans l'avenir*[3]. » La sanction, avec son caractère coercitif, devient une voie envisageable pour inciter une personne à suivre la règle. Dans cette hypothèse, le pouvoir de la sanction réside dans la crainte qu'elle fait peser sur la personne à laquelle la règle s'adresse[4].

---

[1] Voir *infra* n° 847 et 854

[2] Cet aspect expiatoire de la sanction, tournée vers le passé est hérité de la pensée de Kant : « La peine juridique ne peut jamais être considérée simplement comme un moyen de réaliser un autre bien, soit pour le criminel, soit pour la société civile, mais uniquement lui être infligée, pour la seule raison qu'il a commis un crime. V. M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », Les sanctions en droit contemporain, *La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 20, p. 43.

[3] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 22, p. 45

[4] Ph. Coppens, « La sanction de la règle juridique : de la contrainte à l'incitation », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, *op. cit.*, p. 28

539. – Utilité de la dissuasion dans le domaine des marchés financiers – Par ces quelques explications, l'on peut déjà mesurer combien la dissuasion par la punition pourra être un outil très utile afin de garantir l'intégrité des marchés financiers. De manière radicale, l'existence de sanctions punitives permettra l'éloignement des personnes qui ont causé un préjudice au bon fonctionnement des marchés, soit par des peines d'emprisonnement, soit par des interdictions d'exercer certaines activités en lien avec les marchés. Mais, les sanctions punitives, si elles sont effectivement adaptées et appliquées, pourront avoir un effet de dissuasion sur le reste des acteurs des marchés, par la crainte qu'elles inspirent et l'effet qu'elles véhiculent.

540. – Plan – Traditionnellement, la fonction punitive des sanctions relève du droit et des juridictions pénales. En France ou au Canada, il existe depuis longtemps un droit pénal boursier (A). Cependant, en plus de sa fonction réparatrice, la responsabilité civile pourrait jouer un rôle punitif et dissuasif (B).

A – La fonction punitive et dissuasive du droit pénal

541. – La pénalisation des activités économiques et financières – Lorsque l'on songe à la fonction punitive des sanctions, viennent immédiatement à l'esprit les peines pénales. Le droit pénal a vocation à s'appliquer aux atteintes les plus graves, à celles qui causent un préjudice important à l'ensemble de la société. Dans le domaine des activités économiques et financières, un mouvement de pénalisation s'est particulièrement développé avec la montée des économies libérales et le désengagement de l'État dans l'économie. En effet, dès lors que la loi du marché cessait de s'appliquer, il est devenu indispensable d'assurer le respect des règles du marché et de sanctionner fermement les violations. En effet, ainsi qu'on l'a déjà évoqué, il existe une véritable délinquance financière, dont les actions peuvent avoir des répercussions très préjudiciables sur l'économie[1]. Partant, le recours au droit pénal en matière économique et financière poursuit un double objectif : garantir un ordre public économique et financier et assurer une meilleure protection des consommateurs et petits actionnaires[2].

[1] Voir *supra* n° 20
[2] J.-P. Dintilhac, « La pénalisation de l'activité économique et financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, *op. cit.*, p. 5

I – La fonction punitive au Canada : l'importance du droit criminel

542. – La fonction punitive au Canada – Au Canada, la fonction punitive et dissuasive de la sanction est assurée par une répression pénale en matière financière très présente par le biais du droit pénal réglementaire qui vise à encadrer un secteur de l'économie, mais également le droit criminel fédéral[1]. Le droit pénal réglementaire a pour objectif d'assurer « *l'effectivité de l'exercice des activités dans le domaine des valeurs mobilières et de la protection des citoyens*[2] » et le droit criminel fédéral vise les actes qui enfreignent une « *valeur fondamentale de la société et qui est jugée nuisible de surcroît*[3]. »
Il est prévu par l'article 718 du *Code criminel* que la peine doit poursuivre au moins l'un des objectifs suivants : « *la dénonciation, la dissuasion individuelle et générale, l'isolement, la réinsertion sociale, le fait que la peine doit être de nature à susciter la conscience de leur responsabilité chez les contrevenants, la réparation des torts causés aux victimes et à la collectivité*. » Ainsi, l'on retrouve dans ce texte à la fois la finalité punitive et dissuasive de la peine.

543. – Forte pénalisation – Au Canada les infractions pénales et criminelles sont très nombreuses dans le secteur financier. Il est par exemple prévu par les *Loi sur les valeurs mobilières*, que toute infraction à ces lois ou à l'un de leurs règlements constitue une infraction pénale et le *Code criminel* prévoit une longue liste de comportements pénalement répréhensibles[4]. Même lorsque les CVM et le droit pénal réglementaire peuvent se retrouver en concurrence, l'on constate que dès que les faits reprochés sont graves, ils seront le plus souvent jugés par un juge pénal qui pourra prononcer des peines plus sévères que les régulateurs, notamment des amendes et surtout des peines d'emprisonnement pouvant généralement aller jusqu'à cinq ans. Ainsi, le Canada accorde une place importante à la fonction punitive et dissuasive de

[1] Voir *supra* n° 327
[2] A. Létourneau et M. Naccarato, « La responsabilité pénale et criminelle des prestataires de services financiers et la détermination des peines : d'hier à demain », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2, 2010
[3] G. Côté-Harper, P. Rainville et J. Turgeon, *Traité de droit pénal canadien*, Cowansville, Québec, Éditions Yvon Blais, 1998, p. 61
[4] Vol (art. 322 C.cr.); Vol par une personne tenue de rendre compte (art. 330 C.cr.); Vol par une personne détenant une procuration (art. 331 C.cr.); Distraction de fonds détenus en vertu d'instructions (art. 332 C.cr.); Fraude (art. 380(1) C.cr.); Fraude par l'influence sur les marchés publics (art. 380(2) C.cr.); Commission secrète (art. 426 C.cr.); Escroquerie (art. 362 C.cr.); Commission de faux (art. 366 C.cr.); Emploi d'un document contrefait (art. 368 C.cr.); Manipulation frauduleuse d'opérations boursières (art. 382 C.cr.) (21); Délit d'initié (art. 382.1 C.cr.); Agiotage sur les actions ou marchandises (art. 383 C.cr.); Courtier réduisant le nombre d'actions en vendant pour son propre compte (art.383 C.cr.); Faux prospectus (art. 400 C.cr.); Recyclage des produits de la criminalité (art. 462.31 C.cr.).

la sanction. Pour cela il privilégie la voie pénale et criminelle et entend faire preuve d'une grande sévérité concernant les comportements abusifs des acteurs des marchés.

544. – Peines d'emprisonnement – Inspiré du modèle américain, les juges canadiens n'hésitent pas à prononcer des peines d'emprisonnement pour des violations à la législation sur les valeurs mobilières. Ainsi, la répression pénale est importante et active au Canada. D'abord, la doctrine note une augmentation significative des peines d'emprisonnement prononcées pour des cas de fraudes financières. Avant, la moyenne s'établissait de 3 à 5 ans, ce qui est déjà très élevé par rapport à la France[1]. Depuis, ont été prononcées des peines beaucoup plus élevées, jusqu'à 13 ans dans l'affaire *Lacroix*[2] ou encore 11 ans dans l'affaire *Earl Jones*[3]. On citera également l'exemple des fraudes[4] qui ont été préméditées et réfléchies et qui entraînent généralement le prononcé d'une peine d'emprisonnement ferme.

545. – Application étendue du droit criminel – Ensuite, le droit criminel va parfois s'appliquer à des hypothèses dans lesquelles il n'a normalement pas sa place, et ce en raison de la gravité des faits. C'est notamment le cas de l'inexécution contractuelle par un prestataire de services financiers du contrat le liant à son client. À cause de la relation de confiance accrue qui existe, le droit canadien considère que la préservation de cette relation de confiance constitue une valeur fondamentale de la société qui doit être protégée par le droit criminel. Cela est justifié par les conséquences très dommageables de ces comportements, pour la victime d'abord – pertes financières – mais aussi à plus grande échelle, car ils entraînent une perte de confiance envers les marchés financiers et les professionnels du secteur[5]. Et il ressort de la jurisprudence que lorsqu'un abus de confiance est commis par un prestataire de services financiers, les objectifs de dénonciation et de dissuasion doivent être

---

[1] A. Létourneau et M. Naccarato, « La responsabilité pénale et criminelle des prestataires de services financiers et la détermination des peines : d'hier à demain », *op. cit.*

[2] *R.* c. *Lacroix*, 2009 QCCS 4519

[3] *R.* c. *Jones*, [2010] QCCQ 851

[4] La fraude est définie en droit criminel canadien par l'article 380 (1) du Code criminel : « Quiconque, par supercherie, mensonge ou autre moyen dolosif, constituant ou non un faux semblant au sens de la présente loi, frustre le public ou toute personne, déterminée ou non, de quelque bien, service, argent ou valeur. »

[5] A. Létourneau et M. Naccarato, « La responsabilité pénale et criminelle des prestataires de services financiers et la détermination des peines : d'hier à demain », *op. cit.*

prédominants[1]. En France, à l'inverse, le droit pénal boursier semble avant tout avoir pour objectif de réprimer les atteintes au marché lui-même, sans que la relation de confiance entre les victimes et les intermédiaires ne soient autant prise en compte.

546. – Renforcement de l'arsenal pénal au Canada – La sévérité pénale a été encore accrue ces dernières années en réponse à la multiplication de scandales financiers. Par exemple, depuis l'entrée en vigueur du Projet de loi C-13 en 2004 modifiant le *Code criminel*, la peine d'emprisonnement pour le crime de fraude par l'influence sur le cours de titres est passée de 10 à 14 ans (art. 380 (2), Code criminel), et de 5 à 10 ans pour le crime de manipulation frauduleuse d'opérations boursières (art. 382, *Code criminel*). Le même projet a également créé un crime de transmission délibérée de renseignements confidentiels puni d'une peine d'emprisonnement de 10 ans (art. 382.1(2), *Code criminel*). En droit pénal réglementaire depuis l'adoption du Projet de loi n° 74, *Loi modifiant diverses dispositions législatives afin principalement de resserrer l'encadrement du secteur financier*, le 4 décembre 2009, le tribunal peut en matière de poursuites pénales fondées sur les lois provinciales, notamment la *Loi sur les valeurs mobilières*, imposer des peines d'emprisonnement consécutives (art. 241 nouveau, Code de procédure pénale).

547. – Le Canada accorde une place très importante à la fonction punitive de la sanction. Cela est visible dans l'arsenal pénal très riche prévu tant au niveau provincial que fédéral qui démontre que le Canada considère la délinquance et la criminalité financière comme une véritable menace qui nécessite une réponse pénale. Cela transparait également dans le fait que les juges canadiens prononcent régulièrement des peines d'emprisonnement.

II – La fonction punitive en France : le déclin du droit pénal

548. – La fonction punitive en France – En France, la situation est très différente. Historiquement, à côté du droit pénal général dont certaines infractions peuvent être appliquées au secteur financier, l'on a créé un droit pénal boursier qui était à l'origine très répressif. Il est apparu en 1970 avec la création de deux délits spécifiques : le délit d'initié et le délit de diffusion d'informations fausses ou

[1] M. Naccarato et A. Létourneau, « La confiance trahie : la répression pénale et criminelle du manquement contractuel de l'intermédiaire de marché en valeurs mobilières et la détermination des peines applicables », *Revue juridique Thémis*, 2010, n° 43, p. 145-270

trompeuses. Le dispositif a été complété en 1988 avec la création du délit de manipulation de cours. Mais à partir de 1989 et l'octroi du pouvoir de sanction à la COB, ces trois délits ont été dupliqués sous la forme de manquements administratifs, ajoutant ainsi à la répression pénale, une répression administrative, qui est largement privilégiée aujourd'hui.

549. – Fonction punitive assurée par la répression administrative – En effet, si la répression pénale a été maintenue, elle est désormais délaissée au profit de la répression administrative, notamment parce que le montant des sanctions pénales n'a presque jamais été revu à la hausse depuis la création de ces délits[1], tandis que les sanctions administratives ont augmenté de façon exponentielle. Ainsi que l'a justement résumé le professeur Schmidt « *face à une pénalisation croissante par la loi [prenait] place une dépénalisation constatée dans les faits*[2]. » Ainsi, la dépénalisation de fait du domaine boursier a été avant tout le résultat de la concurrence opérée par la répression administrative, concurrence à laquelle la voie pénale ne pouvait pas résister, étant donné que les sanctions administratives sont infiniment plus importantes et partant, sans doute encore punitives et dissuasives. On trouve un mouvement identique concernant les infractions en matière de fichiers informatiques où les sanctions de la CNIL ont totalement pris le pas sur la répression pénale[3].

550. – Caractère inadapté de la voie pénale – Ce phénomène est à rapprocher d'un mouvement plus global en France, favorable à une dépénalisation du droit des affaires en général qui a été largement porté par le Rapport Coulon publié en 2008[4]. À sa suite, un fort mouvement en faveur de la dépénalisation du droit des affaires se fait entendre depuis plusieurs années. Certains ont considéré que la répression pénale n'est pas une solution appropriée au domaine économique et financier, car elle « *découragerait l'esprit d'entreprise et ferait perdre le goût du risque, lesquels sont les moteurs du développement économique et financier pour les entreprises*[5]. » En outre, la

---

[1] On compte une seule augmentation applicable à tous les délits faisant passer l'amende maximale de 762 245 € ou le quadruple du profit éventuellement réalisé à 1 500 000 € ou le décuple de ce profit.
[2] D. Schmidt, « Les délits boursiers », *Rev. jur. Com.*, 2001, p. 71
[3] À l'origine le pouvoir de sanction de la CNIL était relativement limité. Mais la loi n° 2004-801 du 6 aout 2004 a revalorisé les pouvoirs de sanction de la CNIL. Même si elle a également créé de nouvelles incriminations et rehaussé les sanctions pénales, ces dernières semblent aujourd'hui délaissées au profit de la sanction administrative.
[4] J.-M. Coulon, *Rapport sur la dépénalisation de la vie des affaires*, janv. 2008
[5] J.-P. Dintilhac, « La pénalisation de l'activité économique et financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 3

sanction pénale ne serait pas toujours adaptée, notamment parce qu'elle ne répare pas le préjudice causé aux victimes, qu'ils s'agissent d'individus ou du marché lui-même. De plus, de telles sanctions seraient susceptibles de provoquer des rumeurs nocives sur les marchés. La sanction pénale pourrait même avoir des effets contradictoires. Elle peut permettre de moraliser les comportements et de développer la déontologie des activités économiques. Mais par ses menaces, elle serait également susceptible de désorienter les marchés et de compromettre l'équilibre des échanges à la moindre rumeur[1]. Plus précisément, concernant les délits boursiers, ces théories auxquelles on doit ajouter à la réalité de la supériorité de fait de la répression administrative en la matière, ont conduit certains à réclamer l'abandon des incriminations pénales au profit des seuls manquements administratifs[2].

551. – Pénalisation « administrative » du droit boursier – Malgré le maintien des trois délits boursiers, le droit financier a aussi été touché par ce mouvement de dépénalisation qui a entraîné une préférence pour la répression administrative. Cependant, en matière boursière cette dépénalisation apparaît finalement illusoire, tant les pouvoirs de l'AMF sont importants, et en réalité bien plus coercitifs que ceux du juge pénal. Il semble en réalité que la fonction punitive a seulement été transférée à l'autorité administrative, mais n'a absolument pas disparu. Seules les peines d'emprisonnement restent réservées au juge. Cependant, il n'y a pas que les peines privatives de liberté qui ont un caractère punitif. En matière financière, l'on peut considérer que le montant astronomique des sanctions pécuniaires à la disposition du régulateur en France a un véritable caractère punitif. D'ailleurs, il ne faut pas oublier que la Cour EDH considère ces sanctions administratives comme relevant de la matière pénale au regard de leur gravité[3]. En revanche, contrairement à ce qui existe au Canada, ce transfert de fait de la fonction punitive du juge pénal à une autorité administrative a pour conséquence de rendre le prononcé d'une peine d'emprisonnement presque impossible en pratique puisque seul le juge pénal peut l'imposer. Toutefois, la peine maximale d'emprisonnement pour les délits boursiers en France n'est que de 18 mois et n'est de toute façon que très rarement prononcée. Cela contribue à démontrer que le Canada et la France ont sur ce point une approche diamétralement opposée.

---

[1] Y. Chaput, *La sanction : la lecture des économistes et des juristes, op. cit*., p. 12
[2] B. Quentin et J.-Ph. Pons-Henry, « Délits d'initiés. La crise de la quarantaine », *JCP G* 2011, p. 67
[3] Voir *supra* n° 217

552. – Inefficacité de la sanction-punition – Selon le professeur Drummond, la sanction-punition serait, dans tous les cas, peu efficace au regard de l'objectif de protection du système financier. Son effet dissuasif serait limité, car le régulateur n'aurait pas les moyens pour effectuer un nombre suffisant de contrôles et constituer une menace crédible[1]. En 2014, la Commission des sanctions a seulement traité dix-huit affaires et rendu vingt-quatre décisions[2]. Cette opinion, qui se fonde d'ailleurs sur le postulat que la sanction-punition devrait être prononcée uniquement par le régulateur, ne nous semble prendre en compte l'idée que la sanction-punition a toute sa place dans l'arsenal répressif en matière financière et que la répression pénale y est nécessaire, car elle présente certaines qualités dont elle seule dispose. En France, au moment où le cumul entre les sanctions pénales et administratives a été remis en cause[3], la question du maintien de la voie pénale revêt une importance toute particulière, pour les qualités psychologiques qu'elle déploie.

553. – Force symbolique de la voie pénale – La sanction pénale détient sans conteste une vertu intimidante. Elle est la seule à même de priver un individu de sa liberté d'aller et venir, et son poids symbolique est très fort. Or, il est nécessaire que les acteurs des marchés financiers craignent la sanction pour qu'elle les dissuade d'agir. La criminalité financière est une réalité qui a des traits spécifiques et dont la gravité nécessite une véritable réponse pénale[4]. Il est souvent relevé que le « *caractère stigmatisant de la sanction pénale constitue un élément de dissuasion particulièrement puissant à l'égard des délinquants appartenant à une classe sociale aisée et qui craignent, par dessus tout, la perte de leur statut social*[5]. » Cet aspect doit être pris en compte lorsqu'il s'agit de sanctionner des personnes physiques, dirigeants d'un émetteur, intermédiaires financiers, ou encore prestataires de services d'investissement.
En revanche, lorsqu'il s'agit d'une peine d'emprisonnement, en raison de ces effets sur la liberté d'aller et venir, elle ne devrait avoir vocation à ne s'appliquer qu'aux infractions les plus graves. Mais il nous semble qu'il ne faut pas négliger l'utilité des peines d'emprisonnement même s'agissant de crimes financiers, afin que les acteurs des marchés comprennent bien la gravité de leurs actes. Le recours à la répression pénale par le juge judiciaire se justifie d'autant plus en France, où les sanctions

---

1 F. Drummond, « Les sanctions en droit des marchés financiers – La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 29, p. 467
2 Rapport annuel 2014 de l'AMF, p. 123
3 Voir *supra* n° 377
4 Y. Chaput, *La sanction : la lecture des économistes et des juristes, op. cit.*, p. 16
5 S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit.*, p. 235, n° 235

administratives équivalent dans les faits à des peines pénales, mais sans offrir les mêmes garanties aux justiciables.

554. – Développement de la sanction pénale en droit de l'Union européenne – Il semble d'ailleurs que le législateur européen ait conscience des avantages de la répression pénale. En effet, concernant les abus de marché, il appelle à un renforcement de la répression pénale et préconise l'adoption par les États « *de sanctions pénales marquant une désapprobation sociale plus forte que les sanctions administratives. L'établissement d'infractions pénales au moins pour les formes graves d'abus de marché établit des frontières claires pour certains types de comportements qui sont considérés comme particulièrement inacceptables et adresse au public et aux auteurs potentiels le message que les autorités compétentes prennent très au sérieux ces comportements*[1]. » La Commission européenne a rappelé le fort effet dissuasif attaché aux sanctions pénales : « *les sanctions pénales applicables aux infractions les plus graves à la législation européenne sur les services financiers envoient un message fort de désapprobation aux contrevenants et peuvent donc exercer un puissant effet dissuasif, si elles sont appliquées à bon escient par les juridictions pénales*[2]. »

555. – Fonction punitive assurée par le juge pénal – Ainsi, la fonction punitive de la sanction est indispensable au droit boursier. Mais elle devrait être assurée, non pas par une autorité administrative, mais par un juge pénal en raison de la gravité des faits. Le pouvoir politique a déjà insisté sur l'importance de cette répression dans la lutte contre la délinquance financière[3] et cette forme de répression reçoit un « *large consensus social*[4]. » Cette circonstance ne doit pas être négligée, car le fait pour les investisseurs de savoir qu'il existe une répression pénale, avec toute la force symbolique qu'elle implique, aura sur eux un effet rassurant. Cela sera de nature à maintenir ou à restaurer leur confiance dans les marchés, en sachant que les atteintes à leur intégrité seront sévèrement réprimées.

---

[1] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, cons. n° 6

[2] Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, *Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers*, COM(2010) 716, 8 déc. 2010, p. 10. *Contra* : Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, *op. cit.*, p. 278, n° 324-325

[3] Discours de Mme Rachida Dati, ancienne Garde des sceaux, ministre de la Justice, 20 févr. 2008 : « La Justice pénale doit lutter contre les délinquants de la finance (…). Je vous le confirme : l'abus de biens sociaux et le délit d'initié ne seront pas dépénalisés. »

[4] H. de Vauplane et C. Denoun, « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés, *LPA*, 28 mars 1994, n° 37, p. 4

556. – La place de la victime – Enfin, il nous semble que l'un des avantages de l'existence d'une répression pénale en France est la place qu'elle accorde à la victime par le biais de l'action civile. En effet, en France la répression administrative ne laisse aucune place à la victime des violations à la législation financière. Elle ne peut en aucun cas saisir l'AMF. Sur ce point, le Bureau de décision québécois nous apparaît plus sensible à cette question, car il permet à « *toute personne intéressée* » de le saisir (art. 93, *Loi sur l'Autorité des marchés financiers*). Or, il nous semble opportun de ne pas totalement écarter les victimes du processus de répression des actes contraires à la réglementation. Leur participation pourrait au contraire avoir un effet positif sur l'efficacité du système de sanction, mais aussi sur le bon fonctionnement des marchés. D'une part, les victimes peuvent contribuer à la découverte des infractions en dénonçant des comportements illicites. Mais surtout, il convient de garder à l'esprit que le plus souvent les victimes des abus de marché sont les investisseurs eux-mêmes. Or le fait de pouvoir, en quelque sorte, participer au processus de sanction des contrevenants nous semble être un facteur de maintien de la confiance dans les marchés.

557. – Le droit canadien donne une place très importante à la victime dans le sens où la sévérité doit être encore plus accrue lorsqu'il y a une victime de la fraude. La jurisprudence estime que la gravité particulière des abus dans le domaine de l'intermédiation financière entraînant des conséquences très graves pour les victimes, justifie une réponse pénale forte. Dans la décision *R. c. Lacroix*, le juge Wagner s'est fait le porte parole de cette opinion : « *Cependant, même si la violence physique directe n'a pas accompagné ses crimes, le Tribunal est d'avis que ces derniers ont engendré beaucoup de violence morale aux victimes et à leur famille en raison du stress, de l'insécurité et de l'incertitude pour ceux et celles qui ont perdu le capital de leur vie qu'il réservait pour leur retraite*[1]. » Dans cette affaire, Vincent Lacroix a été condamné à 13 d'emprisonnement.

558. – Conclusion – Ainsi, nous considérons qu'en raison de la gravité des conséquences que les comportements abusifs des acteurs sur les marchés financiers peuvent avoir tant au niveau de leur victime que de la société dans son entier par les préjudices à l'économie qu'ils peuvent engendrer, la nécessité de recourir à la fonction punitive et dissuasive de la sanction est pleinement justifiée. Dans la poursuite de cet objectif, la France a confié cette mission, au moins dans les faits, à l'autorité de régulation, tandis que le Canada s'est fondé sur une répression pénale

[1] *R.* c. *Lacroix*, 2009 QCCS 4519, par. 39

très forte. Il nous semble qu'au regard de la gravité des faits en cause, la fonction punitive gagnerait en efficacité à être assumée par le juge pénal, notamment en raison de l'image qu'il renvoie et de la force symbolique attachée à la justice pénale. Mais la criminalité financière et le secteur financier dans sa globalité étant spécifiques, il faut faire nôtre l'opinion d'un auteur qui estime qu'il doit exister un « *droit pénal économique et financier ad hoc, c'est-à-dire détaché du droit pénal que l'on dirait volontiers central*[1]. » Il faut tenir compte de ses objectifs spécifiques. En effet, dans notre cas, il s'agit aussi d'assurer l'efficacité du système financier et d'endiguer un éventuel risque systémique. Cependant, il est certain que l'utilisation de la voie pénale n'est pas toujours aisée, notamment à cause de l'obligation de prouver l'intention de l'auteur de l'infraction. Pour cette raison, il pourrait aussi être intéressant de se tourner vers les sanctions civiles, qui pourraient d'ailleurs permettre de donner davantage de place aux victimes des fraudes financières.

B – La fonction punitive et dissuasive de la responsabilité civile

559. – Fonction normative de la responsabilité civile – S'il est certain qu'actuellement l'on ne retient de la responsabilité civile, particulièrement en France, que sa fonction réparatrice, il convient de rappeler qu'avant le développement de la responsabilité objective et de l'assurance, la responsabilité civile avait également une fonction sanctionnatrice. Comme le démontre très justement Madame Carval dans la thèse qu'elle a consacrée à *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, la responsabilité civile avait, à ses débuts au XIXe siècle, une fonction punitive et normative[2]. Dès lors, si la responsabilité a bien entendu avant tout une fonction réparatrice, elle peut également avoir une fonction punitive lorsque la faute de son auteur est particulièrement grave[3]. Cet aspect de la responsabilité civile nous semble particulièrement intéressant dans le cadre des marchés financiers.

---

[1] M.-A. Frison-Roche, « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, *op. cit.*, p. 18

[2] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit.*, p. 57

[3] L. Boré, *La défense des intérêts collectifs par les associations devant les juridictions administratives et judiciaires*, préf. G. Viney, 1997, LGDJ, n° 312 et s. ; J. Bourthoumieux, « Dommages punitifs », RGDA 1996, p. 861 ; G. Maitre, *La responsabilité civile à l'épreuve de l'analyse économique du droit*, préf. H. Muir Watt, 2005, LGDJ, n° 303 et s. ; S. Piedelièvre, « Les dommages et intérêts punitifs : une solution d'avenir ?, La responsabilité civile à l'aube du XXIe siècle », *RCA* juin 2001, chron. 68 ; Ph. Tourneau, « Responsabilité (en général) », *Rep. Dalloz Droit civil*, juin 2015, n° 149

560. – Définition de la sanction civile – La sanction civile peut être définie comme « *toute mesure préventive, réparatrice ou punitive appliquée par les moyens du droit privé*[1]. » La sanction civile présente un intérêt, à l'instar de la sanction administrative, lorsqu'il s'agit de s'adresser à des personnes morales, qui ne sont pas toujours réceptives au caractère dissuasif de la répression pénale. Couplée à une répression pénale, elle pourrait permettre dans le domaine des marchés financiers d'atteindre une répression englobant toutes les situations, particulièrement efficaces.

561. – Analyse économique de la responsabilité civile – En effet, selon l'école de l'analyse économique du droit, pour que la responsabilité civile puisse jouer son rôle dissuasif, il faut que l'auteur du dommage puisse être identifié, mais également poursuivi et condamné dans des délais tolérables et à un coût acceptable, compte tenu des enjeux pour la victime. En outre, du côté de l'auteur du dommage, la responsabilité civile ne joue son rôle dissuasif que si ce dernier est sensible aux incitations financières[2]. Sur cette question, deux auteurs estiment que dans le cas où l'auteur est insolvable ou insensible à l'incitation financière, la voie pénale pourra être privilégiée en permettant le recours à l'incarcération ou autres mesures exercées directement sur la personne du défendeur[3]. Il convient de relever, cependant, le caractère inégalitaire d'un tel constat, même s'il est certainement le reflet de la réalité. Quant au problème des coûts de la poursuite, il peut être combattu notamment grâce aux « *recours collectifs et* [aux] *dommages exemplaires*[4]. »
En principe, la responsabilité civile vise à ce que l'auteur d'un dommage le répare, entièrement, mais ni plus, ni moins. Cependant, ce régime n'est pas suffisamment dissuasif lorsque l'auteur a la possibilité d'échapper à sa responsabilité ou s'il risque d'être insensible aux incitations financières. Dans de telles hypothèses, il serait possible de recourir soit au droit pénal, soit à des peines privées sous la forme de sanctions civiles. La sanction civile peut alors constituer une réponse particulièrement adaptée aux fautes lucratives très nombreuses dans le secteur financier.

562. – Faute lucrative – La faute lucrative est notamment définie dans l'ouvrage de Stark, Roland et Boyer en ces termes : « *On appelle ainsi des fautes qui, malgré les*

[1] Ch. Coutant-Lapalus, « La sanction civile », in *La sanction*, colloque du 27 nov. 2003, L'Harmattan, p. 211
[2] E. Mackaay et S. Rousseau, *Analyse économique du droit*, *op. cit*., n° 1241, p. 348
[3] *Ibid*., n° 1245, p. 349
[4] *Ibid*., n° 1242, p. 349

dommages et intérêts que le responsable est condamné à payer – et qui sont calqués sur le préjudice de la victime – laissent à leur auteur une marge bénéficiaire suffisante pour qu'il n'ait aucune raison de ne pas les commettre[1]. » Le professeur Tourneau propose également la définition suivante : « [la faute lucrative est] *celle qui laisse à son auteur une marge suffisante, une fois le paiement des dommages et intérêts, pour qu'il n'ait aucune raison économique de ne pas la commettre, même s'il avait des raisons morales*[2]. »

563. – Objectifs – Plus précisément, la faute lucrative peut poursuivre trois objectifs : vouloir tirer profit de l'effort d'un autre, chercher à prendre l'avantage sur un concurrent ou plus simplement vouloir agir dans un but purement égoïste sans se soucier des conséquences. En matière contractuelle, la faute lucrative consistera, le plus souvent, à tirer profit d'un rapport de force déséquilibré. Cela s'applique tout à fait aux préjudices subis par les petits porteurs victimes de la fraude de leur conseiller financier. Ensuite, la faute lucrative doit nécessairement conférer un gain à son auteur, gain qui peut découler du comportement des victimes, anticipé par l'auteur de la faute. Il en sera ainsi, par exemple, lorsque l'auteur sait que la victime ne réagira pas à sa faute, notamment en raison de la faiblesse du préjudice ou du coût prohibitif d'une action en justice. Cela est à nouveau, particulièrement net en cas de fraudes touchant les petits porteurs dont le montant des préjudices est souvent faible et les découragent d'engager une action en réparation.

564. – L'absence de prise en compte des fautes lucratives en droit civil français – Si la doctrine s'intéresse beaucoup à cette notion, il semble que le législateur français et la Cour de cassation y soient moins sensibles[3]. Pourtant, elle constitue un concept majeur qui doit être pris en compte dans la recherche d'une sanction efficace dans le domaine financier. En effet, dans le monde économique, et particulièrement dans le domaine financier où les enjeux sont très élevés, les entreprises et acteurs des marchés préfèrent privilégier la rentabilité par rapport au bon comportement à adopter. L'on peut parfois constater qu'il est plus rentable financièrement de payer des dommages et intérêts plutôt que d'adopter un comportement régulier.
Certes le droit pénal et les sanctions administratives prennent en compte cette donnée. Les sanctions pénales et administratives permettent de condamner la personne qui commet un abus de marché à payer une amende pouvant aller jusqu'à

[1] B. Stark, H. Roland et L. Boyer, *Obligations, t. 1. Responsabilité délictuelle*, 5e éd., 1996, Litec, spéc. n° 1335.
[2] Ph. Tourneau, « Responsabilité (en général) », *Rep. Dalloz Droit civil*, juin 2015, n° 159
[3] D. Fasquelle, « L'existence de fautes lucratives en droit français », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 27

cinq fois le profit réalisé. En revanche, le droit civil ne tient absolument pas compte de l'existence des fautes lucratives lors du calcul du montant des dommages et intérêts. Il semblerait que l'on puisse expliquer la réticence du droit civil français à prendre en compte la faute lucrative par le fait que pour certains cela reviendrait à remettre en cause le principe de la réparation intégrale du préjudice et pourrait mener à l'instauration de dommages et intérêts punitifs[1].

565. – Nécessité d'une sanction adaptée aux fautes lucratives – Pourtant de nombreux auteurs reconnaissent aujourd'hui le problème majeur créé par la multiplication des fautes lucratives. Le professeur G. Viney résume parfaitement la situation en expliquant que « *pour apporter une solution satisfaisante à ce problème, il faut donc imaginer une sanction spécifique, plus souple que la sanction pénale et plus dissuasive que l'indemnisation pure et simple*[2]. » Elle ajoute que « *quelque soit la voie choisie, l'important est de mettre sur pied un cadre juridique à la fois suffisamment souple pour affranchir la sanction des contraintes excessives du droit pénal – principe de légalité, interprétation étroite des textes – et suffisamment strict pour éviter l'arbitraire des condamnations et leur cumul abusif avec d'autres sanctions civiles, pénales ou administratives*[3]. »

566. – L'existence de peines privées en France – Ainsi que le professeur Carval l'avait justement proposé dans sa thèse, un véritable statut juridique de la peine privée devrait être mis en place. Selon cet auteur, cette fonction, quoique fortement diminuée, est toujours présente en droit français, notamment par l'intermédiaire de dispositifs tels que les recours entre coresponsables, les clauses pénales ou encore les astreintes. Ainsi, « *il subsiste à l'évidence, des manifestations significatives de son aptitude à définir des règles de comportement ainsi qu'à sanctionner efficacement ceux qui les transgressent*[4]. » Le professeur Carval estime que la fonction normative pourrait s'appliquer non seulement aux hypothèses qui échappent au droit pénal et administratif, mais qui mériteraient une sanction plus sévère que la seule indemnisation, mais encore dans les cas où la voie pénale, même si elle existe, n'est quasiment pas utilisée en pratique[5]. Or cela est clairement le cas en matière boursière.

---

[1] Ibid.
[2] G. Viney, « Rapport de synthèse », coll. *Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?*, *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 66
[3] Ibid.
[4] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 13, n° 13
[5] *Ibid*., p. 13, n° 14

Une partie de la doctrine estime d'ailleurs qu'il faudrait davantage utiliser les sanctions civiles punitives[1].

567. – Renforcement de la confiance des investisseurs – Bien que les sanctions pécuniaires administratives et pénales permettent déjà de sanctionner lourdement les violations à la législation sur les marchés financiers, le recours aux sanctions civiles présentent l'avantage de faire participer davantage les victimes au processus de sanction. Cela leur donnera certainement l'impression que leur cause est véritablement entendue.

568. – Les victimes comme « procureurs privés » - En effet, la peine privée civile, doit être demandée par la victime, qui est normalement la seule habilitée à déclencher une action en responsabilité civile. Dès lors, il nous semble qu'en développant ces peines privées, cela serait un moyen intéressant pour conférer davantage d'importance aux victimes. En somme, elles deviennent les acteurs principaux de l'instance. De plus, cela pourrait servir à la découverte et la poursuite d'infractions, les victimes jouant le rôle de ce que certains auteurs appellent des « *procureurs privés*[2]» ou des « *gardiens de la réglementation*[3]. » Il a été relevé, dans le domaine pénal, que la majorité des fautes ne sont en réalité connues que de la victime elle-même et c'est à son initiative qu'elles sont portées à la connaissance des autorités[4]. D'ailleurs la Banque mondiale fait également la promotion d'une « surveillance privée[5] » des marchés financiers dont les bénéfices peuvent être supérieurs à l'action publique[6].

569. – Inconvénient du monopole des poursuites – Ainsi que l'explique le professeur Carval, notamment à propos des pouvoirs de l'ancienne COB, une approche empirique démontre qu'il n'est jamais bon, qu'un seul organisme détienne, en fait et en droit, le monopole de la poursuite des actes répréhensibles[7]. Or,

---

[1] Ch. Coutant-Lapalus, « La sanction civile », in *La sanction*, colloque du 27 nov. 2003, L'Harmattan, p. 220

[2] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 235, n° 217

[3] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 403

[4] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., n° 218

[5] Traduction proposée par D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 404

[6] Institutionnal foundations for financial markets, 2006. En ligne : http://siteresources.worldbank.org : « In banking and securities markets, characteristics related to private monitoring and enforcement drive developpement more than public enforcement measures »

[7] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., n° 220

l'exemple des infractions financières est particulièrement probant. En effet, la voie pénale est délaissée au profit de la voie administrative[1]. Cette dernière intervenant systématiquement avant la répression pénale, les infractions ne seront souvent ensuite pas poursuivies au plan pénal, soit que l'AMF n'aura pas transmis les informations au parquet, soit que le parquet estimera que des poursuites ne sont plus nécessaires. Or, il est clair que tant par ses missions que par ses moyens de sanctionner, l'autorité boursière ne se préoccupe guère des victimes. Cette situation conduit à ce que de nombreux préjudices ne puissent jamais être réparés. En effet, l'objectif principal de l'AMF est de réguler les marchés et d'en assurer leur fonctionnement régulier et non de garantir l'indemnisation des victimes, ce qui peut la conduire à adopter une attitude pragmatique et l'amener à tolérer certains manquements pour des raisons qui peuvent être étrangères à leur gravité[2]. Ainsi, l'action des victimes pourrait venir compléter utilement celle de l'autorité. L'on pourra aisément s'en convaincre en analysant l'activité du pôle financier. Les instructions en matière financière ouvertes à l'initiative du ministère public représentent 23 % des procédures, tandis que les saisines résultant de plaintes avec constitution de partie civile représentent 77 % des dossiers du pôle financier[3].

570. – Le caractère judiciaire de la peine privée – De plus, le fait que les peines privées soient prononcées par une juridiction est certainement un autre avantage, non négligeable, particulièrement pour les victimes de préjudices financiers, qui ne peuvent pas saisir l'AMF pour demander la sanction d'un individu.

571. – Sanctions civiles au Canada – À l'inverse, le Canada est beaucoup plus réceptif aux sanctions civiles qui y sont prononcées depuis longtemps. Les juridictions peuvent effectivement allouer des dommages et intérêts punitifs au profit des victimes de fraudes boursières[4]. L'objectif de ces dommages et intérêts est de punir l'auteur du dommage et de le dissuader pour l'avenir de la commission d'un acte fautif. Ils ont une fonction punitive mais aussi préventive[5]. Ils sont pratiqués de longue date dans les provinces de Common Law. En effet, ce type de

---

[1] Voir *supra* n° 375

[2] N. Decoopman, « Le pouvoir de sanction administrative de la COB », *RD bancaire et fin.*, 1990, n° 17, p. 16

[3] Chiffres cités par Cl. Nocquet, « Méthodologie de l'approche et du traitement de la délinquance économique et financière, L'instruction du pôle financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, *op. cit.*, p. 53

[4] Voir *infra* n° 931

[5] C. Jauffret-Spinosi, « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

dommages et intérêts est apparu en Angleterre à la fin du XVIIIe siècle pour ensuite s'exporter aux États-Unis et dans les pays du Commonwealth. On le trouve aujourd'hui en Australie, en Nouvelle-Zélande, en Afrique du Sud et bien entendu au Canada. En outre, les juridictions canadiennes peuvent également prononcer la restitution des profits à la victime, lorsqu'une faute lucrative a été commise.

572. – Conclusion Section 2 – Ainsi, pour être efficace, la sanction doit être adaptée aux spécificités relatives au droit des marchés financiers. Pour ce faire, elle devrait tenir compte des intérêts privés des acteurs des marchés et en particulier des investisseurs, en développant davantage sa fonction réparatrice. De plus, l'internationalisation et la globalisation des marchés financiers génèrent des risques nouveaux liés à la dématérialisation des places financières et des transactions. Dès lors, la sanction devrait elle-même revêtir un caractère plus international. Même si des efforts sont réalisés à des niveaux régionaux, notamment au sein de l'Union européenne, les disparités restent trop importantes. Enfin, la sanction doit également remplir sa fonction classique de punition et de dissuasion. Pour ce faire, il est bien entendu possible de recourir au droit pénal, mais également à la fonction punitive de la responsabilité civile, ainsi que le démontre l'exemple canadien.

573. – Conclusion Chapitre 2 – Afin de doter le droit des marchés financiers d'un système de sanction efficace, plusieurs critères devraient être respectés. D'abord, il est important d'assurer la légitimité extrinsèque et intrinsèque de la sanction. En effet, la sanction devrait être prononcée par une autorité dont la légitimité ne peut pas être remise en cause. Ensuite, la sanction devrait elle-même être légitime. De plus, il est désormais fondamental de prendre en compte l'internationalisation des activités de marchés en accentuant encore davantage le mouvement d'harmonisation, particulièrement au niveau régional, canadien et européen. Enfin, la sanction devrait tenir compte des spécificités des marchés financiers et se concentrer sur sa fonction réparatrice, punitive et dissuasive.

574. – Conclusion Titre 2 – La répression en droit des marchés financiers s'organise de manière différente en France et au Canada. Si les CVM canadiennes disposent toutes de pouvoirs quasi juridictionnels, ils sont moins répressifs que ceux de la Commission des sanctions française. Les raisons d'une telle différence dans les moyens d'actions des CVM et de la Commission s'expliquent en partie par la place respectivement laissée au juge en matière de violation à la législation boursière et

financière en France et au Canada. La France a fait le choix de privilégier très largement, la répression administrative par l'AMF, tandis que le droit des valeurs mobilières canadien est davantage traditionnellement fondé sur la répression judiciaire, et notamment criminelle. Cependant, l'on constate dans tous les cas un éclatement des entités en charge de prononcer la sanction qui peut être source de conflits et d'inefficacité.

Or, afin d'être efficace dans le domaine des marché financiers, une sanction doit revêtir certains critères. Elle devrait impérativement être prononcée par une autorité dont la légitimité ne peut pas être remise en cause et revêtir tous les caractères nécessaires pour que la sanction soit elle-même légitime. En outre, en matière de marchés financiers, une sanction efficace doit être réparatrice pour mieux tenir compte des intérêts des investisseurs. Elle doit également être plus internationalisée afin de suivre l'évolution des marchés financiers qui sont de plus en plus globalisés. Enfin, elle doit être punitive et dissuasive afin de rassurer les autres participants des marchés tout en éloignant les menaces à leur intégrité et dissuadant les autres de commettre des fraudes.

575. – Conclusion Partie 1 – Alors que traditionnellement les marchés financiers étaient fondés sur l'autorégulation et la loi du marché, la sanction est devenue aujourd'hui une donnée fondamentale de l'encadrement du secteur financier. En effet, l'intégrité des marchés ne peut plus être assurée par la seule autorégulation. Or, cette intégrité est une condition, tant de l'efficacité des marchés que de la confiance de ses acteurs, qui sont toutes deux indispensables au bon fonctionnement des marchés. Afin d'être efficace, la sanction doit être prononcée par une autorité légitime mais également tenir compte des spécificités du droit des marchés financiers et répondre à plusieurs objectifs : la réparation, la punition, la dissuasion et la pris en compte de la globalisation de la matière.

L'étude des systèmes de sanction en place en France et au Canada démontre que plusieurs approches sont envisageables. Si la France a fait le choix de privilégier la répression administrative par l'autorité de marché, les provinces canadiennes ont conservé une répartition plus équilibrée des pouvoirs entre les commissions de valeurs mobilières et le juge judiciaire qui a la charge des pouvoirs répressifs les plus sévères. La répression pénale y est très forte et demeure naturellement entre les mains du juge. De plus, contrairement, à la France, le Canada est beaucoup plus sensible au sort des victimes lésées, notamment par le rôle des Commissions de valeurs mobilières dans ce domaine.

Cependant, les provinces ont renforcé depuis une quinzaine d'années les pouvoirs de sanction des CVM. En particulier, le Québec, suivant l'exemple de la France, a décidé de séparer la fonction de sanction du reste des attributions de l'autorité de régulation. Mais la province a été plus loin que son modèle, en opérant une véritable scission institutionnelle. Cependant, comme en France, la composition des organes de sanction, tout comme le cumul des pouvoirs des CVM multifonctionnelles ne permettent pas de satisfaire pleinement les exigences de légitimité de l'autorité en charge de la sanction. De plus, malgré une coopération importante, l'éclatement de la régulation crée des différences de niveau des sanctions selon les provinces. De la même manière, bien que l'Union européenne cherche à harmoniser de plus en plus les sanctions, des divergences existent encore entre les États membres.

Ainsi, une conclusion s'impose : les modèles de la répression boursière tels qu'ils sont pratiqués en France et au Canada ne tiennent pas suffisamment compte de ces objectifs. Chaque système propose des dispositifs intéressants qui seraient de nature à améliorer le système de sanction des fraudes à la législation financière et boursière. À l'heure où le système français est en pleine réforme, il convient de réfléchir à la façon la plus opportune de procéder.

PARTIE 2

LA PROPOSITION D'UN MODÈLE

576. – L'approche du système répressif canadien révèle qu'il est possible d'envisager le contentieux boursier de manière différente, en donnant une place plus importante au juge, plus à même de répondre aux exigences d'indépendance et d'impartialité que les justiciables sont en droit d'attendre d'une autorité prononçant des sanctions aussi élevées que celles existant en matière financière. De ce point de vue, la France pourrait davantage s'inspirer du modèle canadien qui accorde une place importante à la répression judiciaire. Cependant, il semble nécessaire d'aller plus loin encore. En effet, en France comme au Canada, la répression financière est contrainte d'évoluer. Il faut se frotter à un paradoxe : les sanctions administratives et pénales, surtout au Canada, ne cessent d'augmenter tandis que les fraudes financières ne diminuent pourtant pas. C'est révélateur d'un problème plus profond touchant la répression financière. L'éclatement des sanctions et des procédures est nuisible à la lisibilité et la cohérence du système répressif et, in fine, à son efficacité globale.

577. – Plan – Il convient alors de songer à se tourner vers un modèle où la sanction serait exclusivement prononcée par une autorité unique, un juge spécialisé, dont le rôle serait exclusivement dévolu au prononcé de la sanction. Le modèle de la répression administrative est bien ancré en France, et tend encore à se développer. Dès lors, la proposition formulée peut apparaître à contre courant de l'évolution de la régulation française et ne se fera donc pas sans conséquence. Cependant, elle est certainement la solution qui permet de satisfaire le plus grand nombre de critères d'un système de sanction efficace (Titre 1), ce qu'il conviendra de vérifier.
Partant, il sera nécessaire d'envisager la nature des pouvoirs de cette nouvelle juridiction spécialisée. L'attention sera particulièrement attirée sur ses pouvoirs en matière de réparation des préjudices financiers. En effet, les investisseurs lésés continuent d'être les grands oubliés de la législation française, ainsi qu'en témoigne le nouveau texte de loi sur la répression des abus de marchés adopté le 21 juin 2016[1]. Or, la création du Tribunal des marchés financiers est l'occasion de réformer sur ce point précis et pour lequel le Canada offre des pistes de réflexions particulièrement intéressantes (Titre 2).

[1] Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, *JORF* n° 0144 du 22 juin 2016 : Ph. Conac, « Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Rev. sociétés* 2016, p. 469 ; X. Delpech, « Articulation des poursuites pénales et administratives en matière d'abus de marché », *Dalloz Actualité*, 9 sept. 2016 ; Ph. Conac, « Loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, p. 323 ; A. Bellezza, « La réforme en demi-teinte du système de répression des abus de marché », *RSC* 2016, p. 316 ; J. Lasserre-Capdeville, « Présentation succincte de la réforme du droit pénal financier », *AJ Pénal* 2016, p. 424 ; Th. Bonneau, « Aiguillage et déraillement », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, p. 297

TITRE 1

PROPOSITION POUR UN TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS : UNE JURIDICTION SPÉCIALISÉE

578. – Il ressort des développements précédents qu'une sanction efficace pour le secteur des marchés financiers est une sanction légitime, prononcée par une autorité elle-même légitime, et dont la finalité doit être à la fois dissuasive et punitive, réparatrice et internationale. À l'étude du système de sanction français, l'on comprend que l'ensemble de ces objectifs n'est pas rempli. De ce point de vue la France pourrait gagner en efficacité à s'inspirer du modèle canadien. En effet, l'on a pu constater que si les régulateurs disposent de pouvoirs de sanction, ceux-ci sont avant tout préventifs et disciplinaires. Et dès l'instant où l'enquête de la CVM révèle des faits graves, ils sont transmis au juge judiciaire. En outre, la régulation canadienne, avec l'exemple du Québec et du Nouveau-Brunswick, tend à évoluer vers un modèle permettant le respect total des garanties procédurales même lorsque c'est le régulateur qui sanctionne grâce à la création de tribunaux administratifs entièrement séparés du régulateur, en charge de prononcer les sanctions administratives.

579. – Plan – Les décisions récentes de la Cour EDH et du Conseil constitutionnel ont contraint la France à réformer son système répressif dans le domaine financier. C'est là l'occasion d'opérer une réforme plus globale ayant pour objectif d'assurer l'efficacité de la sanction. Pour cela, à l'étude des différentes possibilités, il apparaît que la solution la plus adaptée réside, selon nous, dans la création d'un tribunal des marchés financiers et il nous faut voir quelle pourrait en être l'organisation interne (Chapitre 1).

La mise en place d'une juridiction spécialisée, hors de l'AMF, chargée de prononcer les sanctions, aura nécessairement des conséquences sur le paysage de la régulation financière française. Loin de minimiser le rôle du régulateur français, le nouveau modèle proposé permettra de recentrer l'action du régulateur tout en renforçant ses autres pouvoirs, notamment la surveillance, le contrôle et la poursuite. En outre, dans le cadre d'une régulation internationalisée, la création du Tribunal des marchés financiers permettra une évolution de la coopération internationale et surtout européenne (Chapitre2)

CHAPITRE 1

LA CRÉATION DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS

580. – Plan – Le système répressif français fondé quasi exclusivement sur un système dual marqué par une prédominance très nette de la répression administrative doit aujourd'hui faire l'objet d'une réforme. Cette réforme était d'abord une nécessité légale au regard des récentes jurisprudences européenne et française. Mais elle est également, et peut-être surtout, une nécessité, car la répression telle qu'elle existe aujourd'hui, même réformée, n'est pas suffisamment efficace (Section 1). Il conviendra alors d'envisager les différentes solutions pouvant être apportées, pour finalement n'en retenir qu'une : la création d'un Tribunal des marchés financiers, seule à même de répondre à toutes les difficultés existantes aujourd'hui (Section 2).

SECTION 1

LE BESOIN DE RÉFORME

581. – Plan – La répression financière telle qu'elle existe aujourd'hui en France présente diverses lacunes qui sont nuisibles à l'efficacité de la sanction qui ne peut remplir les objectifs identifiés précédemment (§1). Il faut en déduire que le contentieux financier a besoin d'être réformé en profondeur. Or diverses propositions ont été formulées en ce sens (§2).

§1 – Les lacunes de la répression

582. – L'interdiction du cumul des sanctions en France – Si la réforme du contentieux financier est d'abord une nécessité légale, elle l'est tout autant si l'on souhaite doter la France d'un régime de sanction efficace. Au cours de nos développements concernant la remise en cause du cumul des sanctions pénales et administratives en matière d'abus de marché à la suite de la décision *Grande Stevens* rendue par la Cour EDH, il est apparu clairement que ce cumul, en plus d'être contraire à la Convention EDH, est aussi inefficace et nuisible à une répression de qualité des violations à la législation financière[1]. En effet, il ne fait aucun doute que la finalité de la répression par l'AMF et par le juge pénal en matière d'abus de marché est la même : « *il ne s'agit pas d'une finalité disciplinaire d'un côté, et d'une finalité de protection de l'intérêt général de l'autre*[2]. » Ainsi, ce cumul, en plus d'être redondant, porte atteinte aux droits fondamentaux des justiciables qui risquent d'être jugés deux fois pour les mêmes faits. Un tel cumul est désormais interdit en France, à la suite de la décision du Conseil constitutionnel du 18 mai 2015[3] et à compter du 1er septembre

[1] Voir *supra* n° 377

[2] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 24

[3] Le Conseil a réitéré sa position dans une décision QPC n° 2015-513/514/526 du 14 janvier 2016 : *RTD com*., 2016, p. 151, note N. Rontchevsky ; *RTD com*. 2016, p. 157, note M. Storck. La question posée au Conseil était de savoir si la solution de la décision du 18 mars 2015 devait s'appliquer à des

2016. La France a été contrainte de réformer son système répressif, au moins pour ce qui concerne la répression des abus de marché. Ce n'est toutefois là que l'une des raisons pour laquelle le système répressif devrait être réformé. D'autres se feront jour.

583. – Plan – En effet, l'on constate aujourd'hui des lacunes au sein de la répression tant administrative (A) que judiciaire (B). En outre, le cumul des procédures nuit à la lisibilité et à l'efficacité de la sanction (C).

A – Au niveau administratif

584. – Plan – Alors que la répression administrative par l'autorité de régulation était apparue comme la solution à toutes les lacunes de la répression judiciaire, il semble qu'aujourd'hui ce constat doit être remis en cause. Le monisme administratif français présente des défauts inhérents au modèle administratif, quant aux exigences d'impartialité (I), mais aussi au champ de compétence de l'autorité administrative (II).

I – La persistance des critiques liée au manque d'impartialité de la Commission des sanctions

585. – Le manque d'impartialité objective – D'abord, le débat quant à l'impartialité de la Commission des sanctions ne s'est pas tari en doctrine, et risque de faire l'objet de nouvelles interrogations en jurisprudence. De manière générale, avec plusieurs auteurs[1], l'on peut considérer que la structure de l'AMF et la composition de la Commission des sanctions empêchent l'organe sanctionnateur de répondre aux exigences d'impartialité et d'indépendance objective, nécessaire à la légitimité de la sanction et de l'autorité en charge de la prononcer. À mesure que le législateur

dispositions identiques à celles censurées mais figurant dans des versions de l'article L. 621-15 du CMF issues de la loi du 12 mai 2009, de l'ordonnance du 21 janvier 2010 et de la loi du 30 décembre 2006. Concernant les deux premières, le Conseil considère que les dispositions ne sont pas conformes à la Constitution. En revanche, pour les dispositions issues de la loi de 2006, le Conseil les a jugées conformes à la Constitution au motif que le délit et le manquement d'initié faisaient alors l'objet de sanctions différentes. Cette décision ne remet pas en cause la décision du 18 mars 2015, même si elle crée une confusion qui n'était pas forcément nécessaire (V. Th. Bonneau, « Cumul des poursuites administrative et pénale : où est l'erreur ? », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 3, p. 90)

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450

augmente les pouvoirs de l'AMF, cela est d'autant plus flagrant et la situation problématique.

586. – L'arrêt *Grande Stevens* – L'arrêt *Grande Stevens* a relancé ce débat avec force sur le terrain de la conformité à la Convention EDH. Selon la Cour EDH, la séparation fonctionnelle qui existait au sein du régulateur financier italien, la CONSOB, entre les organes chargés de l'enquête et celui chargé de prononcer les sanction n'était pas satisfaisante, car ils agissaient en réalité tous au sein d'un même organisme. La Cour reconnait qu'il existe « *une certaine séparation*[1] » entre les organes chargés de l'enquête et l'organe compétent pour caractériser l'infraction et la sanctionner.

587. – La CONSOB italienne – Le bureau *Insider Trading* (IT) de la CONSOB est compétent pour engager les poursuites, et la direction des sanctions administratives est chargée de l'enquête, de dresser le rapport final établissant la mise en accusation formelle et de proposer des sanctions, la CONSOB, en tant que commission, est compétente pour rendre la décision de sanctions[2]. On trouve donc un système très similaire à celui qui existe au sein de l'AMF française, où l'ouverture d'une enquête est décidée par le secrétaire général de l'AMF, tandis que les enquêteurs rédigent un rapport transmis au Collège qui décide de l'ouverture d'une procédure de sanction, qui sera prononcée par la Commission. Or, à propos de la CONSOB, la Cour poursuit ainsi : « *Il n'en demeure pas moins que le bureau IT, la direction et la commission ne sont que des branches du même organe administratif, agissant sous l'autorité et la supervision d'un même président. Aux yeux de la Cour, ceci s'analyse en l'exercice consécutif de fonctions d'enquête et de jugement au sein d'une même institution ; or en matière pénale un tel cumul n'est pas compatible avec l'exigence d'impartialité voulue par l'article 6 § 1 de la Convention*[3]. »

Il convient également de se référer à l'opinion dissidente des juges Karakas et Pinto de Albuquerque : « *La CONSOB en tant que commission est très loin d'être un organe impartial indépendant des services d'enquête et de poursuite de la répression des délits*

---

[1] *CEDH, Grande Stevens c/ Italie et autres, op. cit.,* § 136

[2] *Ibid.*, « Opinion en partie concordante et en partie dissidente des juges Karkas et Pinto de Albuquerque, §5

[3] CEDH, *Grande Stevens c/ Italie et autres*, *op. cit.,* § 137. Voire *Piersack c. Belgique,* 1er octobre 1982, §§ 30-32, série A n° 53, et *De Cubber c. Belgique,* 26 octobre 1984, 24-30, série A n° 86, où la Cour a conclu à un manque d'impartialité objective du «tribunal» en raison, dans la première de ces affaires, du fait qu'une cour d'assises était présidée par un conseiller qui, auparavant, avait dirigé la section du parquet de Bruxelles saisie du cas de l'intéressé ; et, dans la seconde, de l'exercice successif des fonctions de juge d'instruction et de juge du fond par un même magistrat dans une même cause.

d'initié et du bureau des sanctions administratives. À ce défaut systémique fondamental de la procédure administrative vient s'ajouter une grave inégalité des parties[1]. »

Certes, la Cour a conclu qu'en dépit de ces manquements aux exigences d'impartialité, les requérants ont bénéficié du contrôle ultérieur d'un organe indépendant et impartial de pleine juridiction.

588. – Risque de remise en cause de l'impartialité de la Commission des sanctions – L'on saisit immédiatement que les critiques doctrinales formulées à l'encontre de l'impartialité de la Commission des sanctions, pourraient rapidement trouver un écho en pratique sur le fondement d'une telle décision. En effet, la juxtaposition de pouvoirs d'enquête et de sanction conforte l'impression d'une absence d'indépendance de la Commission. Malgré la séparation opérée en 2003 entre la fonction de sanction et les autres attributions de l'AMF, « *la représentation du fonctionnement de l'AMF que se fait aujourd'hui le justiciable est celle d'un seul organe qui a la personnalité morale, avec deux composantes, le collège et la Commission des sanctions : quand le collège élabore la norme, c'est l'AMF qui le fait ; quand le représentant du collège présente des observations, c'est l'AMF qui devient partie ; quand la Commission décide, elle agit comme organe de l'AMF ; quand le président exerce un recours, c'est l'AMF qui le fait. En bref, le principe de la séparation du juge et de la partie n'est plus assuré*[2]. »

589. – Remise en cause de l'impartialité objective par les récentes réformes – Ainsi, si lors de la création de l'AMF, sa structure duale avait été saluée comme une innovation qui permettrait d'assurer une plus grande efficacité à la régulation financière, cela n'est plus le cas aujourd'hui. Et de surcroît, les évolutions récentes du régime applicable à la procédure de sanction semblent renforcer l'impression que la séparation entre le Collège et la Commission des sanctions n'est pas suffisante pour assurer l'impartialité objective nécessaire. Anne-Valérie Le Fur s'interroge notamment sur le fait de savoir si les dispositions issues de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 ne sont pas venues réduire la séparation entre les fonctions de poursuite et de jugement. D'abord, il a été prévu qu'un

[1] CEDH, *Grande Stevens c/ Italie et autres*, requêtes n° 8640/10062, 4 mars 2014, « Opinion en partie concordante et en partie dissidente des juges Karkas et Pinto de Albuquerque », §5

[2] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D*. 2014, p. 551. V. également pour une affaire récente soulevant la suspicion à l'égard de l'AMF, affaire *LVMH/Hermès* (Cass. com., 28 mai 2013, n° 11-26.423 : *RTD com*. 2013, p. 547, note N. Rontchevsky ; *Rev. sociétés* 2013, p. 500, note H. Le Nabasque), F. Terré, « À la pénombre de l'Autorité des marchés financiers », *JCP G*, n° 27, juil. 2013, 755

représentant du Collège présente des observations à l'audience devant la Commission des sanctions et demande des sanctions, sans participer au délibéré. Le représentant a donc pour rôle de convaincre la Commission des sanctions de la culpabilité de la personne mise en cause. En cela, il exerce les prérogatives d'une partie à l'instance [1]. Certes, en principe, la Commission des sanctions est indépendante du Collège et de son représentant, mais l'on se retrouve à nouveau face à un problème quant à l'apparence d'impartialité. Ainsi qu'un auteur le fait remarquer, si le représentant désigné est le président de l'AMF, il sera difficile d'imaginer que cela n'aura aucune conséquence sur la liberté d'appréciation des membres de la Commission[2]. Et même si c'est bien le cas, cette configuration ne donne par l'apparence d'un organe indépendant et impartial. De plus, si l'on a pu comparer ce représentant à un procureur, il faut rappeler qu'il ne s'agit pas d'un magistrat, et que contrairement à un véritable procureur, le représentant élabore la règle dont il demande l'application[3].

590. – Critiques – Partant, les pouvoirs des autorités de régulation en général suscitent toujours un vif débat tant au niveau parlementaire[4] que doctrinal[5]. De même en jurisprudence, la décision du Conseil constitutionnel du 7 décembre 2012 relative à la conformité au principe d'impartialité de la possibilité pour le Tribunal de commerce de s'autosaisir avait posé à nouveau la question du respect par les AAI du principe « *nul ne peut être juge et partie*[6]. »

---

[1] A.-V Le Fur, « Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers un tribunal des marchés financiers ? », *Mélanges AEDBF VI*, RB Édition, 2013, p. 340

[2] D. Bompoint, « La réforme des pouvoirs de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers par la loi RBF du 22 octobre 2010 », *RD bancaire et fin*. 2011, dossier 12

[3] A.-V Le Fur, « Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers un tribunal des marchés financiers ? », *op. cit.*, p. 340

[4] Rapports sur les autorités administratives indépendantes de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, 15 juin 2006, AN n° 3166, et du Comité d'évaluation et de contrôle des politiques publiques, 28 oct. 2010, AN n° 2925 ; Rapport d'information sur la mise en œuvre des conclusions, 1 er déc. 2011, AN n° 4020 ; *Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives*, Rapport Club des juristes, Commission Europe, mai 2012. En ligne : http://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2014/03/Rapport_Autorites_administratives1.pdf

[5] P.-H. Conac, « Club des juristes. Des principes communs pour les autorités administratives indépendantes dotées d'attributions répressives Commission Europe, mai 2012 », *Rev. Sociétés* 2012, p. 59 ; G. Eckert, « Pour un régime commun des sanctions prononcées par les autorités de concurrence et de régulation sectorielle », *JCP G* 2012, p. 813 ; M.-A. Frison-Roche, « Autorités administratives incomprises (AAI) », *JCP G* 2012, p. 813 ; J.-B. Auby, « La façon de comprendre les AAI », *JCP G* 2010, p. 1260

[6] Décision CC n° 2012-286, 7 décembre 2012, *QPC Société Pyrénées services*, *op. cit.* ; Cass. com., 16 oct. 2012, n° 12-40.061 à 12-40.065 : *D*. 2012, p. 2446, obs. A. Lienhard

Ainsi, le cumul des pouvoirs porte atteinte à sa légitimité, car la scission entre l'AMF et la commission des sanctions n'est plus suffisamment marquée. Comme l'a fait remarquer le professeur Daigre, le pouvoir de sanction de la Commission est au service des missions de l'AMF et c'est pour cette raison qu'il a été créé[1]. Il résume la situation ainsi : « *les pouvoirs du collège, via son représentant à l'audience et son président, en font l'égal d'une partie, de sorte que, relevant de la même entité juridique, l'AMF est, formellement à la fois juge, par sa Commission des sanctions, et partie par son Collège*[2]. » De plus, la Commission utilise les moyens de l'AMF dont elle fait totalement partie, puisqu'elle ne dispose pas elle-même de la personnalité morale.

591. – Le modèle de séparation québécois – Sur ce point, le système instauré au Québec et au Nouveau-Brunswick offre un exemple particulièrement intéressant en ce que l'organe chargé de la sanction est totalement séparé de l'organe de réglementation, tant du point de vue fonctionnel qu'institutionnel. Au Québec, le Bureau de décision est un organisme administratif autonome indépendant de l'AMFQ dotée de sa propre personnalité juridique. Dès lors tout risque de remise en cause de l'impartialité objective de l'organe sanctionnateur en raison d'un cumul des fonctions ou de liens trop présents avec les équipes chargés des enquêtes, par exemple, est exclu. En revanche, les CVM multifonctionnelles nous semblent présenter un risque encore plus fort de manquement à l'exigence d'impartialité objective en raison de l'absence de séparation entre la fonction de réglementation et de sanction[3].

II – Les limites de la compétence de la Commission des sanctions

592. – Un champ restreint d'action de la Commission des sanctions – Outre la remise en cause de la légitimité de la Commission des sanctions au regard des exigences d'indépendance, d'impartialité et du principe de séparation des pouvoirs, force est de constater que malgré un arsenal de sanctions particulièrement riche et sévère, et la possibilité de sanctionner toute personne, le champ d'action de la Commission est en réalité assez restreint. Alors que l'on avait souhaité faire de l'AMF un régulateur puissant et omniprésent, des domaines pourtant fondamentaux de la répression lui échappent, car la compétence de la Commission est limitée à la

[1] J.-J. Daigre « Faut-il scinder l'AMF ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 7, p. 413
[2] *Ibid*.
[3] Voir *supra* n° 128

constatation et à la sanction des manquements administratifs. Elle ne peut pas constater une faute pénale ou civile, ni réparer le préjudice causé par une telle faute. En effet, elle n'est jamais parvenue à jouer un quelconque rôle en matière de réparation des préjudices, alors que la responsabilité civile, en plus de son rôle réparateur peut également participer à l'efficacité de la sanction par son effet dissuasif et normatif.

Cette situation est fâcheuse, car l'AMF est sans conteste un expert du secteur financier. Entre 2004 et 2014, elle a mené 933 enquêtes[1]. La commission dispose clairement d'une expertise et d'une expérience que n'ont pas les juges judiciaires, pourtant responsables de la caractérisation et de la sanction des fautes pénales et civiles. Dès lors, malgré des pouvoirs importants, la répression administrative ne peut pas être pleinement efficace, parce qu'elle ne s'applique pas à tous les domaines du contentieux financier.

593. – La volonté d'une répression pénale plus présente – Enfin, la répression administrative semble avoir atteint certaines limites et ne plus véritablement correspondre aux attentes actuelles, notamment du droit européen. Tout d'abord, le législateur européen invite les États à développer davantage la répression pénale en matière d'abus de marché. En effet, la Directive 2014/57/UE « MAD » concernant les sanctions pénales applicables aux abus de marché relève que « *L'adoption de sanctions administratives par les États membres s'est révélée jusqu'ici insuffisante pour assurer le respect des règles relatives à la prévention et à la lutte contre les abus de marché*[2] » et considère comme essentiel de renforcer le respect des règles relatives aux abus de marché « *par la disponibilité de sanctions pénales marquant une désapprobation sociale plus forte que les sanctions administratives*[3]. » Ainsi, le législateur européen impose pour la première fois aux États membres de prévoir des sanctions pénales pour la répression des abus de marché, et cela précisément parce que la répression administrative s'est montrée insuffisante. Cela est révélateur d'une évolution dans la conception de la régulation financière, notamment par le constat de l'absence de succès du modèle administratif en matière de dissuasion et de sanction des comportements abusifs les plus graves. Le fait que les textes européens relatifs aux abus de marché imposent désormais que des peines d'emprisonnement soient prévues est à ce titre particulièrement éclairant. L'on semble tendre vers un modèle comparable à celui qui

[1] Annexes au Rapport annuel de l'AMF pour 2014, p. 16

[2] Directive 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, cons. 5

[3] *Ibid*., cons. 6

existe au Canada où la répression pénale et criminelle a toujours été très forte et où des peines d'emprisonnement sont fréquemment prononcées pour des violations à la législation sur les valeurs mobilières[1]. Mais au Canada également, l'on constate un mouvement tendant vers un renforcement de la pénalisation, à travers des réformes récentes qui traduisent une volonté d'accroître encore la répression pénale[2].

Or, seul le juge est autorisé à prononcer des peines privatives de liberté, ce qui signifie que son rôle est obligatoirement amené à prendre davantage d'importance en France.

594. – Conclusion – Le modèle administratif n'est pas encore parvenu à s'affranchir de toutes les critiques relatives à son manque d'impartialité. De plus, malgré des pouvoirs très importants, la Commission des sanctions reste un organe administratif, ce qui l'empêche de bénéficier d'une compétence globale en matière de répression. Toutefois, la répression judiciaire actuelle présente également diverses lacunes qui nuisent à son efficacité.

B – Au niveau judiciaire

595. – L'inefficacité de la répression judiciaire – Donner davantage d'importance à la répression pénale va certainement dans le sens du développement de la finalité punitive et dissuasive de la sanction que nous recommandons. Cependant, force est de constater que la répression pénale judiciaire des infractions à la législation financière, et plus particulièrement des abus de marché, est loin de présenter les gages d'efficacité suffisants.

596. – Le nombre réduit de procédures pénales – Tout d'abord, au regard de la rareté des poursuites pénales en France, l'on reste sur une impression que le juge pénal porte peu d'intérêt aux infractions boursières. En effet, les poursuites pénales sont en pratique très rares. Entre 1990 et 2012, sur 459 dossiers transmis au parquet par la COB puis l'AMF, seules seize affaires ont fait l'objet d'un jugement[3]. Entre 2004 et 2014, l'AMF a transmis 183 dossiers au Parquet, et seuls neuf d'entre eux ont fait l'objet d'une décision de justice[4]. En outre, entre 2004 et 2014, le juge pénal a

[1] Voir *supra* n° 336
[2] Voir *supra* n° 546
[3] Rapport annuel 2012 de l'AMF, Annexe 3, p. 28
[4] Rapport annuel 2014 de l'AMF, Annexes, p. 16-17

prononcé des amendes d'un montant moyen de 166 388 euros, quand les pénalités infligées par l'AMF atteignent en moyenne un million d'euros, avec une tendance à la hausse[1]. Et entre 2004 et 2014, le montant des sanctions infligées par l'AMF sur les 183 dossiers qu'elle a transmis au Parquet sur cette période, a dépassé les 117 millions d'euros alors que le montant des sanctions pénales n'a pas dépassé les 2,9 millions d'euros[2].

Enfin, le juge pénal ne prononce presque jamais de peine d'emprisonnement. Sur la période considérée, si seul 18 % des peines prononcées par le juge pénal ont fait l'objet d'une peine d'emprisonnement uniquement, 41 % ont fait l'objet d'une amende assortie d'une peine d'emprisonnement. Cependant, l'ensemble de ces peines a été assorti d'un sursis total et la durée moyenne d'emprisonnement prononcée est de 9,3 mois[3].

597. – Les limites de la répression pénale par rapport à la répression administrative – L'on peut expliquer ce constat par le fait que le juge pénal ne dispose plus de sanctions suffisantes par rapport à celle de la Commission des sanctions. En effet, même si davantage d'affaires étaient présentées devant le juge pénal, le caractère dérisoire des peines pénales empêcherait le juge de pouvoir mener une répression efficace. De plus, la procédure pénale intervient le plus souvent trop tard, la Commission des sanctions ayant déjà rendu sa décision et prononcé des sanctions que le juge pénal ne pourrait de toute façon pas égaler, sauf à prononcer des peines de prison. Si l'on ne peut que remarquer que la Commission des sanctions agit rapidement, il est vrai que c'est surtout la procédure pénale qui est particulièrement longue.

598. – La lenteur des procédures pénales – La durée des procédures pénales est également très fréquemment pointée du doigt pour son extrême lenteur, à tel point qu'elle tend à priver la répression pénale de tout effet préventif. Il n'est pas rare que les instructions dans le domaine financier durent une dizaine d'années. Par exemple, dans l'affaire *Altran* l'instruction pénale a duré 9 ans et 8 ans dans l'affaire *EADS*. De même, la société Vivendi Universal n'a été sanctionnée pénalement, de façon dérisoire au regard du nombre d'investisseurs lésés, qu'en janvier 2011, c'est-à-dire après neuf années d'instruction.

---

[1] Comptes-rendus de la Commission des finances, « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers – Communication », 25 juin 2015 ; D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 21

[2] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 21

[3] *Ibid*., p. 22

Ainsi, à l'heure actuelle, la répression pénale est inefficace, car elle ne dispose pas de suffisamment de moyens adaptés au contentieux financier et subit la concurrence de la Commission des sanctions.

599. – L'inefficacité de la réparation des préjudices – En outre, ainsi que nous l'avons déjà évoqué, la réparation judiciaire des préjudices en France est « *indigente*[1]. » De manière générale, la réparation des préjudices par les tribunaux est aujourd'hui inefficace et ce pour plusieurs raisons, mais majoritairement parce que les recours en réparation de préjudices financiers sont traités de la même façon que n'importe quel recours en indemnisation. Il est certain que l'application des principes de droit commun nuit à une réparation efficace et dissuasive, parce qu'ils ne tiennent pas compte de la spécificité des préjudices financiers. Ainsi que Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur l'affirment : « *la réparation du dommage causé par un abus de marché ne peut pas et ne doit pas être traitée comme dans un procès ordinaire, civil ou pénal, en indemnisation*[2]. »

600. – L'éclatement des procédures – En outre, l'application des règles de droit commun liées à la compétence territoriale des tribunaux conduit à ce que les procédures se déroulent devant les tribunaux du domicile du plaignant ou du siège de l'auteur de l'abus. Cela génère une dispersion du contentieux, et un risque avéré de divergences de jurisprudence[3], alors qu'une jurisprudence unifiée serait bien plus bénéfique pour une réparation efficace. L'on connaît la complexité technique des opérations financières qui donnent lieu à ces recours en réparation. Ainsi, il apparaît contre productif de disperser le contentieux à travers les tribunaux de France, alors qu'une juridiction unique chargée de ces affaires pourrait acquérir une expérience et développer une jurisprudence qui faciliterait à terme l'évaluation des préjudices notamment.

601. – L'exemple de l'affaire des fonds Bénéfic – Un exemple suffira pour se convaincre des inconvénients et des défauts que connaît la réparation judiciaire des préjudices financiers : l'affaire des fonds Bénéfic La Poste. Le contentieux sur la question dure depuis plus de dix ans et n'a cessé de connaître de nouveaux rebondissements. L'espèce était somme toute assez banale. Plusieurs centaines de

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 24
[2] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D.* 2014, p. 551
[3] A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *RLDA* 2015, p. 101

milliers de clients de la Poste avaient souscrit à l'un de ses produits financiers, le Fonds Bénéfic, pour un total de 1,5 milliard d'euros. La Poste promettait aux investisseurs un rendement de 23% sur 3 ans tant que l'indice de référence, le CAC 40, ne baissait pas pendant cette période, auquel cas le rendement devait être minoré de la baisse accusée par l'indice, mais tant que celle-ci ne dépassait pas 23%, il restait positif. À la suite du krach boursier des années 2000-2003, les fonds de la Poste ont engendré des pertes allant de -12% à -36% pour les souscripteurs. Les investisseurs ont donc, chacun de leur côté, intenté des recours en réparation devant le juge civil fondés sur des manquements aux obligations d'information, de conseil et de mise en garde dans la commercialisation de ces fonds. Dès l'origine, les juges du fond ont été très divisés sur la question[1], ce qui, évidemment crée un sentiment d'insécurité juridique et d'injustice dans l'esprit des épargnants lésés.

La Cour de cassation a été amenée à se prononcer par plusieurs arrêts dont les plus connus sont les cinq décisions rendues le 19 septembre 2006[2]. La Chambre commerciale a rejeté à chaque fois la responsabilité de la Poste au motif qu'aucune mise en garde n'était due et que l'information contenue dans les documents publicitaires et la notice d'information de la Poste était suffisante[3]. Finalement, par un arrêt du 19 janvier 2010, la Cour de cassation a cassé une décision de la cour d'appel de Rouen qui avait débouté un investisseur, en dissociant l'information due par le promoteur des fonds, La Poste, et par le commercialisateur, les filiales de la Poste. Elle ne statue que sur le terrain de l'obligation d'information dans la commercialisation de l'OPCVM en imposant un principe de cohérence pour tout document d'information délivré aux investisseurs par rapport au prospectus simplifié ou au document d'information clé aujourd'hui[4], reprenant ainsi le principe qu'elle avait posé dans l'arrêt du 24 juin 2008[5].

---

[1] V. par exemple, déboutant les investisseurs, CA Besançon, 2e civ., 27 févr. 2008, n° 06/02587 : *JurisData* n° 2008-357241 – CA Agen, 1re civ., 8 janv. 2008, n° 06/01804 – V. condamnant La Poste : CA Paris, 15e ch., sect. B, 29 janv. 2009, n° 06/04844, *La Poste c/Association CLCV* : *JurisData* n° 2009-002288. – CA Nancy, 26 févr. 2009, n° 06/00186, *Salvan c/La Banque Postale* : *JurisData* n° 2009-002054. V. M. Storck, « L'information précontractuelle des souscripteurs de parts ou actions d'OPCVM : standardisation et cohérence », *Bull. Joly Bourse*, déc. 2012, n° 12, p. 627

[2] Cass. com., 19 sept. 2006, n° 05-15.304, 05-15.305, 05-14.343, 05-14.344 et 04-19.522 : *JCP G* 2006, II, 10201, note A. Gourio ; M. Storck, *op. cit*., p. 627 ; *RTD com*. 2006, p. 870, note M. Storck ; *D*. 2006, p. 2395, note X. Delpech

[3] Cass. com., 15 mai 2007, n° 05-21.545 : *RTD com*. 2008, p. 145, note M. Storck – Cass. com., 30 oct. 2007, n° 06-14.266 : *JurisData* n° 2007-041175 ; *Ibid*., note Michel Storck – Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-15.567

[4] Cass. com., 19 janv. 2010, n° 09-10.627, *op. cit.*

[5] Com., 24 juin 2008, n° 06-21.798 : *D*. 2009, p. 1044, note D. Martin ; *RTD com*. 2008, p. 590, note M. Storck ; *D*. 2008, p. 2697, note D. Houtcieff ; *D*. 2008, p. 1892, note X. Delpech

Cette saga judiciaire est tout à fait représentative du problème suscité par la réparation judiciaire des préjudices financiers telle qu'elle existe actuellement. La justice est très longue, ce qui engendre des frais considérables pour les victimes. Par exemple, les procédures civiles relatives à l'abus de marché imputé à la société *Marionnaud* en 2002 et 2003 ne se sont achevées que douze ans plus tard, par un arrêt de 2014[1]. Enfin, ce contentieux est extrêmement incertain. D'une part, les juridictions du fond n'ont pas appliqué, en l'espèce, une jurisprudence harmonisée, créant ainsi des distorsions géographiques de jurisprudence. D'autre part, la Cour de cassation elle-même a peiné à parvenir à une solution définitive. Elle ne fait, certes, que répondre aux questions de droit qui lui sont posées. Cet exemple est cependant tout à fait révélateur du « parcours du combattant » que doivent mener les investisseurs français et du degré de technicité qui leur est demandé pour obtenir justice, ce qui implique des frais d'avocats d'un montant exorbitant.

602. – Conclusion – Ainsi, la répression pénale comme administrative telle qu'elle existe aujourd'hui en France présente plusieurs lacunes qui nuisent à l'efficacité du système global de sanction, tout comme la multiplication des procédures administrative, pénale et civile.

C – Les inconvénients liés au cumul

603. – La nécessité de réforme pour améliorer l'efficacité de la répression – Au regard des objectifs et des caractères que devrait revêtir la sanction dans le domaine des marchés financiers pour être pleinement efficace, le modèle de répression par plusieurs autorités différentes actuellement en place présente un certain nombre de lacunes. Au-delà de l'obligation de réforme liée à l'interdiction du cumul des sanctions administratives et pénales, il nous semble que le système répressif actuel présente d'autres défauts qui dépassent cette seule problématique et qu'il est impératif de prendre en compte si l'on souhaite créer un système de sanction efficace.

604. – L'éclatement des procédures – Tout d'abord, la multiplication des autorités de sanction et des procédures nuit à la lisibilité et à la cohérence du contentieux. Ce contentieux est composé de deux volets : un volet répressif et un volet tenant à la réparation. Le volet répressif comprend les sanctions pour manquement prononcées

[1] Cass. com. 6 mai 2014, *op. cit*.

par la Commission des sanctions de l'AMF au terme d'une procédure administrative (manquements aux obligations disciplinaires et professionnelles, tout manquement commis par toute personne portant atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché, et abus de marché (manquement d'initié, manipulation de cours et diffusion de fausses informations). Lorsque les faits sont constitutifs d'un abus de marché, se juxtapose alors une procédure pénale qui consiste à sanctionner les délits boursiers.

À côté de ce volet répressif l'on trouve la réparation civile destinée à indemniser les investisseurs lésés. Ces recours peuvent être effectués devant le juge civil ou pénal par le biais d'une constitution de partie civile.

Ainsi, en l'état actuel de la législation, pour des mêmes faits, une seule personne peut être sanctionnée d'abord par la Commission des sanctions (qui est l'instance la plus rapide), puis par le juge pénal et enfin être condamnée à réparer les préjudices nés de ses manquements lors d'une troisième instance, devant le juge civil. Même avec l'interdiction du cumul des sanctions administratives et pénales, sauf à supprimer l'une des voies exposée, le schéma n'en sera pas pour autant simplifié. En effet, l'auteur d'un abus de marché risquera toujours d'être sanctionné par trois instances différentes.

Même si au Canada la répartition du contentieux entre les CVM et le juge semble être mieux assurée, l'on retrouve cette problématique de la multiplication des procédures, qui dans le principe se trouve encore amplifiée par la compétence provinciale dans les cas de fraudes interprovinciales. Une personne, pour des faits identiques, pourra d'abord se faire sanctionner par le régulateur en cas d'atteinte à l'intérêt public, puis par le juge pénal si les faits constituent également une infraction pénale réglementaire ou criminelle et enfin se voir opposer un recours en indemnisation devant le juge civil.

605. – Le coût de la redondance des procédures – On le comprend aisément, le contentieux financier, en France comme au Canada, est caractérisé par la multiplicité des procédures et des autorités de sanction. Or une telle multiplication rend le traitement du contentieux redondant, coûteux et souvent très lent, alors qu'en définitive les sanctions prononcées s'avèrent peu dissuasives et, comme nous avons déjà pu le constater, faiblement réparatrices[1]. En outre, une telle dispersion du contentieux ne contribue pas à l'objectif de lisibilité, d'intelligibilité et de cohérence

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.

de la loi. Cela ne favorise pas une bonne compréhension et partant l'acceptation de la sanction.

606. – Conclusion – Le système répressif français est contraint d'être réformé afin de mettre fin au cumul des sanctions administratives et pénales. Mais ce système qui multiplie les procédures et les types de sanctions a révélé d'autres lacunes. Il ressort que ni les procédures pénales, trop longues et peu dissuasives, ni les procédures civiles, insuffisamment réparatrices, ne sont efficaces aujourd'hui en France. Pourtant, comme les professeurs Schmidt et Le Fur l'ont parfaitement exprimé : « *les sanctions pénales et civiles sont indispensables ; les premières pour leur symbolisme répressif, les secondes car elles constituent un coût supplémentaire pesant sur les auteurs d'infractions et participent donc à la dissuasion*[1]. » Et comme l'AMF ne joue aucun rôle dans ces aspects fondamentaux du contentieux financier, les objectifs de dissuasion et de réparation d'une sanction efficace sont très loin d'être remplis. En outre, le modèle de la répression administrative montre aujourd'hui des signes de faiblesse, tant liés au statut des organes de sanction attachés aux régulateurs, qu'à l'efficacité de leur action répressive. Pour toutes ces raisons, le contentieux financier doit être réformé.

§2 – Les pistes de réflexions envisagées

607. – Plan – À l'époque des réflexions menées sur la création de la commission des sanctions de l'AMF, la doctrine s'était déjà interrogée sur l'opportunité de restituer le contentieux au juge[2]. En effet, à partir du moment où une entité distincte au sein du régulateur est chargée de la sanction, la raison d'être du pouvoir de sanction à une autorité administrative devait nécessairement être remise en cause. L'un des arguments avancés pour l'octroi de ce pouvoir aux autorités administratives était justement que le cumul des pouvoirs les rendait plus efficaces, plus rapides, plus compétentes. La commission des sanctions a finalement vu le jour et quinze ans plus tard, ces débats existent toujours. On constate même au sein de la doctrine une volonté de réforme plus globale du système de répression des violations à la législation financière[3]. Cette réforme étant devenue une obligation à la suite de la

[1] *Ibid*.
[2] Voir *supra* n° 224
[3] Par ex. Th. Bonneau, « Quel avenir pour la double répression pénale et administrative des abus de marché ? », *RD bancaire et fin*. n° 4, juil. 2014, repère 4 ; T. Bonneau, « Haro sur le cumul des poursuites

décision du Conseil constitutionnel du 18 mai 2015 qui interdit le cumul des sanctions administratives et pénales dans le cadre des opérations d'initiés commises par les non-professionnels, les propositions se sont multipliées, le plus souvent dans cette unique perspective. Nous envisagerons d'abord celles qui ont été écartées (A), pour ensuite nous concentrer sur la solution qui semble avoir obtenu la faveur de la doctrine comme du législateur, c'est-à-dire « l'aiguillage » des procédures pénales et administratives (B).

A – Les propositions écartées

608. – Si le pouvoir de sanction de la Commission des sanctions de l'AMF fait l'objet de débats récurrents depuis sa création, ce n'est que depuis la décision du Conseil constitutionnel du 18 mai 2015 que la réforme du système répressif est devenue une véritable obligation, donnant lieu à diverses réflexions et propositions. Un groupe de travail a été notamment mandaté par l'AMF[1] ainsi qu'un autre par le Club des juristes[2] dès la parution de la décision *Grande Stevens*. Ils ont envisagé différentes voies possibles dans leurs rapports respectifs qui ont été rendus au mois de mai 2015.

609. – Les objectifs de la réforme – Dans son rapport, le Club des juristes dresse un état des lieux de la répression financière actuelle et des changements que la législation européenne nous a contraint d'opérer. Selon le groupe, la réforme doit viser à garantir la crédibilité de la place financière de Paris. Pour ce faire, le groupe considère que la répression doit conjuguer rapidité et expertise[3].

---

administrative et pénale », *op. cit.* ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *op. cit.* ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *op. cit.* ; A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », in *Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?, RLDA* 2015, p. 101 ; D. Schmidt, « Quel tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursiers », in *Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?*, *RLDA* 2015, p. 101 ; D. Kling et N. Huet, « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP G* n°16, 21 avr. 2014, doctr. 493 ; A. Maréchal, « Les pistes explorées par l'AMF », in Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?, *RLDA* 2015, p. 101 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D*. 2015, p. 894 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450 ; Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, *op. cit.*, p. 46.

[1] AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit*.

[2] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit*.

[3] *Ibid*., p. 46-47

610. – Confier le contentieux à une juridiction existante – Il a d'abord été envisagé par une partie de la doctrine de restituer le contentieux au juge[1]. Ce débat a été très riche surtout au moment de la création de la Commission des sanctions[2]. Plus précisément, il était suggéré d'investir une juridiction existante d'une compétence exclusive dans la matière du contentieux boursier. Le tribunal de commerce de Paris avait été évoqué[3].

611. – Concentration du contentieux entre les mains du Conseil d'État – Le Club des juristes a également envisagé de confier au seul Conseil d'État les recours, mais pour écarter aussitôt cette solution. Cette proposition se basait uniquement sur les exigences du Conseil constitutionnel qui dans sa décision du 18 mai 2015, a validé le cumul lorsque la voie de recours était confiée à une juridiction administrative[4]. Cependant, il est clair qu'une telle solution, *a minima*, ne sera pas satisfaisante et ne répondra pas aux exigences posées par la directive MAD et le règlement MAR qui sont entrées en vigueur en France au 1er juillet 2016.

612. – La suppression du cumul des poursuites – Il a également été question de maintenir le système dual en place mais en empêchant le cumul des poursuites. L'autorité qui engagerait les poursuites en premier, l'AMF ou le juge, priverait l'autre de cette possibilité. En pratique, cela reviendrait à supprimer la répression pénale, l'AMF étant systématiquement plus rapide. Cette proposition rejoint la position de ceux qui n'étaient pas favorables à une modification du système actuel, notamment parce que seul 5% des affaires serait concerné par le cumul des sanctions. Les partisans d'une telle solution militent pour une répression exclusivement administrative, car celle-ci poursuivrait le mouvement de dépénalisation de fait qui existe aujourd'hui, la Commission des sanctions rendant ses décisions beaucoup plus rapidement et avec des sanctions bien plus élevées.

613. – La suppression de la voie pénale – La suppression de la voie pénale pour les abus de marché, pour ne conserver que les sanctions administratives prononcées par la Commission, a rapidement été jugée impossible par le groupe de travail de l'AMF. Le droit de l'Union européenne, et particulièrement la directive abus de marché,

[1] T. Bonneau, « Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale », art. préc.
[2] Voir *supra* n° 223
[3] D. Kling et N. Huet, « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *op. cit.*
[4] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit*., p. 59

impose aux États de prévoir des sanctions pénales pour les trois abus de marché et notamment des peines privatives de liberté. D'ailleurs, les pouvoirs publics[1] et la doctrine n'y sont absolument pas favorables. Le professeur Bonneau souligne que « *la prévalence des autorités administratives sur le juge est dangereuse pour la démocratie dont la préservation repose sur le juge*[2]. » Le régulateur lui-même estime que la voie pénale doit être maintenue « *compte tenu de la force et des spécificités des sanctions pénales pour les infractions les plus graves*[3]. »

614. – La suppression de la voie administrative – Le groupe de travail mandaté par l'AMF rejette également l'idée de supprimer les sanctions administratives pour les abus de marché. Cela conduirait en fait à limiter la compétence de l'AMF aux seuls professionnels régulés, faisant ainsi de la commission des sanctions un organe purement disciplinaire en matière d'abus de marché. Cette proposition rejoindrait dans le principe la répartition du contentieux telle qu'elle existe au Canada. Cependant, à moins de modifier les pouvoirs de sanction de l'AMF et surtout d'augmenter drastiquement ceux du juge pénal, le résultat sera très éloigné de la répartition relativement équilibrée qui existe au Canada.

Le groupe ne retient pas cette idée pour plusieurs raisons. Tout d'abord, elle ne règlerait pas la question du cumul pour les personnes régulées qui pourraient toujours être sanctionnées par la commission puis par les juridictions pénales. Ensuite, le groupe considère que transformer la commission des sanctions en un simple organe disciplinaire serait nuisible à l'efficacité de l'action de l'AMF, car elle ne pourrait surveiller les dirigeants de sociétés cotés non régulés par ses soins, à tout le moins, que de façon marginale[4].

Comme l'AMF, le Club des juristes a également envisagé la suppression des manquements administratifs, le dispositif MAD empêchant la suppression des infractions pénales (§72 du Règlement MAR). Le groupe a aussitôt rejeté cette idée pour plusieurs raisons. Il considère que les abus de marché, avant de porter atteinte à l'intérêt général, altèrent le bon fonctionnement des marchés financiers et qu'à ce titre, leur prévention et répression relèvent de la compétence du régulateur, qui a justement été créé dans le but de permettre une réaction plus rapide et efficace. Ensuite, le groupe estime qu'à l'heure actuelle, seule l'AMF dispose des compétences

[1] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 46

[2] Th. Bonneau, « Quel avenir pour la double répression pénale et administrative des abus de marché ? », *op. cit.*

[3] AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché*, 19 mai 2015, p. 15

[4] *Ibid*., p. 15

techniques et des moyens matériels nécessaires à une surveillance en continu des marchés. À l'inverse, les nécessités de l'enquête pénale seraient peu compatibles avec l'impératif de rapidité. De plus, un régime exclusivement pénal serait très minoritaire au sein de l'Union européenne et des pays accueillant un marché important, ce qui pourrait engendrer des difficultés de mise en œuvre des collaborations au sein de l'OICV ou de l'ESMA[1].

615. – Le maintien du régime dual – Le Club des juristes envisage enfin de conserver le régime dual, mais avec les aménagements nécessaires. D'ailleurs, le président de l'AMF, Gérard Rameix s'était prononcé en faveur d'une telle solution : « *la sanction administrative devant quant à elle, dans un temps compatible avec la vie économique, réprimer les manquements objectifs qui ont altéré l'intégrité et le bon fonctionnement des marchés* », appelant « *à poser dans la loi l'interdiction du cumul des poursuites pénales et administratives puis à distinguer clairement, par des critères objectifs, la définition d'un délit en matière d'abus de marché de celle du manquement administratif*[2]. » Dans le même ordre d'idée, Eliane Houlette, Procureur national financier, a déclaré : « *la solution ne réside ni dans une dépénalisation entière du contentieux boursier ni dans un passage au «tout pénal», relevant qu'il appartiendrait « sans doute » au législateur de décider de la répartition*[3]. » De la même manière l'AMF, tout comme la majorité de la doctrine[4], en arrive à la même conclusion, considérant qu'il convient de conserver la dualité des sanctions, mais d'en aménager l'application pour éviter les cumuls.

B – La proposition adoptée : l'aiguillage

616. – Plan – La doctrine majoritaire et les pouvoirs publics apparaissent favorables à l'instauration d'un aiguillage entre les procédures administrative et pénale. Effectivement, c'est la solution qui été retenue dans la réforme concernant la répression des abus de marché (I). Pourtant, cette solution n'est pas dénuée de toute critique (II).

---

[1] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015, p. 49
[2] *Les Echos*, 6 mai 2015
[3] *Les Echos*, 4 mai 2015
[4] A. Louvaris et J.-L. Sauron, « Le principe non bis in idem en droit des affaires : une crise, des solutions », *JCP E* n° 36, 3 sept. 2015, 1395

I – L'adoption d'une loi fondée sur l'aiguillage

617. – Le principe de l'aiguillage – Finalement, le groupe de travail de l'AMF retient comme solution, l'organisation d'un aiguillage définitif des dossiers entre la voie pénale et la voie administrative qui s'accompagnerait d'une réforme de la procédure pénale[1]. Inspirée du rapport Coulon[2], cette répartition revient à organiser, une fois l'enquête réalisée par l'AMF, une concertation entre le régulateur et le procureur national financier. Selon le groupe de travail, il faudrait conserver la sanction pénale et la sanction administrative, mais poser dans la loi l'interdiction du cumul. Le groupe proposait d'établir des critères de distinction entre les abus de marché pénaux et administratifs. Un abus de marché serait de nature pénale s'il est particulièrement grave et s'il justifie l'application d'une peine privative de liberté, mais sans distinguer selon que la personne poursuivie est un professionnel assujetti au contrôle de l'AMF ou non[3].

À l'instar de l'AMF, le Club des juristes a privilégié la solution de l'aiguillage. Elle permet d'éviter les doubles poursuites et de garantir l'effectivité d'une éventuelle action en réparation. Cependant, le groupe mettait en garde contre l'importance d'éviter les erreurs d'aiguillage en raison du caractère exclusif de la poursuite[4]. Quant aux modalités de l'aiguillage, le groupe préconisait qu'il se fasse à la fin de l'enquête. Ensuite, il estimait qu'il devait y avoir un aiguillage « naturel » qui consisterait en une concertation entre l'AMF et le Parquet financier, ainsi qu'un aiguillage « formalisé » pour les cas où un désaccord apparaîtrait. Dans ce dernier cas, une commission interviendrait pour prendre la décision.

618. – L'indemnisation des victimes – Ensuite, le groupe a formulé des propositions afin de régler la question de l'indemnisation des victimes. Elle devait être, selon lui, l'une des conditions de l'efficacité de l'aiguillage. En effet, en l'état actuel des textes, une personne victime peut porter plainte avec constitution de partie civile, ce qui déclenche l'action publique. Or, cela constituerait un obstacle au bon fonctionnement

---

[1] AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit*., p. 19 et s.

[2] *La dépénalisation de la vie des affaires*, Groupe de travail préside par J.-M. Coulon, janv. 2008, p. 65 et s. Disponible en ligne : http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000090.pdf

[3] AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit*., p. 20

[4] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit*., p. 70

de l'aiguillage. Afin de concilier les deux impératifs, le groupe a proposé d'interdire la constitution de partie civile ou au moins de la soumettre à un filtre. Et en contrepartie, l'on offrirait une voie de réparation nouvelle qui serait plus efficace et plus rapide. Le groupe envisageait que la connaissance de l'action en indemnisation soit confiée à une chambre dédiée du TGI de Paris pour les particuliers et du Tribunal de commerce de Paris pour les personnes morales, avec un recours possible en appel devant une chambre unique de la cour d'appel de Paris. Ces recours auraient pu être facilités pour les victimes en permettant que le rapport d'enquête et la décision de sanction puissent y être produits, qu'une présomption simple de causalité entre le manquement et le préjudice soit créée, et encore en mettant à la charge du défendeur déjà sanctionné les frais d'une éventuelle expertise[1].

619. – La promulgation d'une nouvelle loi[2] – À la suite de ces divers travaux, deux propositions de loi ont été déposées au Sénat le 7 octobre 2015 par Claude Raynal et Albéric de Montgolfier[3]. Le texte a ensuite fait l'objet de plusieurs modifications et une nouvelle version a été adoptée à l'Assemblée nationale le 24 mars 2016[4]. Après avoir été soumis à l'examen de la Commission mixte paritaire[5], la loi n° 2016-819 réformant le système de répression des abus de marché a finalement été adoptée le 1er juin par l'Assemblée et le 8 juin par le Sénat, pour être promulguée le 21 juin 2016.

620. – Volonté d'accroître la répression – Il ressort de l'exposé des motifs la volonté de reformer les pouvoirs de sanction du régulateur non seulement pour se mettre en conformité avec la jurisprudence du Conseil constitutionnel, mais surtout pour permettre « *une régulation du secteur financier efficace, adossé à un système de sanctions proportionné et juste, dont la crise financière et, plus encore, la crise économique, sociale et budgétaire qui en ont résulté ont montré l'impérieuse nécessité*[6]. » Il est notamment relevé que l'opinion publique réclame « *une répression plus sévère et plus juste face à la*

[1] *Ibid*., p. 75

[2] V. pour les travaux parlementaires : C. Raynal, Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015 ; A. de Montgolfier, Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015 ; D. Baert et D. Lefebvre, Sénat, prop., L. n° 3601, 24 mars 2016 ; D. Baert, Rapport n° 3622 du 30 mars 2016 ; A. de Montgolfier, Sénat, Rapport n° 575, t. I et II, 4 mai 2016 ; F. Pillet, Sénat, Avis n° 573, 3 mai 2016 ; A. de Montgolfier, Commission mixte paritaire, Rapport n° 611, 17 mai 2016 ; Texte de la commission n° 612 déposé le 17 mai 2016

[3] Sénat, prop. L. n° 19 et 20, 7 oct. 2015 : P.-H. Conac, « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers », *Rev. Sociétés* 2015, p. 607 ; *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 11, p. 493 ; J. Chacornac, « Propositions de loi relative à la répression des infractions financières », *RD bancaire et fin.* n° 6, nov. 2015, comm. 214

[4] D. Baert et D. Lefebvre, Sénat, prop., L. n° 3601, 24 mars 2016 ; Texte n° 719

[5] Le 25 mars 2016 le gouvernement a engagé la procédure accélérée sur la proposition de loi au regard de l'urgence, le texte devant entrer en vigueur au plus tard le 1er septembre 2016.

[6] C. Raynal, Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015, p. 2

répétition des scandales financiers[1]. » Or, il est constaté que malgré le relèvement important des sanctions pécuniaires administratives, il existe toujours une différence majeure entre des peines pouvant atteindre plusieurs milliards de dollars prononcées par la SEC américaine, et celles infligées par le juge pénal et le régulateur français qui ne dépassent pas quelques dizaines de millions d'euros.

621. – Faiblesses du système actuel – Cette situation peut s'expliquer par plusieurs faiblesses dont souffre notre système répressif en matière financière. La première a trait au montant beaucoup trop faible des sanctions existantes, et partant non dissuasif auprès des grands émetteurs notamment. Ensuite, il est relevé le manque d'articulation et de cohérence entre les deux voies répressives en matière d'abus de marché, en raison d'un manque de coopération au stade de l'enquête, de la concurrence au stade des poursuites, de la faiblesse des pénalités financières et de l'absence de peines de prison ferme prononcées par le juge pénal[2]. Ainsi, l'on constate qu'au niveau interne comme au niveau européen, la tendance est à un retour à une plus forte pénalisation[3], notamment par une utilisation plus importante des peines d'emprisonnement. Dans cette perspective, il est clair que la France pourrait s'inspirer du modèle canadien, qui a toujours prononcé des peines de prison et dont la durée s'est encore accrue ces dernières années[4].

622. – Maintien de la répression pénale et administrative – Cependant, il ressort des travaux parlementaires le refus d'exclure l'une ou l'autre répression. Il est reconnu que le Parquet national financier améliore l'efficacité de la justice pénale, mais que dans le même temps, par ses compétences, son expérience et ses moyens, « *il ne faut pas affaiblir un outil qui remplit correctement sa mission, c'est-à-dire l'AMF*[5]. » La conclusion qui s'évince de ce constat est que « *la nouvelle architecture ne devrait pas donner l'exclusivité à l'une ou l'autre des voies de répression, mais plutôt permettre d'améliorer leur complémentarité et organiser un aiguillage des affaires*[6]. »
C'est la voie de l'aiguillage qui a été retenue par le texte de loi. Suivant ces objectifs, la loi reprend la proposition du Club des juristes et de l'AMF d'une répartition du

[1] *Ibid*., p. 2
[2] C. Raynal, Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015, p. 2-3
[3] D. Baert, Rapport n° 3622 du 30 mars 2016, p. 64
[4] Voir *supra* n° 336
[5] Commission des finances, compte-rendu de la séance du 24 juin 2015, « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers - Communication
[6] D. Baert, Rapport n° 3622 du 30 mars 2016, p. 18 ; Commission des finances, compte-rendu de la séance du 24 juin 2015, « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers – Communication »

contentieux des abus de marché entre l'AMF et le juge pénal suivant un critère de gravité.

623. – Mise en conformité des incriminations d'abus de marché avec le dispositif européen MAD-MAR – À titre préalable, un article 1er procède à une refonte de la section 1 du Chapitre V du Titre VI du Livre IV du CMF, relative à « *l'atteinte à la transparence des marchés* » afin de mettre en conformité les incriminations en matière d'abus de marché avec le dispositif MAD-MAR[1]. Les quatre articles actuels, L. 465-1 à L. 465-3 sont réécrits pour être divisés en huit articles. Le champ d'application des abus de marché a été précisé par l'énumération des personnes concernées et des définitions clarifiées des incriminations. Désormais, la tentative est également réprimée. De plus, ont été créées deux nouvelles incriminations spécifiques : l'incitation ou recommandation à l'utilisation d'informations privilégiées, et celle de divulgation illicite d'informations privilégiées.

624. – Renforcement des peines pénales – De plus, cette disposition procède à un renforcement des sanctions pénales en les alignant sur les sanctions administratives. Les délits boursiers sont désormais punis de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage. Et le texte reprend les préconisations issues des textes européens en augmentant les peines d'emprisonnement. La proposition va même plus loin en proposant une peine maximale unique pour tous les délits boursiers à cinq ans d'emprisonnement[2].

625. – Interdiction du cumul des sanctions pénales et administratives – Ensuite, l'article 2 inscrit dans la loi l'interdiction du cumul des sanctions administrative et pénale. Il porte sur l'encadrement des possibilités de mise en mouvement de l'action publique pour les délits boursiers et insère un nouvel article L. 465-3-6, I au CMF. L'objectif est de rendre les poursuites pénales et administratives non plus cumulatives, mais alternatives. Pour cela il est prévu que la notification des griefs par l'AMF est une cause d'extinction de l'action publique lorsque les mêmes faits et les mêmes personnes sont en cause. Et inversement, l'AMF ne peut plus notifier de

[1] Directive 2014/57/UE et le Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014

[2] L'article la directive MAD invitait les États à prévoir une peine d'emprisonnement maximale d'au moins quatre ans pour les délits d'initié et de manipulation de marché, et d'au moins deux ans pour le délit de divulgation illicite d'information privilégiée.

griefs dès lors que l'action publique a été mise en mouvement par le procureur de la République financier.

626. – Aiguillage des procédures – Le nouvel article L. 465-3-6, II et III instaure un préalable à la mise en mouvement de l'action publique : la concertation entre le procureur de la République financier et le collège de l'AMF. C'est à ce moment que l'aiguillage sera effectué. Si le procureur décide de mettre en mouvement l'action publique, il doit en informer l'AMF. Elle dispose alors d'un délai de deux mois pour lui faire connaître son intention de procéder à la notification des griefs. Si tel est le cas, le procureur a quant à lui un délai de quinze jours pour confirmer son intention de mettre en mouvement l'action publique et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris. La procédure est identique lorsque l'AMF manifeste en premier son intention de notifier des griefs. Ainsi, en cas de désaccord, le rôle d'arbitre est confié au procureur général près la cour d'appel de Paris[1] qui disposera d'un délai de deux mois pour autoriser le parquet national financier à passer outre l'opposition de l'AMF ou inversement. Il est prévu que sa décision sera définitive et non susceptible de recours (art. L. 465-3-6, IV et V, CMF).

627. – Constitution de partie civile par l'AMF – Les règles relatives à la constitution de partie civile sont également adaptées par un nouvel article L. 465-3-6, VII et VIII. Par dérogation à l'article 85 du Code de procédure pénale, une plainte avec constitution de partie civile n'est possible que lorsque le procureur de la République financier a la possibilité d'exercer les poursuites. La même règle est prévue concernant la citation directe, par dérogation à l'article 551 du Code de procédure pénale.

628. – Retrait des dispositions relatives à la coopération entre l'AMF et le Parquet financier – Il est cependant regrettable que l'article 2 *ter* du projet de loi n'ait finalement pas été adopté, alors qu'il prévoyait un renforcement de la coopération entre l'AMF et le Parquet financier. Une information réciproque systématique sur les enquêtes ouvertes devait être instituée, en amont de l'ouverture des poursuites ainsi que la possibilité pour chacun de solliciter de l'autre des actes d'enquête ou des

[1] Dans les premières propositions formulées au mois d'octobre 2015, il avait été prévu que les désaccords seraient tranchés par une commission extérieure composée à parité de magistrats du Conseil d'État et de la Cour de cassation dont la décision ne serait pas susceptible de recours. Mais à la suite d'un avis rendu par le Conseil d'État cette solution a été abandonnée (Avis n° 390558 du 19 novembre 2015)

expertises entrant dans son champ de compétence (proposition art. L. 621-20-7, CMF). De plus, avant la mise en mouvement de l'action publique, l'AMF et le procureur financier auraient dû se communiquer tout document ayant un lien avec des faits susceptibles de constituer un manquement ou un délit boursier (proposition art. L. 621-20-5 et L. 621-20-6, CMF).

629. – Conclusion – Il faut saluer assurément l'interdiction du cumul des poursuites et des sanctions pénales et administratives ainsi que la redéfinition des délits boursiers en accord avec les modifications du dispositif européen MAD-MAR. Le renforcement très significatif des sanctions pénales, tant en ce qui concerne la durée de la peine d'emprisonnement que l'augmentation du montant des amendes encourues constitue également une innovation très positive, qui va dans le sens de l'évolution du droit des marchés financiers. En effet, l'on a pu constater cette évolution tant dans l'Union européenne qu'au Canada où les sanctions pénales ont été récemment encore renforcées. Cependant, le système de l'aiguillage consacré par la nouvelle loi comporte de sérieux inconvénients.

III – Les inconvénients de l'aiguillage

630. – Remise en cause de la constitutionnalité du dispositif – Bien que certains aspects du texte soient intéressants, plusieurs observations et critiques peuvent être formulées à son encontre. Certains auteurs remettent en cause la constitutionnalité même du dispositif de l'aiguillage[1]. Des doutes ont tout d'abord été émis quant à sa conformité au principe d'égalité devant la loi pénale en ce que des faits qualifiés par la loi de façon identique pourront faire l'objet d'une procédure et de sanctions différentes. Dans une décision QPC du 28 juin 2013, le Conseil constitutionnel a considéré à propos de l'incrimination de perception frauduleuse de prestations d'aide sociale que l'existence de différences entre les peines encourues « *implique également des différences relatives à la procédure applicable et aux conséquences d'une éventuelle condamnation ; [...] cette différence de traitement n'est justifiée par aucune différence de situation en rapport direct avec l'objet de la loi ; [...] eu égard à sa nature et à son importance, la différence entre les peines encourues méconnaît le principe d'égalité devant la loi pénale*[2] ». Or, l'on entend maintenir le prononcé des sanctions par deux organes

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450

[2] Cons. const., 28 juin 2013, n° 2013-328 QPC, *Association Emmaüs Forbach*, à propos de l'incrimination de la perception frauduleuse de prestations d'aide sociale, consid. 6 : *D*. 2013, p. 1631, 2713, et 2014.

différents alors que le Conseil constitutionnel lui-même a clairement affirmé que les sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché « *poursuivent une seule et même finalité de protection du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés financiers*[1]. » De même, quant au critère de la qualité de la personne, l'on peut s'interroger sur la manière dont il sera décidé qui sera soumis à l'une ou l'autre voie, de même qu'une atteinte possible à l'égalité devant la loi pénale est concevable[2]. Enfin, l'on peut se demander si le choix de la voie pénale ne risque pas de constituer un pré-jugement portant atteinte à la présomption d'innocence[3].

631. – Complexité des aménagements de procédure nécessaires – En outre, la mise en place de l'aiguillage nécessitera des aménagements de procédure complexes. À cet égard, les auteurs ont identifié la question des plaintes avec constitution de partie civile. Ces plaintes ne seront plus admises lorsque la voie administrative est choisie. Pour compenser cette perte d'action pour les victimes, le Club des juristes avait proposé de créer un nouveau régime judicaire qui faciliterait ces actions, avec la création de chambres spécialisées au sein du TGI de Paris pour les particuliers ou du tribunal de commerce de Paris pour les personnes morales[4]. Là encore, l'efficacité de ce système est remise en cause parce qu'elle n'assure aucune unité du traitement des préjudices financiers par la jurisprudence. Il serait alors plus simple de ne créer qu'une seule juridiction unique et spécialisée[5].

632. – L'intervention prématurée de l'aiguillage et risque d'erreur – L'aiguillage comporte d'autres faiblesses. En premier lieu, son caractère définitif engendre des risques, notamment dus à son intervention prématurée. Il est en effet prévu que l'aiguillage se fera au moment de la notification des griefs. Or, à ce stade tous les éléments de l'affaire ne sont pas nécessairement fixés. Par exemple, le montant du préjudice causé au marché pourrait parfaitement se révéler plus élevé ou au contraire beaucoup plus faible par la suite, alors que ce critère pourrait être utilisé pour choisir la voie pénale ou administrative.

2423, obs. G. Roujou de Boubée ; *AJDA* 2013, p. 1368 ; *AJ pénal* 2013, p. 471, obs. P. Belloir ; *Dr. soc.* 2014, p. 137, chron. R. Salomon ; *RSC* 2013, p. 827, et 912, obs. B. de Lamy.

[1] Cons. const., 18 mars 2015, *op. cit.*, consid. 25

[2] J. Chacornac, « Propositions de loi relative à la répression des infractions financières », *op. cit.*

[3] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D.* 2015, p. 894

[4] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit.*, p. 75

[5] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », art. préc.

Ensuite, une erreur d'aiguillage pourrait mener à une impunité totale, car le choix de la voie est définitif. En effet, si des faits sont aiguillés vers la voie pénale, mais que le juge pénal considère finalement que le délit n'est pas caractérisé, les faits ne seront pas sanctionnés. Or, un meilleur aiguillage aurait dû les conduire vers la voie administrative. Ce type de risque est très dangereux pour l'efficacité de la sanction, car il conduit à un fort risque d'impunité.

633. – Absence de sauvegarde des droits des victimes lésées – En outre, l'aiguillage comprend des risques pour les droits de la personne lésée par un abus de marché. En effet, il supprime son droit de se constituer partie civile. Il ne lui reste donc plus que la possibilité de s'adresser au juge civil du TGI dont on sait qu'il est peu familier des opérations financières complexes, ce à quoi s'ajoutent toutes les difficultés existant pour obtenir réparation par ce biais. De plus, la victime d'un abus de marché se trouve exclue de tous les stades de la procédure puisqu'elle ne pourra pas plus qu'hier saisir la Commission des sanctions. Désormais elle n'aura plus « voix au chapitre » concernant une éventuelle action pénale, la décision d'aiguillage n'étant pas susceptible de recours[1].

634. – Une réforme *a minima* – Enfin, ce projet de loi ne permet absolument pas de résoudre toutes les lacunes dont souffre le contentieux financier aujourd'hui. Il n'est centré que sur l'impératif lié à l'obligation de supprimer le cumul des sanctions, sans chercher à réfléchir à une réforme plus globale qui seule pourrait apporter une solution pérenne. Il ne faudrait pas se limiter à réformer le système sur un point particulier, celui du cumul des sanctions, mais plutôt profiter de cette occasion pour opérer une réforme globale.
Le texte ne supprime pas la complexité du système répressif et ne prend absolument pas en compte la question des recours en réparation. La loi ne résout également rien des problèmes liés à la structure de l'AMF, pas plus qu'elle ne s'intéresse à l'absence d'impartialité objective de la Commission des sanctions. Finalement, l'on n'améliore nullement la répartition des pouvoirs entre le juge et le régulateur. Ainsi que l'expliquent Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur : « *Il aurait mieux valu laisser à l'AMF « ses griffes et ses dents » que sont ses pouvoirs de surveillance, d'enquête et de poursuite, voire les renforcer en lui conférant, à l'image de la* Financial Conduct Authority

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *op. cit.*

(FCA) ou de la Securities and Exchange Commission *(SEC), le rôle de procureur indépendant (compétence partagée avec le PNF) ou de « super partie civile*[1]. »
Alors même que l'exposé de motifs montre que le projet de loi avait pour ambition de mettre en place un système répressif à même de répondre aux nouveaux enjeux créés par la crise économique et financière et la multiplication des scandales financiers, la nouvelle loi ne prend pas en compte l'ensemble des faiblesses du système actuel et particulièrement la question de la réparation des préjudices causés aux investisseurs.

635. – Conclusion section 1 – La répression des pratiques abusives commises en lien avec les marchés financiers a dû faire l'objet d'une réforme. Celle-ci est devenue une obligation depuis que le Conseil constitutionnel a invalidé le cumul des sanctions administratives et pénales en matière d'opération d'initié commises par les non-professionnels. Reste qu'une telle réforme était aussi une nécessité au regard des lacunes importantes dont souffre la répression telle qu'elle existe aujourd'hui. Plusieurs solutions ont été envisagées, et c'est celle de l'aiguillage des procédures administrative et pénale qui a remporté la faveur de la majorité de la doctrine, ainsi que du législateur. Pourtant, cette solution n'est pas vraiment satisfaisante, car elle est loin de permettre la résolution de toutes les insuffisances de la répression financière. Une autre voie était en réalité possible.

[1] *Ibid*., p. 1450

SECTION 2

LA RÉPONSE D'UNE JURIDICTION SPÉCIALISÉE

636. – Plan – De toutes les propositions de réforme qui ont été exposées, aucune n'apparaît pleinement satisfaisante, car aucune ne constituait en réalité une amélioration d'ampleur du contentieux boursier qui aurait eu pour ambition de résoudre l'ensemble des difficultés, pourtant clairement identifiées, de la répression actuelle. Il existe une dernière solution avancée par les professeurs Schmidt et Le Fur, consistant en la création d'un Tribunal des marchés financiers[1]. Nous verrons en quoi la création d'un tel organe pourrait constituer la solution idoine à l'amélioration significative du contentieux boursier (§1) pour ensuite expliquer les contours que celui-ci pourrait revêtir (§2).

§1 – L'idée d'une juridiction financière spécialisée en question

637. – La création d'un tribunal des marchés permettrait de résoudre l'ensemble des difficultés soulevées jusqu'à présent. Une partie de la doctrine milite actuellement pour la constitution d'un tel organe[2]. Aujourd'hui l'idée est principalement défendue par Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur qui ont rédigé un projet de loi intitulé « De l'institution et de la compétence du tribunal des marchés financiers[3]. »

638. – Une idée ancienne en droit des marchés financiers – Si l'idée fait l'objet d'un regain d'intérêt aujourd'hui, elle n'est véritablement pas nouvelle. Dès les

[1] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[2] V. surtout D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 24 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D*. 2014, p. 551 ; A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *RLDA* 2015, p. 101 ; D. Schmidt, « Quel tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier », *RLDA* 2015, p. 101 ; D. Kling et N. Huet, « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP G* n°16, 21 avr. 2014, doctr. 493 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D*. 2015, p. 894
[3] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.

discussions concernant la loi du 2 août 1989 qui devait octroyer le pouvoir de sanction à la COB, cette possibilité avait été envisagée. Le premier projet de loi « relative à la sécurité et à la transparence du marché financier » déposé à l'Assemblée nationale le 3 avril 1989, avait fait l'objet de divers rapports, pour être finalement adoptée le 1er juillet 1989 et, après saisine du Conseil constitutionnel, le 2 août 1989.
Trois de ces rapports étaient spécifiquement consacrés aux futures dispositions relatives à la COB. Tous se réfèrent à un débat entre le Sénat et l'Assemblée nationale sur la question du cumul des pouvoirs de réglementation et de sanction conférés à la COB. En raison du risque d'inconstitutionnalité du cumul des fonctions de réglementation et de sanction au sein d'une même autorité administrative, le Sénat avait proposé à deux reprises de créer au sein du Tribunal de Grande Instance de Paris, une « *chambre des marchés financiers* » chargée de prononcer les sanctions à la demande de la COB[1]. Cette solution devait permettre d'assurer l'indépendance de la fonction de jugement et d'éviter la violation des garanties d'indépendance et du principe de séparation des pouvoirs. Finalement, la proposition du Sénat de création d'une chambre des marchés financiers n'a pas été retenue par le texte définitif.

639. – Droit de la concurrence – L'idée avait déjà été défendue par Jean Foyer, en 1977, à l'occasion du débat parlementaire qui devait aboutir à la création de la Commission de la concurrence. Le député regrettait en effet l'octroi à la commission du pouvoir de sanctionner certains comportements et le cumul qui en résultait avec des sanctions pénales. Soulignant en parallèle que la juridiction répressive était mal adaptée aux particularités de ce contentieux récent, il invitait à la création d'une « *véritable juridiction* » qui se substituerait à l'autorité administrative [2]. Le gouvernement, par la voix de Mme Christiane Scrivener, lui avait alors opposé un refus catégorique au motif que « *la création d'une nouvelle juridiction aurait compliqué encore l'organisation de notre système judiciaire, risqué de susciter des conflits de compétence et entraîné des incertitudes pour les entreprises*[3]. »

640. – La proposition des professeurs Schmidt et Le Fur – L'idée d'une juridiction financière spécialisée est revenue récemment, sous la plume de Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur dans le cadre des réflexions sur la réforme du système

[1] Ch. Jolibois et E. Dailly, Rapport fait au nom de la Commission des Lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du règlement et d'administration générale sur le projet de loi relatif à la sécurité et à la transparence des marchés financiers n° 340, Tome 1, 1er juin 1989, p. 17 et Rapport n° 432, Tome 1, 28 juin 1989, p. 4
[2] JO Débats, AN 9 juin 1977, p. 3623
[3] *Ibid*., p. 3624

répressif boursier. Les deux auteurs ont proposé d'ériger la Commission des sanctions de l'AMF en un tribunal des marchés financiers.

641. – Plan – L'idée de créer une juridiction spécialisée dans le domaine financier ne fait pas l'unanimité en doctrine (A), alors pourtant qu'elle présente des avantages non négligeables (B).

A – Le rejet d'un Tribunal des marchés financiers par la doctrine majoritaire

642. – Le rejet par l'AMF – Le régulateur a écarté cette proposition. En effet, Anne Maréchal, directrice des affaires juridiques de l'AMF, a émis plusieurs réserves quant à la réunion en un seul organe de la procédure administrative et de la procédure pénale. Elle s'interrogeait également quant au fait de savoir si l'AMF serait alors toujours en charge des enquêtes et si le tribunal pourrait les exploiter directement. Elle redoutait aussi une contrariété avec le droit de l'Union européenne et notamment les textes *Abus de marché*, qui imposent que les sanctions administratives soient prises par une autorité compétente, qui selon elle, est désignée comme étant l'AMF pour la France. Enfin, elle évoquait la question des moyens et notamment du financement de ce tribunal. Sachant que l'AMF s'autofinance, en ira-t-il de même pour le tribunal ?[1]

Quant au groupe de travail mandaté par l'AMF, il expliquait dans son rapport définitif, ne pas être favorable à la suppression de la Commission des sanctions ou à son détachement de l'AMF. Selon ses auteurs, la séparation de la fonction de régulation et de sanction telle qu'elle existe actuellement est suffisante, tout en permettant « *une rationalisation des moyens d'action de l'autorité au service d'une mission commune : assurer le bon fonctionnement des marchés et protéger les épargnants*[2]. »

Comme Anne Maréchal, le rapport considérait que retirer son pouvoir de sanction à l'AMF serait en contrariété avec la tendance européenne de renforcement du pouvoir de sanction des autorités administratives. Était également pointé du doigt le fait que les manquements et les délits seraient traités selon une procédure unique, ce qui aurait pour conséquence pour les manquements d'être soumis à la lenteur de la procédure pénale si celle-ci devait être retenue. Au contraire, si l'on optait pour la procédure administrative, elle s'appliquerait aux délits boursiers, créant ainsi une

[1] A. Maréchal, « Les pistes explorées par l'AMF », in Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?, *RLDA* 2015, p. 101

[2] AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché*, 19 mai 2015, p. 17

inégalité de traitement des justiciables par rapport aux autres délits financiers qui relèverait toujours de la justice pénale[1].

643. – Le Club des juristes ne s'est pas montré aussi catégorique. Il reconnaît même les divers avantages qui résulteraient de la création d'une juridiction spécialisée : « *outre une économie de temps et de moyens, une unité de procédure, des sanctions effectives, proportionnées et dissuasives, l'indemnisation des personnes lésées par un abus de marché, le respect des garanties fondamentales, assure le renforcement de la régulation*[2]. » Selon le rapport, aucune impunité ne pourrait alors résulter d'une erreur d'aiguillage, et l'AMF conserverait ses pouvoirs d'enquête et de poursuite, ainsi que celui de conclure une composition administrative. L'AMF deviendrait une autorité de poursuite, ce qui est conforme aux textes européens qui, selon le Club des juristes, n'exigent pas que les sanctions administratives soient prononcées par l'autorité administrative. Enfin, le groupe reconnaît les avantages d'un tel système au regard de l'amélioration du contentieux de la réparation des préjudices[3]. Cependant, le groupe a fini par rejeter lui aussi cette proposition, principalement au motif que le législateur était confronté à un calendrier particulièrement serré, puisque la directive MAD devait être transposée pour le mois de juillet 2016 et la décision du Conseil constitutionnel aurait impliqué une codification pour le mois de septembre 2016[4].

644. – Rejet du projet par la doctrine majoritaire – La majeure partie de la doctrine considère également que la solution de l'aiguillage devait être privilégiée et rejetait l'idée d'un tribunal des marchés financiers, principalement parce qu'il est considéré que cette solution est inadaptée aux spécificités du secteur financier et boursier. L'on relève que l'interdiction du cumul des sanctions ne rend pas nécessaire de faire « *une révolution du palais*[5] » en créant un tribunal des marchés financiers. Il suffirait de conserver les procédures en place tout en s'assurant de l'exclusivité de la compétence soit de l'AMF, soit du juge pénal avant le début des poursuites. En effet, si les textes européens imposent désormais des sanctions pénales pour les abus de marché, ils imposent aussi des sanctions administratives. Selon un auteur « *La coexistence de deux ordres répressifs n'est pas la « moins mauvaise » des solutions. L'ajustement par un aiguillage de la coexistence de deux voies répressives, excluant tout risque de cumul de*

[1] *Ibid*., p. 18
[2] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015, p. 57
[3] *Ibid*., p. 57
[4] *Ibid*., p. 58
[5] Ph. Goutay, « Ne bis in idem : quelle réforme ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 07-08, p. 327

poursuites ou de sanctions, ne devrait pas être vu comme une solution au rabais ou donnant l'impression d'un certain immobilisme[1]. »

Pourtant, l'aiguillage se révèle être une solution *a minima*, qui ne règle qu'un seul des problèmes liés au système répressif financier. D'ailleurs, le même auteur relève qu'une réforme plus ambitieuse pourrait permettre d'améliorer l'indemnisation des victimes[2]. Et en effet, c'est bien là toute la faiblesse de la proposition de loi fondée sur l'aiguillage : elle n'envisage la réforme que sous l'angle de la problématique du cumul des sanctions.

645. – La sanction : un outil de l'efficacité de l'AMF – Les détracteurs de cette proposition estiment également que le pouvoir de sanction a été conçu comme un outil pour l'AMF afin de renforcer l'efficacité de son action. L'en priver reviendrait à réduire l'efficacité de la régulation. Pour les défenseurs du pouvoir de sanction de l'AMF, le transférer à un juge, spécialisé ou non, conduirait à sous-estimer « *la spécificité et la technicité du contentieux traité par les autorités de régulation*[3]. » Didier Martin considère que l'AMF doit conserver ce rôle en matière d'abus de marché, notamment parce que selon lui, dans le futur, leur détection se fera davantage au niveau de l'ESMA que des autorités locales. En effet, l'internationalisation des marchés et les innovations technologiques, particulièrement le développement du trading algorithmique et à haute fréquence, nécessiteront des moyens informatiques plus importants qu'aujourd'hui pour détecter les abus de marché. Ainsi, il estime que l'enquête doit être menée par l'AMF et non par le ministère public qui n'a pas les moyens techniques et dont ce n'est pas le rôle. Cet auteur poursuit en expliquant que la mise à disposition du juge pénal des moyens dont dispose l'AMF n'est pas une voie réaliste, car les personnes qui travaillent aux services d'enquête de l'AMF ne souhaiteront pas être intégrées dans les services de police judiciaire. En effet, selon lui, ces personnes sont souvent des habitués des salles de marché qui n'ont pas choisi de faire carrière dans la justice. Enfin, il considère que la coopération avec les autorités étrangères serait rendue plus difficile si elle devait se faire avec le parquet au lieu de l'autorité[4].

---

[1] *Ibid*.
[2] *Ibid*.
[3] Q. Epron, « Le statut des autorités de régulation et la séparation des pouvoirs », *RFDA* 2011, p. 1007
[4] D. Martin, interview, « Ne bis in idem : une réforme a minima pour une efficacité préservée », *Bull. Joly Bourse 2015*, n° 9, p. 359

De plus, créer un tribunal des marchés financiers auquel serait confié l'indemnisation des victimes, ne résoudrait pas le problème de l'inefficacité de la réparation, selon le même auteur. En effet, il faudrait pour cela que la Cour de cassation revienne sur sa jurisprudence consistant à ne réparer que la perte de chance[1]. Dans ce contexte, même si l'AMF pouvait aider les tribunaux à évaluer les préjudices, son intervention ne serait pas de beaucoup d'utilité tant que la Cour de cassation ne changera pas de position[2].

D'autres auteurs sont également contre l'idée d'un tribunal des marchés financiers parce qu'ils considèrent que sa création soulèverait des difficultés de nature constitutionnelle en rendant encore plus illisible l'organisation juridictionnelle française. Ils craignent également que ce tribunal soit mal perçu par l'opinion publique qui pourrait y voir une juridiction taillée sur mesure pour la finance[3]. En outre, ils estiment qu'une juridiction d'exception composée de spécialistes professionnels est à contre-courant des remises en cause actuelles de l'échevinage dans les juridictions consulaires ou prud'homales[4]. Sur ce point nous rejoignons cette position, il demeure que ces deux arguments peuvent aisément être combattus en prévoyant un tribunal exclusivement composé de magistrats.

B – Les avantages d'une juridiction ad hoc spécialisée

646. – La spécificité du contentieux financier – Alors même que certains utilisent l'argument de la spécificité du contentieux boursier pour prôner le maintien du pouvoir de sanction de l'AMF, nous considérons que ce sont justement ces spécificités qui sont à même de justifier la création d'une juridiction financière. En effet, le domaine financier est un secteur où certains manquements, les abus de marchés, sont la réplique exacte de délits. En outre, le régulateur financier français a le pouvoir de prononcer des sanctions qui ont un caractère pénal. Ainsi, comme nous l'avons déjà constaté, l'AMF n'est plus une autorité de sanction uniquement disciplinaire ou professionnelle puisqu'en matière d'abus de marché, l'autorité peut sanctionner des personnes physiques qui ne sont pas sous son contrôle et qui pouvaient de plus être poursuivies pénalement pour les mêmes faits. La Commission

[1] Voir *supra* n° 501
[2] *Ibid*.
[3] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 49
[4] A. Louvaris et J.-L. Sauron, « Le principe non bis in idem en droit des affaires : une crise, des solutions », *JCP E* n° 36, 3 sept. 2015, 1395

des sanctions revêt donc déjà de nombreux caractères d'une juridiction sans en présenter toutes les garanties.

Il faut également tenir compte des nouvelles exigences européennes et notamment de la directive ainsi que du règlement abus de marché qui imposent désormais que les États mettent en place des sanctions particulièrement sévères pour réprimer les abus de marché, et notamment qu'ils aient recours à des peines privatives de liberté[1]. Cela impose le maintien et le renforcement de la répression judiciaire.

Enfin, il faut également tenir compte de la spécificité de la réparation civile du dommage causé par un abus de marché. L'on a déjà relevé les difficultés que rencontrent les victimes pour obtenir réparation qui sont liées aux difficultés de preuve, aux coûts de la procédure, à l'impossibilité pour elles de se regrouper et ainsi de mutualiser ces coûts, ainsi que la difficulté d'évaluer le montant des préjudices et la longueur des procédures[2]. L'AMF ne les aident guère, puisque son intervention s'arrête une fois qu'elle a pu démontrer qu'un manquement a été commis[3].
En raison de ces spécificités et du fait que la répression actuelle ne permet pas d'y répondre de manière satisfaisante, la création d'une juridiction unique et spécialisée semble, à l'inverse, répondre à un grand nombre des défis actuels. Et ce n'est sans doute pas un hasard si une partie croissante de la doctrine milite aujourd'hui pour la constitution d'un tel organe[4].

647. – La bonne administration de la justice – Ses principaux promoteurs, Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur affirment qu'en supprimant le cumul « *inutile, inefficace et complexe des différentes procédures* », la création d'un tribunal des marchés financiers répondrait à l'intérêt d'une bonne administration de la justice[5], qui est considéré comme un objectif de valeur constitutionnelle par le Conseil

[1] Directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché et Règlement 596/2014 du 16 avril 2014 relatif aux abus de marché
[2] Voir *supra* n° 491 et s.
[3] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *op. cit.*
[4] Voir surtout D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 24 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D*. 2014, p. 551 ; A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *RLDA* 2015, p. 101 ; D. Schmidt, « Quel tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier », RLDA 2015, p. 101 ; D. Kling et N. Huet, « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP G* n°16, 21 avr. 2014, doctr. 493 ; D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D*. 2015, p. 894
[5] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *op. cit.*

constitutionnel depuis une décision du 3 décembre 2009[1]. En effet, l'on sait que la bonne administration de la justice comprend notamment des principes tels que l'indépendance, l'impartialité ou encore la célérité de la justice[2]. Or, comme nous l'avons déjà évoqué, la Commission des sanctions présente un risque en terme d'impartialité objective.

648. – La concentration du contentieux – L'un des arguments majeurs plaidant en faveur d'un tribunal des marchés financiers réside dans la simplification et la cohérence qu'il apporterait au contentieux financier. Il a déjà pu être relevé que la multiplication des procédures, de nature administrative, pénale et civile, nuisait considérablement à la lisibilité et à la compréhension du fonctionnement du système répressif par les justiciables. Même si l'interdiction du cumul des sanctions pénale et administrative ira dans le sens d'une simplification, elle n'est pas suffisante.
Le système répressif serait au contraire mieux perçu et compris par les justiciables s'il était concentré entre les mains d'une juridiction unique. Cela ôterait notamment tout risque pour les justiciables d'avoir l'impression de pouvoir être jugé différemment selon qu'ils se trouvent devant la Commission des sanctions ou le juge judiciaire. De plus, cela permettra aux justiciables d'avoir une lecture plus claire du fonctionnement du système répressif financier. Quelques soient les faits reprochés ou le recours en réparation envisagé, les sujets de droit sauront qu'ils seront jugés par une juridiction unique et apparemment compétente.

649. – L'harmonisation de la jurisprudence – De surcroît, la multiplication et la dispersion du contentieux nuisent à la bonne efficacité de la répression. La concentration du contentieux aura l'avantage de mettre un terme au risque de divergences de jurisprudence, tant entre l'organe administratif et judiciaire, qu'entre les tribunaux civils en charge des actions en responsabilité. Seule une concentration du contentieux permettra la construction d'une jurisprudence cohérente, unifiée et dénuée de critique. Cet aspect servira particulièrement les intérêts des victimes de fraudes financières. L'on sait qu'en raison de l'application des principes de droit commun en matière de compétence territoriale, le contentieux de la réparation est éclaté à travers la France et remis à des juges qui sont le plus souvent très peu familiarisés avec la matière financière. Or, le contentieux financier étant très technique, il réclame des compétences que l'on ne peut pas exiger de tous les

[1] Cons. Const. décision n° 2009-595 DC du 3 déc. 2009 : *RTD civ*. 2010, p. 66, note P. Puig ; *RSC* 2010, p. 201, note B. de Lamy ; *AJDA* 2010, p. 80, note A. Roblot-Troizier ; *RTD civ*. 2010, p. 517, note P. Puig
[2] H. Apchain, « Retour sur la notion de bonne administration de la justice », *AJDA* 2012, p. 587

magistrats. Réunir le contentieux de la réparation autour d'une unique juridiction spécialisée donnera sans aucun doute aux victimes le sentiment que leur cause est entendue par des magistrats habitués aux questions financières.

650. – L'impact psychologique – En outre, ainsi que nous l'avons déjà démontré[1], le retour au juge suscité par la création d'une juridiction spécialisée aura un impact psychologique indéniable tant sur les auteurs de pratiques abusives que sur les victimes. La figure symbolique du juge revêt une importance indéniable.

651. – Gain de coûts et de temps – De plus, il est certain que du point de vue de l'approche économique du droit, la centralisation du contentieux financier en une juridiction unique permettra de réaliser des économies de moyens et de temps. Il sera possible d'éviter la multiplication des enquêtes et des procédures en ne réalisant qu'une seule instruction[2] et qu'une seule phase de jugement.

652. – Conforme à l'évolution de la régulation – En sus de ces avantages inhérents à la création d'une juridiction spécialisée, celle-ci irait également dans le sens de l'évolution de la régulation financière tant au niveau interne, qu'européen. En effet, la création du procureur national financier montre qu'il existe déjà une volonté de spécialisation et la création d'une juridiction financière pourrait venir parfaire ce mouvement[3]. Elle en est, en quelque sorte, le prolongement logique.
Cette évolution irait certainement dans la direction impulsée par l'Union européenne qui souhaite développer davantage la répression pénale, et partant la répression judiciaire, pour les formes les plus graves des atteintes aux marchés.
En créant une juridiction spécialisée il s'agira en réalité de moderniser la régulation financière en tenant compte de ses évolutions. Dès lors comme l'on formulé Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur à propos du Tribunal des marchés financiers : « *Un retour en arrière ? Bien au contraire, puisqu'il s'agit de tirer les conséquences de la compétence technique acquise par la Commission des sanctions en la faisant « éclore » en un tribunal des marchés financiers. La régulation financière se trouve alors renforcée par le lien fonctionnel tissé entre le parquet, l'AMF et le tribunal des marchés financiers*[4]. »

---

[1] Voir *supra* n° 442
[2] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[3] D. Kling et N. Huet, « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », art. préc.
[4] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Il faut un tribunal des marchés financiers », art. préc.

653. – Redéfinition du rôle du régulateur – De plus, confier l'ensemble du contentieux à une seule juridiction spécialisée ne risquera pas de compromettre l'existence du régulateur[1]. Ainsi qu'un auteur a pu le formuler à propos du pouvoir de sanction : « *le crédit d'une [AAI] n'est pas subordonné à ce pouvoir*[2]. » De même, cela n'aura pas non plus pour conséquence de porter atteinte à l'efficacité de l'action de l'AMF. Tout au contraire, cela pourra être l'occasion de redéfinir son rôle en centrant son action sur d'autres aspects afin, justement, d'en améliorer l'efficacité.
L'AMF conserverait la possibilité de diligenter les enquêtes et les contrôles, de proposer une composition administrative et agirait comme autorité de poursuite devant le tribunal des marchés financiers[3]. Il lui serait alors possible d'améliorer encore son action en affectant davantage de moyens aux enquêtes et aux contrôles. En somme, son rôle serait désormais entièrement concentré en amont de la sanction.

654. – Collaboration accrue entre l'AMF, le procureur financier et le tribunal – Le Procureur financier et l'AMF pourraient tous deux avoir pour rôle de détecter les infractions. Le rôle de l'AMF serait ici primordial parce qu'elle est mieux dotée afin d'assurer une surveillance continue des marchés et de déceler des indices de comportements répréhensibles[4].

655. – Rôle du régulateur en matière de réparation – De plus, l'on pourrait développer le rôle de l'AMF en matière de réparation des préjudices en lui confiant la fonction d'autorité de poursuite, et de « sachant », venant apporter son expertise. L'AMF pourrait procurer son aide au tribunal, soit comme partie dans les procédures pour manquement, soit comme « sachant » dans les procédures pénales ou civiles[5]. Se trouverait ainsi pleinement exploitée l'expertise de l'AMF dans le domaine du préjudice et de son évaluation. Cela n'est d'ailleurs pas une innovation révolutionnaire ; l'autorité de la concurrence endosse déjà cette fonction.

Selon Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur, la création d'un tribunal des marchés financiers aurait en définitive pour conséquence de renforcer les pouvoirs

[1] M.-A. Frison-Roche, « Étude dressant un bilan des AAI », annexe au Rapport du sénateur P. Gélard, Rapport sur les AAI, juin 2006, t. II, p. 93 ; R. Abidh, « Quel avenir pour le pouvoir de sanction du régulateur financier ? », *JCP E* n°39, 24 sept. 2015, 1453
[2] E. Piwnica, « La dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives indépendantes », *RFDA* 2010, p. 915
[3] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[4] Voir *infra* n° 733
[5] Voir *infra* n° 794

de l'AMF. En effet, en cessant d'assumer la sanction, ses pouvoirs de contrôle et d'enquête s'en trouveront légitimés au regard des droits de la défense et du principe de séparation des pouvoirs. Le même constat peut être fait concernant l'efficacité de la composition administrative, dès lors qu'elle sera homologuée par une juridiction indépendante. L'autorité chargée de la poursuite, à défaut de transaction, ne sera plus celle qui détermine le montant des sanctions à infliger aux contrevenants[1].

656. – Conclusion – Il existe une autre voie pour réformer le contentieux financier : celle de la création d'un tribunal des marchés financiers. Confier l'ensemble du contentieux à une juridiction unique et spécialisée constitue la solution la plus à même de répondre à tous les défis de la répression financière. Cela apportera une simplification et une meilleure cohérence du contentieux qui en sera d'autant plus lisible pour les justiciables. La solution à l'inefficacité de la réparation des préjudices financiers se trouve également dans cette proposition. Enfin, la création d'une juridiction financière permettra à l'AMF de redéfinir son rôle et de se concentrer davantage sur la phase de surveillance, de contrôle et d'enquête : c'est-à-dire sur la phase de pré jugement. Il reste maintenant à déterminer exactement quel serait le statut d'un tel tribunal.

§2 – Les contours du nouveau Tribunal des marchés financiers

657. – Plan – Selon la proposition formulée par Dominique Schmidt et Anne-Valérie Le Fur, il apparaît qu'afin d'améliorer le système global de sanction dans le domaine des marchés financiers, le contentieux financier devrait être concentré entre les mains d'un organe unique : une juridiction *ad hoc* spécialisée (A). Il conviendra alors de définir son champ de compétences (B), sa composition (C) et la procédure applicable devant lui (C).

A – Une juridiction spécialisée

658. – Le modèle dual québécois – L'on a vu qu'au Canada, les provinces du Québec et du Nouveau-Brunswick ont assimilé les difficultés causées par le cumul des

[1] *Ibid*.

fonctions de réglementation, de contrôle, de poursuite et de jugement entre les mains d'un régulateur unique. Pour améliorer le système, ces provinces ont créé un organe de sanction dont le degré d'indépendance par rapport à l'organe de surveillance et de réglementation est inédit. En effet, le bureau québécois ou le tribunal du Nouveau-Brunswick dispose d'une indépendance par rapport à l'Autorité et à la Commission bien plus importante que la Commission de sanctions française n'en a jamais connu. Cette indépendance se traduit au niveau physique, les deux organes ne partageant pas les mêmes locaux, mais bien entendu au niveau fonctionnel[1].

659. – L'intérêt de la création d'une juridiction – Il aurait pu être tentant de s'inspirer de ce modèle dual pour la création du nouveau Tribunal des marchés financiers. Cependant, cette solution ne sera pas retenue. S'inspirant du modèle québécois, il ne faut pas oublier que le Bureau de décision, s'il a le statut de tribunal administratif, n'en est pas pour autant une juridiction. En effet, il est qualifié de quasi-juridiction et exerce des pouvoirs quasi judiciaires. Le Bureau reste un organisme administratif autonome, tout comme l'AMFQ, à la différence qu'il n'est pas doté de la personnalité morale. Or, dans la perspective d'un système de sanction efficace, l'organe de sanction devrait avoir le statut de juridiction. La raison en est très simple : il s'agit de mettre fin à la dispersion et la multiplication des contentieux dues à la coexistence de procédures administratives, pénales et civiles. Or, au Canada comme en France, un organe administratif ne pourra jamais prononcer de peines privatives de liberté, ce qui suppose qu'il faudrait toujours conserver, deux organes de sanction différents pour le prononcé des peines de ce type.

Ainsi, la meilleure solution serait d'aller encore plus loin en créant une véritable juridiction spécialisée dans le domaine financier.

660. – L'existence de juridictions spécialisées dans d'autres domaines – La création de juridictions spécialisées est tout à fait possible en France. L'on en compte d'ailleurs déjà un certain nombre, parmi les plus connues, le Conseil des prud'hommes, les tribunaux de commerce, le tribunal des affaires de sécurité sociale, le tribunal paritaire des baux ruraux ou encore le tribunal pour enfants. Toutes ces juridictions correspondent à une branche spéciale du droit.
Une juridiction spécialisée est un tribunal qui a été créé par un texte spécial qui prévoit ses compétences. Contrairement aux juridictions de droit commun, elles ne

[1] Voir *supra* n° 149 et s.

peuvent juger que les litiges qui leur sont expressément attribués par un texte. En conséquence, il est tout à fait possible pour le législateur de créer de nouvelles juridictions. En effet l'article 34 de la Constitution énonce que « *la loi fixe les règles concernant […] la création de nouveaux ordres de juridiction.* »

661. – La spécialisation en matière économique et financière – Même dans le domaine économique et financier, la spécialisation est en marche depuis la création des juridictions interrégionales spécialisées (JIRS) par la loi n° 2004-204 du 9 mars 2004 portant adaptation de la justice aux évolutions de la criminalité. Ces JIRS regroupent des magistrats du parquet et de l'instruction possédant une expérience en matière de lutte contre la criminalité organisée et la délinquance financière dans des affaires dites complexes[1]. Il est vrai que les JIRS ne constituaient pas un nouvel ordre de juridiction puisque ces compétences avaient été données à des juridictions existantes. Pour autant, leur création révèle le début d'une évolution vers la spécialisation des juridictions en matière économique financière rendue nécessaire par la technicité de la matière. Et ce mouvement s'est encore accru avec la création du Procureur national financier par la loi n° 2014-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière, qui est désormais seul compétent pour les délits boursiers. Suivant cette évolution, la création d'une juridiction spécialisée venant compléter l'existence d'un parquet spécialisé semblerait dans la logique naturelle de ces évolutions.

Reste à définir quel sera le champ des compétences de cette nouvelle juridiction.

B – Un juge unique du contentieux relatif aux marchés financiers

662. – Plan – Ce tribunal des marchés financiers devrait logiquement être situé à Paris, lieu principal des activités financières en France. À l'instar de la proposition des professeurs Le Fur et Schmidt, il est proposé que le Tribunal des marchés financiers reçoive une compétence exclusive pour statuer sur l'ensemble du contentieux financier (I), ce qui impose, au préalable de s'interroger sur la possibilité de confier à une juridiction le pouvoir de prononcer des sanctions administratives (II).

[1] Voir *supra* n° 367

I - Le prononcé de sanctions administratives par une juridiction

663. – La possibilité de confier le prononcé des sanctions administratives à une juridiction au regard du droit de l'Union – Confier le prononcé des sanctions pénales et civiles à une juridiction spécialisée ne suscite pas de difficultés particulières au regard du droit français. En revanche, l'on peut s'interroger sur la possibilité de confier à un juge le prononcé des sanctions administratives au regard du droit de l'Union européenne. En d'autres termes, il s'agit de déterminer si ces sanctions doivent être obligatoirement prononcées par l'autorité de régulation, soit en France une autorité administrative. Une partie de la doctrine considère que le droit de l'Union impose que les sanctions administratives soient prononcées par le régulateur. À l'inverse, il est possible de penser, tout comme les professeurs Schmidt et Le Fur, qu'il n'en est rien.

664. – Conformité au droit de l'Union européenne – En effet, la CJUE laisse le choix aux États de leur dispositif répressif, leur unique obligation étant que la « *sanction ait un caractère effectif, proportionné et dissuasif*[1]. » D'ailleurs, dans un rapport rendu en 2012, l'ESMA a souligné qu'il n'existe pas un modèle unique de répression financière en Europe, mais différentes réponses punitives aux abus de marché[2]. Si la plupart des États, prévoient une dualité de sanctions et une dualité de procédures administratives et pénales, l'on compte tout de même deux États, le Danemark et la Suède, qui ne donnent aucun pouvoir à l'autorité administrative pour sanctionner les abus de marché[3]. Rien ne semble obliger que les sanctions administratives soient prononcées par le régulateur financier. Comme l'a expliqué Dominique Schmidt, lorsque les directives européennes imposent que les États disposent d'une « autorité de surveillance », cela ne signifie nullement qu'il doit s'agir d'une autorité administrative au sens français du terme.

[1] CJCE, 21 sept. 1989, n° 66/88, *Comm. c/ Rép. hellénique* : *Rec. CJCE* 1989, p. 2965

[2] Rapport ESMA, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 26 avril 2012, 2012/270, p. 6 : « Firstly, the legal framework and powers available to deal with market abuse differ among Member States, including the differences in relationship between CAs and judicial authorities in implementing the provisions of Articles 11-12 of the MAD »

[3] Rapport ESMA, *Actual use of sanctioning powers under MAD*, *op. cit.*, p. 9. Les États qui prévoient des sanctions administratives et pénales mais sans les cumuler sont : Autriche, République Tchèque, Allemagne, Estonie, Espagne, Finlande, Irlande, Islande, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Slovénie. Les États qui pratiquent le cumul des sanctions et procédures sont : Belgique, Chypre, Grèce, France, Hongrie, Italie, Lettonie, Pologne, Roumanie, Slovaquie

665. – Sanctions administratives – Certains estiment également que le règlement n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché impose une répression administrative par l'autorité de régulation[1]. Cette affirmation est aisément contredite par le texte lui-même. Tout d'abord, le considérant 22 de la directive n° 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, énonce que les États membres peuvent décider « *de ne prévoir que des sanctions pénales* », ce que confirme le considérant 72 du règlement : « *les États ne sont pas tenus d'infliger à la fois des sanctions administratives et pénales pour la même infraction*. » Et quand bien même les directives visent des sanctions administratives, ce n'est qu'uniquement par opposition aux sanctions pénales. Elles requièrent seulement que ces sanctions administratives existent, mais rien n'impose qu'elles soient prononcées par une autorité administrative[2].

666. – Notion « d'autorité compétente » – En effet, l'article 30 §2 du règlement MAR énumère les sanctions administratives que « l'autorité compétente » doit être en mesure d'infliger, mais sans préciser que cette autorité est nécessairement le régulateur. La notion « d'autorité compétente » n'est pas précisément définie. Au terme de l'article 22 du règlement, les États doivent désigner « *une autorité administrative compétente unique* », mais cette désignation doit s'opérer « *sans préjudice des compétences des autorités judiciaires*. » Il est donc possible aux deux autorités de coexister. Effectivement, le §1 de l'article 23 dispose que les autorités compétentes exercent leurs fonctions et leurs pouvoirs soit directement, soit en collaboration avec d'autres autorités, sous leur responsabilité par délégation à d'autres entités, ou en saisissant les autorités judiciaires compétentes. Il est vrai que l'article 23, § 2 impose que certains pouvoirs soient confiés à l'autorité compétente : « *les autorités compétentes sont dotées, conformément au droit national, au moins des pouvoirs de surveillance et d'enquête suivants (…)* », dont la liste renvoie aux pouvoirs que détient déjà l'AMF, mais ne comprend pas les sanctions administratives de l'article 30[3].

667. – Pouvoirs de « l'autorité compétente » – Le prononcé des sanctions administratives par une autorité administrative n'est pas plus imposé concernant les

[1] T. Bonneau, « Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale », *op. cit*., spéc. n° 12. L'auteur estime cependant que l'UE devrait abandonner ce qu'il estime être une obligation et qu'un retour à la sanction par le juge est souhaitable. V. également Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, *op. cit.*, p. 274, n° 318

[2] D. Schmidt et A.-V. Le Fur, « Pour un tribunal des marchés financiers », *op. cit.*

[3] D. Schmidt, « Le TMF au regard du droit de l'UE relatif aux sanctions administratives », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 5, p. 236

manquements. C'est ce qui ressort de la directive MIF 2 du 15 mai 2014[1]. Là aussi, l'article 69 précise les fonctions que doit obligatoirement remplir l'autorité compétente qui consistent en des pouvoirs de surveillance et d'enquête, ainsi que le prononcé des mesures correctives. Parmi ces mesures, l'on trouve les pouvoirs liés à l'enquête, le pouvoir d'interdire temporairement l'exercice d'une activité professionnelle, la transmission de l'affaire en vue de poursuites pénales, le pouvoir d'injonction, etc. Il s'agit de pouvoirs qui n'auraient, de toute façon, pas vocation à être transférés au tribunal. De plus, l'article 70 §2 dresse la liste des sanctions administratives, mais à l'instar des textes *Abus de marché*, il n'est nullement imposé qu'elles soient prononcées par l'autorité administrative. En effet, selon l'article 72 §1, les autorités compétentes exercent les pouvoirs de sanction visés à l'article 70 « *conformément à leurs cadres juridiques nationaux* », soit directement, en collaboration avec d'autres autorités, sous leur responsabilité par délégation à d'autres entités, soit en saisissant les autorités judiciaires compétentes. C'est une rédaction identique à celle du règlement abus de marché que l'on retrouve dans la directive MIF 2, ce qui vient encore conforter cette idée que le pouvoir des autorités compétentes de prononcer des sanctions administratives peut se faire « *par saisine des autorités judiciaires compétentes*. »

Ainsi, il ressort des textes européens que ceux-ci n'imposent pas que les sanctions administratives soient nécessairement prononcées par le régulateur. Elles doivent seulement être prononcées par « l'autorité compétente », qui pourrait parfaitement être une juridiction spécialisée. En effet, selon les textes européens, cette autorité doit être une « autorité publique. »

Une fois ce préalable indispensable établi, il convient d'aborder dans le détail quelles seront les compétences et la procédure applicable devant ce nouveau Tribunal des marchés financiers.

II – La compétence du Tribunal des marchés financiers

668. – Compétence *ratione materiae* – La juridiction serait compétente pour qualifier les faits et sanctionner les manquements qui relèvent actuellement de la compétence de la Commission des sanctions, c'est-à-dire prononcer des sanctions pour

[1] Directive 2014/65/UE du Parlement Européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE

manquements aux obligations professionnelles définies par les règlements européens, les lois, règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF en son règlement général. Mais il pourrait aussi prononcer des sanctions pécuniaires pour les manquements visés au I de l'article L. 621-14 (art. L.621-15-II, renvoyant au I de l'article L.621-14, ainsi que L.621-18-5- II et L.621-20-2 du CMF). Il sera également compétent pour sanctionner les délits qui relèvent du juge pénal (art. L.465-1 à L.465-3-3 du même Code).

669. – Application du Règlement général de l'AMF – Concernant les manquements « administratifs », le TMF sera amené à appliquer le Règlement général de l'AMF. Le régulateur conserverait son rôle en matière réglementaire. En effet, les membres de l'autorité de marché ont une expérience et une expertise incontestables qui doivent continuer à être exploitées afin de faire évoluer la réglementation pour qu'elle soit le plus en adéquation avec les réalités et les besoins du monde de la finance. Ainsi, il convient de conserver la répartition existante entre le législateur qui fixe les grands principes, et le règlement général de l'AMF qui précise les points plus techniques. Cette répartition ne pose pas de problème particulier dès lors que le règlement doit être homologué par arrêté du ministre de l'Économie. Le pouvoir réglementaire de l'AMF peut s'exercer dans les domaines énumérés par l'article L. 621-7 du CMF qui couvre un champ plutôt large et qui a été reconnu comme conforme au principe de légalité des délits et des peines garantis par l'article 8 de la DDHC[1]. Dès lors, rien ne s'oppose à ce qu'une juridiction comme le TMF puisse appliquer le Règlement général de l'AMF.

670. – Compétence en matière pénale – En outre, le TMF sera compétent pour qualifier et juger les trois délits boursiers. Sa compétence ne devrait pas être étendue aux autres infractions de droit pénal général applicable aux sociétés cotées. En effet, il ne s'agit pas de transférer l'ensemble du contentieux pénal relatif aux sociétés cotées au TMF. C'est une compétence limitée qui lui serait dévolue.

671. – Compétence en matière de responsabilité civile – Enfin, le TMF connaîtra les actions en responsabilité civile. D. Schmidt et A.-V. Le Fur considèrent que le Tribunal ne devrait être compétent en matière d'indemnisation que pour les victimes d'abus de marché. Sur ce point, il nous apparaît au contraire que le Tribunal devrait recevoir une compétence plus large, et exclusive en matière d'indemnisation des

[1] CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 13 sept. 2013, n° 369454 : *JurisData* n° 2013-019055

préjudices subis par les investisseurs, causés tant par les abus de marchés que par les manquements aux obligations des professionnels dans le cadre de la commercialisation et gestion de produits financiers.

672. – Autres compétences – Enfin, en plus de la sanction des manquements, des délits et de la réparation des préjudices financiers, la juridiction se prononcerait également sur les injonctions judiciaires et les mesures d'urgence (art. L.621-13 et L.621-14-II, CMF) et, le cas échéant, des QPC en matière boursière et du renvoi des questions préjudicielles.

673. – La création de différentes Chambres – Afin de tenir compte des différents types de litiges, la juridiction devra être composée de trois chambres : une chambre civile qui statuera sur les demandes en réparation ; une chambre pénale qui jugera des atteintes du type des abus de marché ; et une chambre administrative qui traitera des manquements administratifs.

674. – Articulation avec la compétence de l'ACPR – Contrairement au Québec qui a créé un régulateur unique pour superviser l'ensemble du secteur financier, la France a maintenu la dualité entre l'AMF et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). L'ACPR a pour mission de veiller « *à la préservation de la stabilité du système financier et à la protection des clients, assurés, adhérents et bénéficiaires des personnes soumises à son contrôle* » (art. L. 612-1, I, CMF). Il ressort du champ d'application *rationae personae* de ses pouvoirs, que l'ACPR peut être amenée à réglementer et régir la situation des personnes qui sont également sous le contrôle de l'AMF. En effet, relèvent de la compétence de l'ACPR, dans le secteur des services d'investissement, les établissements de crédit, les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, les entreprises de marché, les adhérents aux chambres de compensation et certaines personnes habilitées à exercer les activités de conservation ou d'administration d'instruments financiers[1]. L'article L. 612-2 organise la répartition des pouvoirs de contrôle sur l'activité de prestataire de services d'investissement entre les deux autorités. Il est prévu que le contrôle de

[1] Par renvoi à l'art. L. 542-1, CMF, il s'agit des personnes morales dont les membres ou associés sont indéfiniment et solidairement responsables des dettes et engagements, à condition que ces membres ou associés soient des établissements de crédits ou entreprises d'investissement habilités en vue de l'administration ou de la conservation d'instruments financiers et les personnes morales établies en France ayant pour objet principal ou unique l'activité de conservation ou d'administration d'instruments financiers, ainsi que celles ayant pour objet exclusif d'administrer une ou plusieurs institutions de retraite professionnelle collective.

l'ACPR s'exerce sous réserve de la compétence de l'AMF en matière de contrôle des règles de bonne conduite et autres obligations professionnelles. La création du Tribunal des marchés financiers n'a aucune vocation à empiéter sur la compétence de la Commission des sanctions de l'ACPR. Les prestataires de services d'investissement qui sont également sous le contrôle de l'ACPR continueront de pouvoir être sanctionnés par sa Commission des sanctions. Si le dispositif s'avérait concluant pour l'AMF, il pourrait alors être envisagé d'opérer une réforme similaire pour l'ACPR. Il pourrait d'ailleurs même être opportun de réfléchir à la création d'une autorité unique pour l'encadrement du secteur financier, auquel cas le Tribunal des marchés financiers pourrait voir sa compétence être augmentée de celle de la Commission des sanctions de l'ACPR.

Il convient à présent de définir quelle sera la composition du Tribunal des marchés financiers.

C – La composition du Tribunal des marchés financiers

675. – Plan – Plusieurs solutions sont envisageables concernant la composition du Tribunal des marchés financiers. Il conviendra d'abord d'écarter la tentation de la transposition de la Commission des sanctions (I), pour retenir une proposition nouvelle (III).

I – La proposition écartée

676. – Le possibilité de l'échevinage – En ce qui concerne la composition du Tribunal des marchés financiers, plusieurs solutions sont envisageables. Tout d'abord, il est possible d'opter pour l'échevinage comme c'est le cas pour la plupart des juridictions spécialisées qui existent en France, notamment les tribunaux de commerce, les tribunaux des prud'hommes, les formations commerciales en Alsace-Moselle, les tribunaux des affaires de sécurité sociale ou encore les tribunaux paritaires des baux ruraux. Dans le système de l'échevinage, la juridiction est composée à la fois de magistrats professionnels et d'échevins, qui ne sont pas des magistrats professionnels, et qui sont généralement élus par des organisations professionnelles ou syndicales.

677. – Le maintien de la composition de la Commission des sanctions – La composition actuelle de la Commission des sanctions est proche de ce modèle, à la différence que les professionnels ne sont pas élus, mais nommés par le ministre chargé de l'Économie (art. L. 621-2, IV, CMF). Les professeurs Schmidt et Le Fur proposent d'ériger la Commission des sanctions en un Tribunal des marchés financiers, en se basant sur le constat que dans les faits, la Commission a déjà le statut d'une juridiction. Dans ce schéma, la composition sera identique à celle de la Commission des sanctions, c'est-à-dire une partie de magistrats, de professionnels et de salariés. Ils proposent cependant une composition modulable des formations de jugement : celle qui aura la charge de prononcer des sanctions pénales serait majoritairement composée de magistrats, tandis que la formation statuant sur les manquements ou les fautes civile et la réparation aurait la même composition que la Commission des sanctions[1].

678. – L'inconvénient de la présence de professionnels « juges » – Cependant, opter pour l'échevinage traditionnel ou transposer la Commission des sanctions telle qu'elle existe aujourd'hui en une juridiction, signifierait de conserver la présence majoritaire des professionnels « juges », sauf pour le contentieux pénal. Or, la présence des professionnels au sein de l'organe de sanction, constitue, un élément nuisible à la légitimité de l'action de la Commission des sanctions, dès lors que cela peut porter atteinte à l'apparence d'impartialité de l'organe dans son ensemble. Contrairement aux membres professionnels de la Commission des sanctions de l'AMF, les magistrats professionnels prêtent un serment et sont soumis à des obligations déontologiques très strictes qui sont des gages de la légitimité de leur action.

II – La proposition formulée

679. – Plan – Il nous semble que la solution qui devait être retenue consiste à confier la fonction de jugement à des magistrats spécialisés (a), qui pourront compter sur le soutien de professionnels dont le rôle sera exclusivement consultatif (b).

[1] A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Il faut un tribunal des marchés financiers », art. préc.

a) La fonction de jugement au profit de magistrats spécialisés

680. – Des juges professionnels – Pour les raisons évoquées ci-dessus, dans la nouvelle juridiction spécialisée, seuls des magistrats professionnels devraient avoir le pouvoir de juger. Il s'agit de l'unique solution permettant d'assurer une légitimité sans faille à l'organe de sanction, nécessaire à l'efficacité du système de sanction. À l'origine, la présence des salariés est un héritage du Conseil des marchés financiers, qui s'expliquait par ses compétences disciplinaires[1]. Dès lors qu'avec la création du TMF, l'ensemble des sanctions sera désormais judiciaire, il n'y a plus lieu de maintenir la présence des représentants des salariés. Tout du moins il n'est pas nécessaire qu'ils aient un pouvoir de jugement.

681. – Des juges spécialisés – Afin d'être en conformité parfaite avec les impératifs d'indépendance et d'impartialité, il serait préférable que seuls des magistrats professionnels puissent disposer du pouvoir de juger. Même s'ils auront vocation à être épaulés par des professionnels[2], et à recevoir l'expertise de l'AMF[3], il est indispensable que ces magistrats détiennent une compétence particulière dans le domaine financier. Certes, les magistrats n'ont peut-être pas la connaissance de la pratique du monde financier des professionnels, mais la magistrature a manifesté une tendance très nette à se spécialiser, ce qui est déjà le cas en matière financière.

682. – Formation financière – L'un des points essentiels de l'efficacité de l'action du futur TMF résidera dans la formation des magistrats qui le composeront. Il est impératif qu'ils aient une connaissance et des compétences suffisantes en matière financière et boursière. Ce point avait d'ailleurs déjà été soulevé par le Rapport Coulon : « *La formation des magistrats en charge de la régulation économique est une des clés pour améliorer la qualité et la rapidité des procédures*[4]. »
Il est évident que des efforts importants seraient à réaliser dans ce domaine, les magistrats ne recevant, pour la plupart, pas de formation spécifique pour exercer des fonctions juridictionnelles dans le domaine financier. Le rapport Coulon expliquait en effet, que cette formation se fait généralement de manière empirique, au fil des dossiers et qu'il n'existe pas de stages en entreprises ou de formation particulière. Le seul dispositif existant réside dans les quelques jours de formation continue

[1] F. Drummond et Th. Bonneau, *Droit des marchés financiers*, *op. cit.*, p. 352, n° 252
[2] Voir *infra* n° 684
[3] Voir *infra* n° 799
[4] J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires*, janv. 2008, p. 84

facultatifs, préalablement à la prise d'un poste dans le domaine économique et financier. À l'inverse, le rapport relève que d'autres administrations ont fourni de réels efforts, notamment la gendarmerie nationale, qui fait dispenser à ses officiers de police judiciaire des cours en master dans le domaine financier[1].

683. – Proposition : amélioration de la formation des magistrats dans le domaine financier – Il conviendrait de réfléchir à la possibilité d'instaurer un cycle de formation plus complet pour les magistrats qui souhaiteraient exercer au sein du Tribunal des marchés financiers. À l'image de ce qui existe dans la gendarmerie, l'on pourrait envisager une obligation de suivre un cursus de master en droit bancaire et financier, ainsi qu'un système de stage en entreprise, par exemple. En outre, il serait intéressant de s'inspirer de la proposition du rapport Coulon d'un recrutement d'assistants de justice spécialisés, qui pourraient soutenir et décharger à la fois le magistrat. Des conditions de diplômes ou d'expérience professionnelles dans le domaine bancaire et financier pourraient constituer des pistes de réflexions intéressantes. Il demeure que les magistrats pourront trouver un soutien dans la présence de professionnels.

b) La présence de professionnels avec avis consultatif

684. – Proposition : des professionnels avec avis consultatif – Si seuls les magistrats auront le pouvoir de trancher les litiges, il pourrait tout de même être envisageable de prévoir la présence de professionnels au sein des formations de jugement, mais dont le rôle serait exclusivement consultatif. Ils constitueront notamment un soutien pour les magistrats lorsque des questions particulièrement techniques se présenteront, tout en leur faisant bénéficier de leur pratique de la place. Cette solution permettrait de ne pas porter atteinte au respect du principe d'impartialité tout en bénéficiant de l'expertise des professionnels. Cet alliage relativement moderne conférerait une efficacité à la juridiction nouvelle.

685. – Représentants du TMF auprès des instances de régulation – De plus, la présence des professionnels pourra être utilisée pour représenter le TMF auprès d'autres instances de régulation. Les magistrats seront entièrement consacrés à la fonction de jugement. Ainsi, les professionnels, davantage habitués à la technique

[1] *Ibid*., p. 84

financière, et de par leur participation au sein du TMF, acquerront une connaissance et une expérience du contentieux financier qui leur permettra de représenter le TMF dans ses relations avec les autres instances de régulation, notamment au plan international. Une section spéciale pourrait être créée à cet effet au sein du TMF.

686. – Conditions de nomination – Ces personnes pourraient être choisies et nommées selon les mêmes règles applicables aujourd'hui aux membres de la Commission des sanctions. Ainsi, elles seraient choisies « *à raison de leur compétence financière et juridique ainsi que de leur expérience en matière d'offre au public de titres financiers, d'admission d'instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé et d'investissement de l'épargne dans des instruments financiers*. » Et elles seraient nommées par « *le ministre chargé de l'économie après consultation des organisations représentatives des sociétés industrielles et commerciales dont les titres font l'objet d'offre au public ou d'admission aux négociations sur un marché réglementé, des sociétés de gestion d'organismes de placements collectifs et des autres investisseurs, des prestataires de services d'investissement, des entreprises de marché, des chambres de compensation, des gestionnaires de systèmes de règlement livraison et des dépositaires centraux*. » Comme aujourd'hui, elles seraient nommés pour un mandat de cinq ans renouvelable une fois.

687. – Règles relatives à la prévention des conflits d'intérêts – Ces professionnels devront être soumis aux règles de prévention des conflits d'intérêts et de récusation qui existent actuellement pour les membres professionnels de la Commission des sanctions. Ces règles sont posées à l'article L. 621-4 du CMF. Tout membre doit informer le Président de l'AMF « *des intérêts qu'il a détenus au cours des deux ans précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir ; des fonctions dans une activité économique ou financière qu'il a exercées au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il exerce ou vient à exercer ; et de tout mandat au sein d'une personne morale qu'il a détenu au cours des deux années précédant sa nomination, qu'il détient ou vient à détenir*. » De plus, il est prévu qu'« *Aucun membre de l'AMF ne peut délibérer dans une affaire dans laquelle lui-même ou, le cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat, a ou a eu un intérêt au cours de la même période. Il ne peut davantage participer à une délibération concernant une affaire dans laquelle lui-même ou, le cas échéant, une personne morale au sein de laquelle il a, au cours des deux années précédant la délibération, exercé des fonctions ou détenu un mandat, a représenté une des parties intéressées au cours de la même période*. »

Bien que les professionnels ne disposeraient que d'une voix consultative, il est important de conserver cette représentation, car ces personnes seront présentes aux côtés des juges pendant les audiences et leurs opinions risquent d'avoir une influence certaine auprès des magistrats. Dès lors, s'il n'est pas nécessaire de les soumettre à des règles déontologiques aussi strictes que les magistrats étant donné qu'ils ne décident pas, il est tout de même nécessaire de s'assurer de leur impartialité.

Il convient à présent d'expliquer quel devrait être, selon nous, le déroulement de la procédure devant le Tribunal des marchés financiers.

D – La procédure applicable

688. – La saisine – D'abord, le Tribunal des marchés financiers pourra être saisi par l'AMF pour qu'il statue sur un manquement ou un délit. Les victimes lésées pourront se joindre à cette instance pour qu'il soit statué sur leurs intérêts civils. Le Tribunal pourra aussi être saisi par le Procureur national financier lorsque les faits sont susceptibles de constituer une infraction pénale constitutive d'un abus de marché. Il pourra également être saisi par l'ordonnance de renvoi du juge d'instruction chargé d'une information pour les délits boursiers. En présence d'une infraction pénale pour laquelle la saisine a été formée par le parquet financier, l'AMF et les victimes lésées pourront également se constituer partie civile. Enfin, le TMF pourra être saisi d'un recours en réparation par les victimes lésées ou par l'AMF au nom de ces victimes, d'une action individuelle ou collective.

689. – La procédure pour manquement – Lorsque le Tribunal sera saisi par le collège de l'AMF, la procédure devrait suivre celle qui existe devant la Commission des sanctions, avec cette différence centrale que désormais l'AMF sera clairement la partie poursuivante, aucun risque de cumul des fonctions de juge et partie n'étant possible, même pour les manquements. Le collège notifiera les griefs aux personnes concernées en précisant si les poursuites sont engagées pour manquement ou délit – auquel cas il se constituera partie civile[1] – et il en informera le procureur national financier. Dans le prolongement des propositions des professeurs D. Schmidt et A.-V. Le Fur, les procédures pour manquement doivent conserver le système actuel du rapporteur. Comme à la Cour de cassation, celui-ci serait désigné parmi les membres

[1] Voir *infra* n° 770

de la formation et aurait pour mission d'instruire le dossier et de communiquer ses résultats aux personnes concernées. Ce système pourrait d'ailleurs aussi être transposé aux procédures civiles[1]. La procédure pour manquement se déroulant désormais devant une juridiction, dans l'hypothèse, certainement la plus fréquente, où la saisine émanera de l'AMF, il faudra autoriser les investisseurs lésés à intervenir à l'instance afin de demander réparation, et peut-être même de permettre à l'AMF elle-même de demander une réparation au nom des victimes[2].

690. – La procédure pour délits boursiers – Une procédure répressive unique serait instituée devant le Tribunal des marchés financiers pour sanctionner les délits boursiers et les manquements administratifs sans pour autant supprimer la distinction entre les manquements et les délits pour les abus de marché en se fondant sur l'existence d'un élément intentionnel et de la gravité des faits[3].
D. Schmidt et A.-V. Le Fur proposent l'articulation suivante : si une enquête préliminaire ou de l'AMF fait apparaître des faits susceptibles de recevoir une qualification pénale, l'AMF en informe le Procureur financier qui décidera s'il entend mettre en mouvement l'action publique devant le TMF. Dans le cas contraire, le collège pourra décider de saisir ou non le TMF afin qu'il statue sur le manquement. Enfin, ces deux auteurs considèrent que si une information judiciaire est nécessaire, elle devra être confiée à un juge d'instruction qui décidera de la détention et des mesures de sûreté. Les agents de l'AMF qui auront certainement déjà enquêté devront y collaborer[4]. Enfin, lorsque l'action publique aura été mise en mouvement, si le juge considère que le délit n'est pas caractérisé, il devrait pouvoir dire qu'il y a, en revanche, commission d'une infraction matérielle qui pourra alors être sanctionnée comme un manquement[5]. L'on voit ici tout l'intérêt d'avoir une juridiction unique par rapport à la proposition d'aiguillage. Dans le système défini par la loi du 21 juin 2016, lorsqu'une voie a été choisie, si le juge pénal estime que le délit n'est pas caractérisé, il n'est pas possible de rouvrir une procédure de sanction devant le Commission des sanctions.

691. – La procédure en réparation – Concernant les procédures en réparation, les victimes devront présenter leurs recours individuels exclusivement devant le TMF

[1] A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Il faut un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[2] Voir *infra* n° 788
[3] A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[4] A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Il faut un tribunal des marchés financiers », art. préc.
[5] A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.

dès lors que leur préjudice aura pour origine un abus de marché ou un manquement à ses obligations professionnelles par une personne placée sous l'autorité de l'AMF, dans le cadre de la commercialisation, distribution et gestion d'instruments financiers. Alors que les victimes ne pouvaient pas présenter de demandes d'indemnisation dans le cadre d'une procédure administrative devant la Commission des sanctions de l'AMF, cela serait désormais possible devant le TMF lorsque celui-ci sera saisi d'une procédure concernant un manquement. Lorsque les faits font l'objet d'une procédure pénale, les victimes pourront toujours se porter parties civiles.

692. – Sanctions applicables – Concernant la nature et le montant des sanctions applicables, il n'est pas proposé d'autres modifications que celles prévues dans la loi du 21 juin 2016 sur la répression des abus de marché. En effet, le montant des sanctions administratives est déjà largement supérieur à ce qui est requis par les textes européens. De même les sanctions à caractère disciplinaire devront aussi être maintenues. Or, l'alignement des sanctions pénales sur les sanctions administratives prévues par la loi résout de manière tout à fait satisfaisante le problème du déséquilibre entre les sanctions administratives et pénales. Enfin, la force symbolique des sanctions pénales se trouve encore renforcée par le haussement de la durée des peines d'emprisonnement de deux à cinq ans[1].

693. – La prescription – Les règles concernant la prescription resteraient inchangées. Ainsi, les faits constitutifs d'un manquement seront prescrits au terme d'un délai de trois ans, si pendant cette période aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction n'a été effectué (art. L. 621-15, I, CMF). De même en cas de commission d'un délit boursier, la prescription sera maintenue à trois ans, en principe, à compter du jour de la commission de l'infraction.

694. – Unification des recours – La création d'un Tribunal des marchés financiers permettra aussi d'aboutir à une unification des recours et, ainsi de mettre fin à la différence de traitement difficilement justifiable entre les professionnels et les non-professionnels. Les sanctions étant désormais toutes judiciaires, l'ensemble des recours devra se faire devant la cour d'appel de Paris avec un pourvoi possible devant la Cour de cassation. Il convient de maintenir la compétence de la cour

[1] À l'inverse A.-V. Le Fur et D. Schmidt n'appelaient pas à une modification des sanctions pénales. V. A.-V. Le Fur et D. Schmidt, « Pour un tribunal des marchés financiers », art. préc.

d'appel de Paris dans ce domaine. Elle traite de ces recours depuis longtemps. Celle-ci a déjà démontré sa compétence en la matière. En plus des personnes mises en cause, en tant que partie à la procédure, l'AMF pourra également faire appel des décisions du Tribunal. De plus, la personne lésée par un manquement pourra désormais interjeter appel des décisions du TMF concernant les intérêts civils.

Dès lors, toute la répression financière serait entre les mains d'un juge hautement spécialisé et devenu particulièrement expert et vigilant à l'égard des effets normatifs de ses décisions.

695. – Dispositions transitoires – Enfin, il convient de déterminer de quelle façon s'effectuera la transition du contentieux vers le Tribunal des marchés financiers. Concernant les litiges civils pénaux, les litiges en cours seront jugés par les juridictions initialement saisies. En revanche, il conviendra de fixer une date à partir de laquelle toutes les nouvelles instances entrant dans sa compétence devront être présentées devant le TMF. De même concernant les manquements administratifs, la Commission des sanctions sera maintenue le temps de clôturer les procédures de sanction en cours devant elle. Il est vrai que la coexistence de deux instances pendant la période transitoire n'est pas idéale, mais c'est la seule solution permettant de préserver le respect des droits de la défense.

696. – Conclusion section 2 – La réforme proposée conduirait à la création d'un Tribunal des marchés financiers. Il s'agirait de constituer une nouvelle juridiction spécialisée telle qu'il en existe déjà un certain nombre en France. Cette juridiction, qui serait située à Paris, aurait la charge exclusive de l'ensemble du contentieux qui incombe aujourd'hui à la Commission des sanctions de l'AMF, au juge pénal en matière d'abus de marché et au juge civil en matière de réparation des préjudices causés par les fautes commises par les professionnels des marchés financiers. Ce nouveau Tribunal serait composé de magistrats professionnels spécialisés dans le domaine financier ainsi que de professionnels des marchés mais qui n'auraient qu'un avis consultatif. Une telle répartition permettra de respecter pleinement les exigences en matière d'impartialité. La création de cette nouvelle entité permettra d'assurer une cohérence et le développement d'une jurisprudence harmonisée.

697. – Conclusion Chapitre 1 – La France a été contrainte de réformer son système de répression des abus de marché afin de tenir compte de l'interdiction du cumul des

sanctions administratives et pénales. Pour ce faire, la majorité de la doctrine et les pouvoirs publics ont considéré que la meilleure solution était d'instaurer un aiguillage des procédures administrative et pénale en maintenant le pouvoir de sanction de l'AMF. Pourtant, une réforme d'une plus grande ampleur est nécessaire si l'on entend se doter d'un système de sanction plus efficace, cohérent et plus lisible pour les acteurs des marchés. Cette réforme devrait consister en la création d'un Tribunal des marchés financiers, une juridiction spécialisée *ad hoc*, composée de magistrats, à laquelle serait confiée une compétence exclusive pour trancher tous les litiges relatifs au domaine financier. Il apparaît parfaitement possible au regard du droit français et du droit de l'Union européenne de créer une nouvelle juridiction spécialisée qui aurait la charge de l'ensemble du contentieux financier qui est aujourd'hui réparti entre le juge pénal, le juge civil et l'AMF. Une telle réforme du contentieux financier ne sera évidemment pas sans conséquence sur le système de régulation français.

CHAPITRE 2

LES CONSÉQUENCES DE LA CRÉATION DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS

698. – Dans la nouvelle organisation proposée, le Tribunal des marchés financiers aura désormais seul la charge de prononcer les sanctions à l'égard des contrevenants à la législation financière. Pour autant, cette nouvelle juridiction sera d'un genre un peu particulier, en ce qu'elle interviendra dans un domaine dont l'encadrement est principalement assuré par une autorité de régulation, l'AMF. De plus, la régulation des marchés financiers a désormais une dimension hautement internationale, ce qui a généré le développement d'une coopération entre les autorités de régulation. On comprend que le TMF ne peut pas exister en dehors de ces acteurs. Il convient de déterminer dans quelle mesure cette nouvelle juridiction va s'inscrire dans le paysage de la régulation financière.

699. – Plan – En premier lieu, la création du TMF aura des conséquences sur l'acteur majeur de la régulation en France : l'AMF. En tant qu'autorité de régulation, elle conservera un rôle tout à fait majeur. Il est en effet évident que sans une autorité de régulation puissante, le Tribunal des marchés financiers n'aura qu'une efficacité très relative (Section 1). De plus, la régulation se faisant de plus en plus à un niveau globalisé, la constitution du Tribunal des marchés financiers aura également des conséquences au niveau international et surtout européen (Section 2).

SECTION 1

LES CONSÉQUENCES DANS L'ORDRE INTERNE

700. – La création d'une nouvelle entité dans le paysage de la régulation aura nécessairement des conséquences sur l'acteur majeur du secteur, l'Autorité des marchés financiers. Désinvestie du pouvoir de sanction, l'autorité de marché pourra recentrer son action sur les fonctions originelles d'une autorité de régulation : la surveillance, le contrôle, l'enquête. Ainsi, ce recentrage lui permettra de renforcer la légitimité de son action en lien avec la procédure de sanction que le cumul des pouvoirs était de nature à entacher.

701. – Plan – Concernant l'action de l'AMF relative aux différents aspects et phases de la procédure de sanction, le recentrage aura vocation à s'opérer dans les domaines de la prévention des litiges, de l'enquête et de la poursuite. Dès lors, l'AMF verra son rôle redéfini tant en amont de l'instance (§1), qu'au cours de l'instance (§2).

§1 – La redéfinition du rôle de l'AMF en amont de l'instance

702. – Plan – Avant qu'un litige ne soit soumis au Tribunal des marchés financiers, l'AMF pourra agir à deux titres : d'abord en matière de prévention des litiges (A), mais surtout en matière de détection des fraudes dans le cadre de son rôle d'enquêteur (B).

A – L'AMF et la prévention des litiges

703. – Plan – L'AMF devra jouer un rôle important en matière de prévention des litiges, afin d'éviter que certains litiges ne soient présentés devant le TMF. N'étant elle-même plus juge, l'action préventive de l'AMF s'en trouvera davantage légitimée, notamment dans l'exercice de ses pouvoirs de négociation. Pour cela elle dispose

déjà de moyens importants qu'il convient de maintenir, voire de renforcer : le pouvoir de prononcer des injonctions (I), ainsi que ses attributions en matière de modes alternatifs de règlement des litiges (II).

I – Le pouvoir de contrainte : l'injonction

704. – Le pouvoir d'injonction directe : le pouvoir d'injonction de l'AMF – Le collège de l'AMF a hérité de la COB le pouvoir de prononcer des injonctions directes ou indirectes, par l'intermédiaire du juge. Le premier est prévu par l'article L. 621-14 du CMF qui a été plusieurs fois modifié en vue de son élargissement[1]. Alors que celui de la COB était limité aux manquements à ses propres règlements, l'AMF peut ordonner qu'il soit mis fin aux manquements aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les abus de marché, ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché. Il n'est pas nécessaire de démontrer l'effet réel de la pratique. Un effet potentiel suffit. Cela confère un champ d'application très large au pouvoir d'injonction directe. Ce pouvoir appartient au collège saisi d'une proposition du secrétaire général (art. R. 621-37, CMF). De plus, depuis la transposition de la directive « prospectus » par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, l'AMF peut également suspendre ou interdire une opération d'offre au public lorsqu'elle a des motifs raisonnables de soupçonner que l'opération est contraire aux lois ou aux règlements applicables (art. 213-1, RG AMF).

705. – Le pouvoir d'injonction indirecte : les injonctions judiciaires – L'AMF dispose également d'un pouvoir d'injonction indirecte, ou judiciaire, prévu à l'article L. 621-14, II du CMF. Les pratiques pouvant donner lieu à une telle injonction sont les mêmes que celles qui donnent lieu à une injonction directe. L'injonction indirecte est toutefois plus large. En effet, l'injonction directe permet exclusivement d'obtenir la cessation des pratiques illicites, alors que le juge peut ordonner, en plus de la cessation des pratiques illicites, qu'il soit mis fin à l'irrégularité ou que les effets de la pratique relevée soient supprimés.

[1] Le pouvoir d'injonction directe de l'AMF a été modifié successivement par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 et la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013

706. – Maintenir le pouvoir d'injonction de l'AMF – L'on a pu constater qu'au Canada les CVM sont également dotées de pouvoirs nombreux en amont de la sanction, par le biais des ordonnances de blocage, qui leur permettent d'enjoindre une personne à cesser ou à adopter un comportement pour se mettre en conformité avec la réglementation. L'AMF dispose de pouvoirs similaires, principalement à travers son pouvoir d'injonction directe. Avec la création du Tribunal des marchés financiers, le pouvoir d'injonction directe de l'AMF trouvera une légitimité réellement renforcée. À la création de l'AMF, ce pouvoir avait été confié au collège afin de préserver la liberté d'appréciation de la Commission des sanctions, dans l'hypothèse où une procédure de sanction serait enclenchée par le collège, suite à l'inexécution d'une injonction. Or, l'étanchéité entre la Commission des sanctions et le collège peut donner l'impression d'être imparfaite, surtout à mesure que le pouvoir d'injonction directe du collège augmente.

707. – Intérêt de l'injonction directe – Ce pouvoir d'injonction est fondamental car l'objectif d'un système de régulation efficace est de chercher à éviter le recours à la sanction qui implique l'enclenchement d'une procédure d'une certaine durée. L'injonction peut ainsi permettre de résoudre certaines anomalies constatées beaucoup plus rapidement. Afin de garantir l'intégrité des marchés sans pour autant en altérer le bon fonctionnement, l'utilisation de l'injonction peut se révéler très efficace. En tant qu'autorité de régulation en charge de la surveillance et du bon fonctionnement des marchés financiers, le pouvoir d'injonction de l'AMF est fondamental, tout comme son pouvoir de négociation.

II – Le pouvoir de négociation : la médiation et la transaction

708. – Les modes alternatifs de règlement des différends (MARD) – Dans le schéma proposé, l'AMF n'étant plus juge, elle pourra désormais consacrer du temps et des moyens à d'autres activités. Or, dans la recherche de l'efficacité du système de sanction, il peut être intéressant de développer les modes alternatifs de règlement des différends. En effet, ceux-ci sont de plus en plus privilégiés, car ils présentent divers avantages.

709. – Désengorgement des tribunaux – Les modes alternatifs de règlement des différends sont souvent perçus comme un moyen de désengorger les tribunaux. Par exemple en matière pénale, des techniques comme la composition pénale ou la

comparution sur reconnaissance de culpabilité (CRPC) ont été mises en place notamment dans ce but.

710. – Solution rapide – Les MARD sont de surcroît un excellent moyen d'obtenir une résolution plus rapide du litige que le passage par la voie judiciaire.

711. – Solution négociée – Enfin, les modes alternatifs de règlement font directement participer les parties au règlement de leur litige. Dès lors, l'exécution des mesures définies dans l'accord de médiation ou de transaction sera mieux acceptée par les parties puisqu'il ne s'agira pas d'une solution imposée, mais négociée[1].

712. – Pouvoirs de l'AMF en matière de MARD – Dans le cadre de la nouvelle architecture proposée, l'AMF doit encore développer son rôle de négociateur afin de prévenir les litiges judiciaires. Dans ce domaine, l'AMF avait hérité du pouvoir de médiation de la COB (a), et plus récemment, le législateur lui a conféré le pouvoir de proposer une transaction (b).

a) L'AMF médiatrice

713. – La médiation – L'article L. 621-19 du Code monétaire et financier dispose qu'un médiateur de l'AMF est nommé par le président de l'autorité de marché pour un mandat de trois ans[2]. Il est habilité à recevoir « *de tout intéressé* » les réclamations qui entrent par leur objet dans la compétence de l'AMF. Ainsi, toute personne peut saisir le médiateur de l'AMF afin de régler un litige relatif notamment à la commercialisation de produits financiers, la gestion de portefeuille, la transmission d'ordres de bourse, la tenue de compte-titres ou PEA, l'épargne salariale, etc.

714. – Avantages de la médiation – La médiation présente divers avantages : elle est gratuite pour les parties, confidentielle (les échanges intervenus pendant la médiation ne peuvent pas être invoqués devant le juge), impartiale et rapide (en principe 90 jours à compter du moment où tous les éléments utiles sont transmis). Elle est non contraignante (les parties restent libres de ne pas accepter la recommandation) et elle est menée en droit et en équité[3]. La procédure est également

[1] M. Douchy-Oudot et J. Joly-Hurard, *Rép. Procédure civile Dalloz*, « Médiation et conciliation », n° 1
[2] Actuellement le médiateur de l'AMF est Marielle Cohen-Branche. Son mandat a été renouvelé le 12 nov. 2015 (Déc. n° 561 du 26 nov. 2015)
[3] V. site internet de l'AMF : http://www.amf-france.org/Le-mediateur-de-l-AMF/Presentation.html

intéressante par la simplicité qu'elle offre. Avant de saisir le médiateur, la personne doit seulement effectuer une première démarche écrite auprès du PSI ou de la société cotée avec laquelle elle a un différend. À défaut de réponse dans les deux mois ou si la réponse n'est pas satisfaisante, il est alors possible de saisir le médiateur, mais sous la réserve qu'aucune procédure judiciaire n'ait déjà été engagée.

715. – Règlement consensuel – De manière générale, il est avantageux de développer la médiation en matière boursière et financière, car elle permet d'adopter une approche pacificatrice des différends. Ce mode de règlement des litiges est un moyen de préserver la confiance des investisseurs qui seront rassurés en voyant qu'en cas de différend il est possible de s'entendre sur une issue consensuelle et rapide, sans avoir à passer par le conflit judiciaire.

716. – Encourager l'indemnisation des victimes – De plus, dans l'exercice de sa mission de médiateur, l'AMF pourra encourager l'indemnisation des victimes et éviter que certains litiges ne prennent un tournant judiciaire. Cela permettra aux investisseurs lésés d'obtenir plus rapidement une réparation et à moindre coût. C'est notamment pour ces raisons que dans le rapport de l'AMF sur l'indemnisation du préjudice subi par les épargnants et les investisseurs publiés en janvier 2011 sous la direction de Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux[1], il était proposé de privilégier le règlement amiable des litiges au sein des établissements financiers et de développer la médiation de l'AMF. D'ailleurs, Madame Cohen-Branche relevait encore récemment qu'en tant que médiateur, il pourrait naturellement lui arriver de proposer une indemnisation lorsque les conditions lui paraissent réunies[2].

717. – Médiation et action de groupe – Également, l'utilisation de la médiation pourrait aussi être très intéressante en tant que « complément » ou préalable à une action de groupe[3]. Le médiateur a déjà été confronté à des litiges de masse. Notamment en 2012, il avait été saisi par un avocat pour un grief unique au nom de 150 clients investisseurs. Les PSI étaient accusés de ne pas avoir suffisamment informé les investisseurs lors de l'acquisition de titres d'une société cotée, qui avait par la suite fait l'objet d'une procédure collective[4]. Ainsi, comme pour les litiges

[1] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit*.
[2] M. Cohen-Branche, « Et si on parlait de la double peine… en matière de forex », *Bull. Joly Bourse 2015*, n° 6, p. 245
[3] Voir *infra* n° 1015 et s.
[4] M. Cohen-Branche, « Le médiateur de l'AMF pratiquerait-il déjà l'action de groupe ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 1

individuels, la médiation pourrait permettre de régler la question de l'indemnisation des préjudices de masse et éviter une procédure judiciaire par le biais d'une action de groupe.

718. – Un préalable au recours judiciaire – Pour toutes ces raisons, il conviendrait de réfléchir à la possibilité d'imposer le recours préalable à la médiation avant toute action judiciaire. Dès lors qu'une personne rencontre une difficulté avec un intermédiaire financier, avant de saisir le Tribunal des marchés financiers, elle devrait obligatoirement s'adresser au Médiateur de l'AMF afin de tenter de trouver une solution amiable. Une telle initiative impliquera pour l'AMF de consacrer davantage de moyens à son pôle médiation. D'ailleurs, la suppression de la Commission des sanctions lui permettra certainement d'affecter les moyens qui lui étaient alloués à d'autres secteurs d'activités. Et l'instauration de cette condition préalable permettra d'opérer un filtre des affaires qui seront présentées au TMF, afin de lui permettre de se consacrer aux litiges les plus complexes et importants pour la place.

b) Le développement de la composition administrative

719. – Plan – La mise en place d'une procédure de composition administrative doit assurément être saluée (1), mais certaines améliorations sont envisageables dans le cadre du système proposé (2).

1) Les limites de la procédure de composition administrative

720. – La composition administrative – La loi n° 2010-1249 de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010, est venue renforcer les pouvoirs de l'AMF en matière de justice négociée par la création de la procédure de composition administrative (art. L. 621-14-1 et art. R. 621-37-1 à R. 621-37-4, CMF). Là encore, le procédé est intéressant par sa rapidité, non seulement par rapport à une procédure judiciaire, mais également par rapport à une procédure de sanction devant la Commission des sanctions. Une fois que le collège a proposé à la personne mise en cause un accord de transaction, elle dispose d'un délai d'un mois pour l'accepter (art. R. 621-37-1, al. 2, CMF). Si tel est le cas, l'accord doit être conclu dans un délai de quatre mois (art. R. 621-37-2, CMF).

721. – Homologation par le TMF – Naturellement, le collège de l'AMF disposera toujours du pouvoir de proposer à la personne poursuivie d'entrer en voie de composition administrative. La procédure n'aura pas vocation à être modifiée. Une différence notable cependant : l'accord sera homologué par le Tribunal des marchés financiers et non plus par la Commission des sanctions, émanation de l'AMF elle-même. Cela contribuera à conférer davantage de légitimité à la composition administrative.

722. – Tradition juridique au Canada – Au Canada, la transaction, ou « *settlement* », fait partie intégrante de la tradition juridique, bien davantage qu'en France. Comme la SEC aux États-Unis, dont 98 % des cas s'achèvent par une transaction[1], les CVM l'utilisent très fréquemment. Les transactions sont fréquemment privilégiées car elles permettent un règlement rapide du litige et sont très souvent utilisées en matière d'indemnisation des préjudices, notamment afin d'échapper à une *class action*[2].
Par exemple, au Québec, il est possible pour l'Autorité de conclure un accord avec la personne qu'elle a mise en cause et cet accord doit être validé par le Bureau[3]. Le Bureau n'est pas nécessairement lié par une entente conclue entre les parties. Mais si elle ne va pas à l'encontre de l'intérêt public ou si elle n'est pas déraisonnable, la jurisprudence canadienne estime qu'il doit l'entériner[4]. Dans la perspective de renforcer le rôle de l'AMF en matière de prévention des litiges, il nous semble que des améliorations peuvent être apportées au dispositif français afin, d'une part que l'on y ait recours plus fréquemment, et d'autre part que son utilisation contribue à une réparation plus efficace des préjudices.

723. – Un champ d'application limité – En effet, le recours à la transaction est limité par un champ d'application restreint quant aux personnes et aux manquements visés. Seuls les professionnels des marchés financiers énumérés au II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier peuvent se voir proposer une transaction[5]. Son recours est réservé aux manquements aux obligations professionnelles prévues par la

[1] P. Kaul, « Admit or Deny: A Call for Reform of the SEC's « Neither-Admit-Nor-Deny » Policy », *University of Michigan Journal of Law Reform*, vol. 48, Issue 2, 2015, p. 536
[2] Voir *infra* n° 1092
[3] Exemples : *Autorité des marchés financiers c. Les assurance Gaucher et Robert inc.*, dossier n° 2012-029, décision n° 2012-029-001, (20 décembre 2012) ; *Autorité des marchés financiers c. Des Ormes Assurance inc. et Luc Berlinguette*, dossier n° 2012-031, décision n° 2012-031-001, (20 décembre 2012)
[4] *Autorité des marchés financiers c. Cajolet*, QCBDRVM, dossier n° 2008-035, décision n° 2008-035-001, (12 mars 2010) citant l'arrêt *In the Matter of Andrew Stuart Netherwood Rankin*, (2008) 31 OSCB 3303
[5] À l'exception cependant des infrastructures de marché.

loi, les règlements et le règlement général de l'AMF, à l'exclusion des abus de marché.

724. – Limitation des sanctions possibles – Surtout, le type de sanctions qui peut être proposé est également limité. Il ne peut s'agir que d'une somme à verser au Trésor Public dont le montant maximum est celui prévu par l'article L. 621-15, III du Code monétaire et financier. L'avant-projet de 2005 prévoyait que la transaction pourrait consister en l'exécution d'une ou plusieurs mesures punitives, telles qu'une interdiction d'exercer, ou des mesures réparatrices, comme le paiement d'une somme à une victime. Finalement, cette disposition n'a pas été retenue et la transaction ne peut consister que dans le paiement d'une sanction pécuniaire. L'abandon de cette possibilité apparaît extrêmement regrettable à plusieurs titres.
D'abord, le champ d'application de la transaction s'en trouve limité. En témoigne le fait que si en sus ou à la place d'une sanction pécuniaire, le collège souhaite imposer une interdiction ou une suspension d'exercice de certaines activités, cela n'est pas possible. Ensuite, la transaction aurait pu permettre à l'AMF d'utiliser son pouvoir de négociation pour favoriser l'indemnisation des victimes de fraudes financières. Il est certes permis d'imaginer qu'avec le dispositif actuel, lors des négociations, le Collège peut placer la réparation des victimes comme condition de l'accord, mais il ne pourra pas l'imposer comme une mesure à exécuter. Une fois encore, cela se révèle assez peu protecteur des intérêts des investisseurs qui comme souvent en France demeurent les grands oubliés de la législation.

2) Le renforcement du rôle de l'AMF dans le système proposé

725. – Élargir le champ des sanctions – En premier lieu, il conviendrait d'élargir le champ des mesures qui peuvent être prises dans le cadre d'une transaction, notamment pour prévoir la possibilité de prononcer des sanctions professionnelles, telles que les interdictions d'exercice de certaines activités. Au Canada, lorsque les CVM concluent un règlement amiable, elles ne sont pas limitées dans le type de mesures sur lesquelles l'accord peut porter, et il est même très fréquent que des sanctions d'interdiction soient prononcées[1]. Et pour cause, de telles mesures sont parfaitement adaptées à la matière des manquements aux obligations professionnelles qui entrent dans le champ de la composition administrative. En

[1] Par ex. Règlement conclu entre la Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick et Wayne Mallett, 4 mai 2012. En ligne : http://fr.fcnb.ca/download/15500051.pdf

outre, en opérant cette modification l'on favoriserait un recours plus fréquent à la transaction, ce qui contribuera à alléger la charge de travail du TMF qui pourra se consacrer à des affaires plus complexes et plus significatives. De plus, cela permettra un traitement plus rapide de manquements relativement mineurs.

726. – Favoriser l'indemnisation des victimes – En second lieu, dans la perspective du renforcement des pouvoirs du régulateur en amont et en périphérie de la sanction, il apparaît que la transaction pourrait davantage constituer un moyen pour favoriser l'indemnisation des victimes. L'on se souvient qu'au moment de l'adoption de la composition administrative, l'objectif de prise en compte de l'indemnisation des victimes proposé par le sénateur Philippe Marini[1] n'avait pas été retenu par le législateur. De la même manière, dans son rapport de 2011 sur l'indemnisation des préjudices des épargnants, l'AMF avait encore appelé à ce que cet objectif puisse être pris en compte par le Collège dans le cadre des procédures de composition administrative[2].
Même si ce n'est pas prévu dans les textes, l'AMF a déjà utilisé la composition administrative pour permettre l'indemnisation des investisseurs lésés. Dans un accord de composition administrative homologué par la Commission le 17 janvier 2013, une société de gestion de patrimoine avait facturé des frais de gestion indirects prélevés sur une SICAV de près de 2% plus élevés que ce qui était annoncé dans le prospectus. Dans l'accord, la société s'est engagée, non seulement au paiement d'une sanction pécuniaire, mais également au remboursement des clients ayant payé des frais de gestion supérieurs à ceux prévus dans le prospectus[3]. Cependant, le rôle de l'AMF dans ce domaine reste limité par l'absence de possibilité de prévoir des mesures réparatrices dans l'accord.

727. – Absence de reconnaissance de responsabilité – De plus, contrairement à l'avant-projet de 2005 qui prévoyait que la personne concernée devait indiquer qu'elle ne contestait pas les faits reprochés, le texte final n'a pas retenu cette proposition. Ainsi, la composition administrative n'impose pas que l'intéressé

[1] Rapport n° 703 de la Commission des finances du Sénat, Régulation bancaire et financière, Tome I, Première lecture, 14 septembre 2010, page 105 : « comme cela est en pratique le cas dans une procédure de sanction, la fixation du montant de la transaction pourrait tenir compte de la réparation totale ou partielle, par la personne mise en cause, des éventuels préjudices subis par les investisseurs »
[2] AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit., p. 22-24
[3] Accord de composition administrative avec la société privée de gestion de patrimoine du 26 oct. 2012, homologué le 17 janv. 2013. Pour d'autres ex. V. D. Bompoint, « La réforme des pouvoirs de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers par la loi RBF du 22 octobre 2010 », *op. cit.*

reconnaisse les griefs. Cette règle a principalement été retenue, en raison de ce que si la conclusion de l'accord éteint l'action de l'AMF, il est prévu que ses éléments peuvent être utilisés dans le cadre d'une autre procédure, notamment lors d'un recours civil en réparation. Selon Sylvie Dariosecq, cela viserait justement à permettre de favoriser l'indemnisation des victimes lors d'un recours en responsabilité[1].

728. – Reconnaissance de responsabilité au Canada – À l'inverse, dans les provinces canadiennes, il est prévu que le contenu de l'accord ne peut être utilisé dans aucune autre procédure, mais également que la personne mise en cause reconnaît les faits qui lui sont reprochés. Cela permet de mettre un terme définitif à tous les aspects du litige par la transaction. On réservera toutefois le cas de l'Ontario, qui depuis mars 2014, permet à la CVMO de conclure des règlements amiables « *sans contestation* », c'est-à-dire sans admission de culpabilité. Le recours à ces accords n'est toutefois pas possible lorsque les faits reprochés sont graves et constitutifs d'infractions criminelles[2].

729. – Pouvoir d'imposer des mesures réparatrices – Certes, le fait de ne pas imposer la reconnaissance de responsabilité présente évidemment l'avantage d'inciter les contrevenants à conclure une transaction. Cependant, si l'objectif de la disposition française était de favoriser l'indemnisation, il aurait peut-être mieux valu maintenir la possibilité de prévoir dans l'accord des mesures réparatrices. En effet, la transaction sera certainement plus favorable aux victimes si l'auteur sait qu'il ne risque plus de poursuites judiciaires ultérieures. De plus, savoir qu'elle pourra encore faire l'objet de poursuites civiles constitue un frein majeur pour la personne mise en cause pour conclure une telle transaction. En effet, en principe, l'intérêt de la transaction est de mettre fin définitivement au litige. Or, dans le système actuel, si la transaction éteint l'action de l'AMF, en l'absence de possibilité d'imposer le versement d'une indemnisation, la personne visée peut rester dans l'incertitude quant à une éventuelle action en dommages et intérêts des victimes lésées. Ainsi, il serait souhaitable que l'engagement d'indemniser les victimes puisse être l'une des conditions prévues dans le contenu de l'accord, et non pas uniquement l'engagement

[1] S. Dariosecq, « Le pouvoir de sanction de l'AMF : évolutions importantes », *Bull. Joly Bourse*, 1er févr. 2011, n° 2, p. 115

[2] En 2015, la CVMO a approuvé les deux premiers règlements amiables sans contestation. V. Rapport annuel CVMO 2015, p. 15. En ligne : https://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Publications/Publications_rpt_2015_osc-annual-rpt_fr.pdf

de verser une somme d'argent au Trésor public[1]. Il serait nécessaire que cette obligation puisse expressément figurer dans les conditions de l'accord et non pas seulement dans le cadre d'une négociation officieuse. De plus, il conviendrait de prévoir qu'à partir du moment où la victime donne son accord, l'indemnisation prévue dans la transaction lui ferme la possibilité d'un recours judiciaire.

730. – Étendre la négociation aux abus de marché – Enfin, la composition administrative n'est pas applicable aux abus de marché au motif qu'ils sont susceptibles de recevoir une qualification pénale, et constituent des infractions trop graves. Effectivement, les abus de marchés ne devraient pas pouvoir faire l'objet d'une transaction sans reconnaissance de responsabilité, en raison de leur atteinte trop importante à l'intégrité des marchés[2]. Cependant, la mise en place d'un dispositif négocié pour traiter les cas de délits boursiers pourrait aussi se révéler intéressante. Si l'on peut comprendre que la transaction soit exclue lorsque les faits sont d'une certaine gravité, d'autres solutions sont envisageables. Par exemple, en matière pénale, la comparution sur reconnaissance de culpabilité (CRPC) est justement applicable aux délits, à l'exception de cas particuliers comme les délits de presse, politiques, les homicides volontaires et les violences punissables de plus de cinq ans d'emprisonnement (art. 495-7, Code de procédure pénale). Cela signifie que la CRPC de droit commun pourrait déjà être utilisée en présence d'un des trois délits boursiers. Dans cette perspective, la proposition du groupe de travail de l'AMF et le Club des juristes[3] de favoriser la possibilité d'une CRPC en matière d'abus de marché même lorsque les faits ne sont pas constitutifs d'un délit est une piste intéressante.

Désinvestie de la fonction de juge, l'AMF pourra développer le rôle du régulateur en amont de la sanction, par l'utilisation de son pouvoir de contrainte et de son pouvoir de négociation. De tels pouvoirs préventifs permettront d'éviter le recours systématique à la procédure de sanction. Ils sont également favorables au bon fonctionnement des marchés en ce qu'ils permettent un règlement rapide et négocié des litiges. La création du TMF permettra également à l'AMF de se concentrer davantage sur l'un de ses rôles clés : l'enquête.

---

[1] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit.*, p. 24

[2] Contrairement à la politique du « *neither admit nor deny* » de la SEC américaine.

[3] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit.*, p. 73 ; AMF groupe de travail, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit.*, p. 30

B – L'AMF et l'enquête

731. – Plan – Dans le cadre de la création du TMF, l'un des aspects majeurs du rôle de l'AMF restera relatif à la détection des comportements frauduleux et aux enquêtes. Dans le système actuel, il existe un paradoxe au niveau de l'enquête du fait de l'expertise incontestable de l'AMF dans ce domaine qui n'est pourtant pas suffisamment utilisé dans le cadre des enquêtes pénales (I). Il est cependant possible de surmonter ce paradoxe en associant davantage l'AMF aux enquêtes pénales (II).

I – L'existence d'un paradoxe dans l'enquête

732. – Plan – En effet, en tant qu'autorité de surveillance, il est incontestable que l'AMF est la plus efficace dans ce domaine (a). Or, en matière pénale, malgré la coopération mise en place entre les services d'enquête de l'AMF et le Parquet national financier, le système souffre encore de lacunes notamment liées au cumul des enquêtes qui rallonge les procédures et engendre des actes inutiles (b).

a) L'efficacité incontestable de l'AMF en matière de détection des fraudes

733. – La détection des fraudes par l'AMF – Il ne fait aucun doute que l'AMF est à l'origine de la majorité des détections de manquements à la législation financière. D'une part, ayant la charge de surveiller en continue les acteurs des marchés financiers, elle est la mieux placée pour détecter les anomalies. D'autre part, depuis sa création, l'AMF a démontré une très grande efficacité dans ce domaine. Cela s'explique aisément par les moyens techniques dont elle est dotée pour la surveillance, mais également par son large pouvoir d'enquête et par l'expertise dont elle dispose dans le domaine financier. Il ne fait aucun doute que la surveillance, le contrôle et les enquêtes ressortent des attributions essentielles d'une autorité de régulation.

734. – La surveillance et le contrôle de l'AMF – La mission de surveillance du régulateur porte tant sur les transactions réalisées que sur les comportements des opérateurs. Elle s'opère essentiellement de manière automatisée afin de déceler les éventuelles anomalies qui peuvent conduire à l'ouverture d'un contrôle ou d'une

enquête[1]. Le contrôle le plus important porte sur la surveillance des marchés et le contrôle des différents intervenants. C'est l'article L. 621-9, I du CMF qui confère à l'AMF le pouvoir d'effectuer des contrôles et enquêtes afin d'assurer l'exécution de sa mission.

735. – Les pouvoirs d'enquête de l'AMF – Dans l'exercice de ses pouvoirs d'enquête, l'AMF détient des prérogatives très importantes qui renforcent l'efficacité de son action. La phase d'enquête se déroule sous la responsabilité du secrétaire général de l'AMF. C'est lui qui décide de procéder à des enquêtes, et pour cela il habilite des enquêteurs selon les modalités fixées par le Règlement général (art. L. 621-9-1, CMF). Les enquêteurs disposent d'un certain nombre de pouvoirs qu'ils peuvent exercer sans autorisation judiciaire et qui sont énumérés par l'article L. 621-10 et suivants du CMF.

736. – Droit de communication – Ainsi ils peuvent se faire communiquer, de manière volontaire, tout document, quel qu'en soit le support, et en obtenir la copie. Le champ de cette prérogative est très large, le secret professionnel ne pouvant pas être opposé aux enquêteurs sauf par les auxiliaires de justice (art. L. 621-9-3, CMF). Ils ont également le pouvoir de se faire communiquer les données conservées et traitées par les opérateurs de télécommunications.

737. – Droit de visiter des locaux à usage professionnel – Le Code monétaire et financier les autorise aussi à accéder aux locaux à usage professionnel appartenant à toute personne. Et désormais, les contrôleurs peuvent même accéder aux locaux de sociétés commerciales ou de prestataires qui ne font pas partie des professionnels relevant du pouvoir de l'AMF.

738. – Droit d'entendre toute personne – Enfin, ils peuvent convoquer et entendre toute personne susceptible de leur fournir des informations.

739. – Droit d'utiliser une identité d'emprunt – La loi de séparation des activités bancaires a encore renforcé les pouvoirs d'enquête de l'AMF, en lui permettant par exemple de prendre une identité d'emprunt pour accéder aux services fournis sur Internet (art. L. 621-10-1, CMF).

[1] R. Vabres et A. Thil, « Autorité des marchés financiers. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *JCl. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1512, mai 2015, n° 77

740. – Les mesures conservatoires – L'AMF peut également prononcer certaines mesures conservatoires depuis diverses modifications législatives récentes. Notamment, depuis l'ordonnance n° 2011-915 du 1er aout 2011 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières et à la modernisation du cadre juridique de la gestion d'actifs, le nouvel article L. 614-1 du CMF permet à l'AMF de désigner un administrateur provisoire auprès d'une société de gestion de portefeuille, auquel sont transférés tous les pouvoirs d'administration, de direction et de représentation de la personne morale. De plus, avec la loi du 26 juillet 2013, l'AMF peut exiger la suspension, à titre provisoire, du rachat de parts ou d'actions ou de l'émission de parts ou d'actions nouvelles d'un organisme de placement collectif lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande (art. L. 621-13-2, CMF). Enfin, depuis l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013, l'AMF peut exiger la suspension, à titre provisoire, du rachat de parts ou d'actions ou de l'émission de parts ou d'actions nouvelles d'un fonds d'investissement alternatif lorsque des circonstances exceptionnelles l'exigent et si l'intérêt des porteurs de parts, des actionnaires ou du public le commande (art. L. 621-13-3, CMF).

741. – Le respect des droits de la défense – De manière générale, la procédure d'enquête de l'AMF doit respecter les garanties procédurales posées par l'article 6 §1 de la Convention EDH. Les personnes sont convoquées par lettre recommandée avec avis de réception ou par remise en main propre contre récépissé ou encore par acte d'huissier au moins huit jours avant la date de convocation. La personne convoquée a le droit de se faire assister du conseil de son choix. Les investigations doivent également faire l'objet de procès-verbaux mentionnant la nature, la date et le lieu des constatations opérées et signés par l'enquêteur et la personne concernée (art. R. 621-35, CMF). Cependant, pour ce qui concerne la phase de l'enquête, préalable à la notification des griefs, la Cour de cassation admet que le principe de la contradiction n'a pas à s'appliquer[1]. Le Conseil d'État distingue, quant à lui, les garanties immédiates du procès équitables, c'est-à-dire le principe d'impartialité et des droits de la défense, qui doivent être appliqués dès la phase administrative de la procédure, et les garanties différées, applicables devant les juridictions[2].

[1] Cass. com., 6 févr. 2007, n° 05-20.811 : *Dr. sociétés* 2007, comm. 120, note Th. Bonneau ; *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 83, note Th. Bonneau ; *D*. 2007, p. 2418, note B. Le Bars

[2] CE, 26 juill. 2007, *Piard*, n° 293908 – CE, 26 juill. 2007, *Sté Global Equities*, n° 293624 – CE, sect., 27 oct. 2006, *Parent*, n° 276069 : *Dr. sociétés* 2007, comm. 55 ; *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 83 note Th. Bonneau ; *RTD com*. 2007, p. 406, note N. Rontchevsky ; *AJDA* 2007, p. 80, note M. Collet ; *D*. 2007, p. 2418, note B. Le Bars

En tant qu'enquêteur, l'AMF dispose ainsi de pouvoirs très importants, qui couplés à son expertise financière, rendent son action particulièrement efficace. Cependant, il demeure certains actes pour l'exécution desquels une autorisation judiciaire est obligatoire.

742. – Les actes soumis à autorisation judiciaire – En effet, certains actes des enquêteurs nécessitent qu'ils obtiennent préalablement une autorisation judiciaire. Ils sont prévus à l'article L. 621-12 du CMF et concernent les délits boursiers des articles L. 465-1 et L. 465-2 du CMF ainsi que les « *faits susceptibles d'être qualifiés de délit contre les biens et d'être sanctionnés par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers en application de l'article L. 621-15.* » Ces actes doivent être autorisés par le juge des libertés et de la détention du TGI dans le ressort duquel sont situés les locaux à visiter. Le secrétaire général de l'AMF détient une compétence exclusive pour former la demande qui doit être motivée.

743. – Saisies et visites domiciliaires – Ces pouvoirs concernent les saisies et visites domiciliaires. La conduite de la visite domiciliaire se fait sous l'autorité et le contrôle du juge qui l'a autorisée. Afin de protéger les droits de la défense, il est possible, depuis l'ordonnance n° 2009-233 du 26 février 2009, pour l'occupant des lieux ou son représentant de faire appel au conseil de son choix. La visite ne peut commencer avant six heures ou après vingt et une heures. Elle est effectuée en présence de l'occupant des lieux ou de son représentant. Seuls les enquêteurs, l'occupant des lieux ou son représentant ainsi que l'officier de police judiciaire peuvent prendre connaissance des pièces avant leur saisie (art. L. 621-12, CMF).

744. – Mesures conservatoires – Pendant la phase d'enquête, il est également possible de demander au juge le prononcé de certaines mesures conservatoires (art. L. 621-13, CMF) : la mise sous séquestre, en quelque main qu'ils se trouvent, des fonds, valeurs, titres ou droits appartenant aux personnes mises en cause par l'Autorité des marchés financiers ainsi que tout actif détenu par un fonds d'investissement alternatifs ; l'interdiction temporaire de l'activité professionnelle ; et qu'une personne mise en cause soit astreinte à consigner une somme d'argent.

Ainsi, il est remarquable que depuis sa création, les pouvoirs d'enquête de l'AMF n'ont eu de cesse d'être renforcés. Ce mouvement doit être salué et poursuivi dans le cadre de la création du Tribunal des marchés financiers. Concernant les

manquements administratifs, la création du TMF ne modifiera pas les pouvoirs de l'AMF en matière d'enquête administrative. En revanche, en matière pénale, des améliorations peuvent être envisagées notamment pour résoudre le problème du cumul des enquêtes et de la longueur des procédures résultant de ce cumul.

b) Les lacunes de la procédure d'enquête des infractions pénales

745. – Le principe du cumul des enquêtes – L'AMF et le Parquet national financier détiennent en principe un pouvoir autonome de déclenchement des enquêtes en matière de délit boursier. Lorsqu'un manquement administratif est commis, la seule enquête réalisée est celle des enquêteurs spécialisés de l'AMF. Sur la base de leur rapport, le collège décide de notifier des griefs et de saisir la commission des sanctions. En revanche, les délits pénaux relèvent exclusivement de la procédure et des juridictions pénales. Cela signifie que les enquêtes sont menées par les services de police, notamment par la Brigade financière, sous la direction du Parquet national financier qui peut ouvrir une information judiciaire ou renvoyer la procédure d'enquête devant le tribunal correctionnel de Paris.

746. – Le Parquet national financier – Du côté judiciaire, il y a sans conteste une volonté d'améliorer l'action du parquet en matière d'infractions financières. Ce mouvement s'est principalement traduit par une spécialisation des personnels, et surtout la création du Parquet national financier et du Procureur financier de la République. Si ces efforts sont évidemment louables, il est certain que le Parquet, même spécialisé, ne peut pas disposer des moyens de l'AMF dont le cœur d'activité est de surveiller les acteurs et les marchés financiers. Or, dans le cadre de la création du TMF, le PNF aurait alors vocation à constituer le bras droit des formations de jugement pour les infractions pénales.

747. – Le quasi-monopole de fait de l'AMF dans la détection des comportements répréhensibles – Cependant il a été relevé que dans les faits, l'AMF possède « *un quasi-monopole*[1] » de fait des enquêtes. Cela s'explique aisément par le fait qu'elle seule dispose d'un service d'enquête interne dédié à la détection des infractions boursières, doté d'outils informatiques très performants qui lui permettent d'opérer une surveillance efficace des marchés, tandis que la Brigade financière ne détient pas

[1] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 20

de tels moyens. Ainsi, en pratique, sauf à ce qu'une plainte soit déposée par une victime ou une dénonciation faite par un tiers, le parquet est largement dépendant de l'information transmise par l'AMF pour la détection des abus de marché et le déclenchement de l'action publique.
Il est ainsi certain que l'efficacité de l'action du PNF dans la détection et la poursuite des délits nécessite une collaboration étroite avec les services d'enquête de l'AMF. Le Code monétaire et financier prévoit déjà un ensemble de règles de coopération, essentiellement fondé sur l'échange d'information.

748. – Information réciproque Tenant compte du fait que l'AMF détecte généralement en premier les infractions, l'article L. 621-20-1 dispose que, si l'AMF acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit autre, elle est tenue d'en informer sans délai le procureur de la République et de lui transmettre l'ensemble des informations dont elle dispose. D'ailleurs, cette information n'est pas nécessairement limitée aux délits boursiers, l'article 40 du Code de procédure pénale imposant à toute « *autorité constituée* », qui dans l'exercice de ses fonctions, acquiert la connaissance d'un crime ou d'un délit, d'en avertir sans délai le procureur de la République.
Réciproquement, l'article L. 621-15-1 prévoit que le Parquet national financier doit informer sans délai le régulateur en cas de mise en mouvement de l'action publique sur les dossiers qui lui ont été transmis par l'AMF. Cette règle devra absolument être maintenue, car elle permettra à l'autorité de saisir le TMF au titre d'un manquement si le parquet décide de ne pas mettre en mouvement l'action publique.

749. – Communication des pièces de l'enquête – Au stade de l'enquête, une coopération est également prévue. En effet, l'enquête policière peut bénéficier des résultats de l'enquête administrative grâce aux dispositifs prévus par le Code monétaire et financier qui organise la coordination et l'échange d'informations entre le Parquet national financier et l'AMF.

750. – Transmission du rapport d'enquête de l'AMF au PNF – L'article L. 621-15-1 du CMF dispose que lorsque le régulateur considère qu'un grief est susceptible de constituer un des délits boursiers prévus aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du CMF, le collège doit transmettre, sans délai, le rapport d'enquête ou de contrôle au procureur de la République financier. Cependant, il n'est prévu que la transmission du rapport d'enquête. Or, il a été souligné que l'ensemble des pièces du dossier devrait être

transmis afin d'éviter un allongement et des doublons inutiles dans la procédure pénale[1].

751. – Transmission des pièces de la procédure pénale à l'AMF – Et depuis 2013, l'article L. 621-20-4, prévoit réciproquement une faculté pour le Parquet national financier de communiquer à l'AMF toutes les pièces de la procédure pénale ayant un lien direct avec des faits susceptibles d'être soumis à l'appréciation de la commission des sanctions. Il semblerait plus opportun de transformer cette faculté en obligation, afin d'assurer une coopération la plus étroite possible entre les deux institutions.

752. – Inconvénients du système – Ainsi, la coopération entre l'AMF et le Parquet national financier repose exclusivement sur l'échange d'information entre les deux autorités. Bien que cette coopération soit déjà positive, elle n'a pas permis jusqu'à présent de résoudre la difficulté liée à la durée insupportable des procédures pénales, ni d'éviter certains « doublons » d'actes d'investigation. Actuellement, en présence d'un délit pénal déjà identifié au cours de l'enquête par l'AMF, le parquet est toujours contraint de procéder à une seconde enquête dans le cadre de la procédure pénale.
Or, si un respect plus strict des droits de la défense par l'enquête pénale explique en partie qu'elle soit plus lente que l'enquête administrative, cette différence a aussi été expliquée par le fait que l'AMF transmet les affaires au parquet alors qu'elle a déjà achevé sa propre enquête au moment de la notification des griefs, ce qui crée nécessairement un décalage[2]. En effet, alors que l'AMF peut débuter son instruction, le parquet est tout juste saisi et doit procéder à une nouvelle enquête.

D'ailleurs, il a même été relevé qu'à partir du moment où une enquête administrative avait déjà eu lieu, l'enquête policière peut s'en trouver affaiblie[3]. En effet, les personnes mises en cause auront été informées de l'existence de l'enquête administrative, ce qui rend inutiles certains moyens utilisés par les services de police comme les interceptions téléphoniques.

753. – L'accélération des procédures – Il nous semble indispensable d'exploiter l'efficacité de services d'enquêtes de l'AMF afin que la création d'une juridiction n'engendre pas un ralentissement des procédures. Il est fondamental de veiller à ce

[1] *Ibid*., p. 20
[2] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 23
[3] *Ibid*., p. 20

que les reproches formulés à l'encontre de la justice actuelle soient dépassés. L'on ne peut se satisfaire de procédures qui durent plus de dix ans comme c'est souvent le cas aujourd'hui devant le juge pénal. Afin de résoudre ces difficultés, le rôle de l'AMF et une collaboration optimale avec le PNF seront indispensables.

754. – Mutualisation des moyens – Or, si l'on souhaite réduire la durée des procédures pénales et éviter les doublons inutiles, il nous semble intéressant d'explorer la possibilité de mutualiser davantage les moyens et les investigations du PNF et de l'AMF. En effet, l'une des raisons principales militant en faveur de la création d'un Tribunal des marchés financiers réside dans l'inefficacité attachée à la multiplication des procédures et des sanctions. Ces divers cumuls sont redondants et ne peuvent se justifier du point de vue de l'approche économique du droit.

755. – L'exemple canadien – Au Canada, le principe est le même qu'en France. La Gendarmerie royale du Canada (GRC)[1] et les services de police locaux et provinciaux enquêtent sur les infractions commerciales, notamment les cas de fraudes sur les marchés financiers. En présence d'une infraction au Code criminel, les accusations sont déposées par la police ou le ministère public et c'est ce dernier qui dirige la poursuite[2]. Comme la Brigade financière en France, la GRC a créé des équipes spécialisées pour enquêter sur les infractions financières. Cependant, la collaboration entre les services d'enquêtes des CVM et les services de police est beaucoup plus développée et ne se limite pas à un simple échange d'informations, ce qui pourrait fournir un exemple à suivre pour la France.

[1] La Gendarmerie royale du Canada est le service de police nationale. Elle est à la fois le service de police fédérale du Canada et la police provinciale de la plupart des provinces, à l'exception du Québec, de l'Ontario et de Terre-Neuve-et-Labrador qui ont leur propre service de police provinciale. La GRC relève du ministère de la Sécurité publique du Canada. Il s'agit d'un dispositif très original, car la GRC est un service de police municipale, provinciale et nationale. Son mandat est défini par l'art. 18 de la *Loi sur la Gendarmerie royale du Canada* (L.R.C. (1985), ch. R-10) : prévention du crime et enquêtes criminelles, maintien de l'ordre et de la paix, exécution des lois, contribution à la sécurité nationale, protection des représentants de l'État, des dignitaires en visite et des missions à l'étranger, et prestation de services de soutien opérationnel cruciaux à des services de police et organismes d'application de la loi au Canada et à l'étranger. V. site internet de la GRC : http://www.rcmp-grc.gc.ca/about-ausujet/index-fra.htm

[2] ACVM, Rapport sur l'application de la loi 2015, p. 10. En ligne : https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=75

II – Surmonter le paradoxe : l'association des enquêteurs de l'AMF aux enquêtes pénales

756. – Plan – Suivant le sens des propositions formulées par le groupe de travail de l'AMF et le Club des juristes dans leurs rapports respectifs relatifs à la réforme de la répression des abus de marché, la solution idoine serait de supprimer le cumul des enquêtes, en même temps que le cumul des sanctions[1]. Cependant, cette proposition pourrait s'avérer difficilement réalisable en pratique. Il est certain que la seule application de la procédure pénale ne résoudrait pas le problème des délais et reviendrait à se priver de l'expertise de l'AMF. Et supprimer l'enquête pénale ne serait pas conforme aux exigences relatives aux droits de la défense, impératives en matière pénale. En revanche, plusieurs autres pistes peuvent être explorées afin de rendre la collaboration entre les services d'enquête de l'AMF et de la Brigade financière et du Parquet national financier plus efficace. Selon cette perspective, il est possible d'envisager des mesures qui seront relativement aisées à mettre en place, en ce qu'elles ne requièrent pas de modifications importantes. Elles auront essentiellement vocation à développer l'échange d'information (a). Cependant, des propositions plus ambitieuses peuvent être envisagées, en s'inspirant de dispositifs en place au Canada, qui reposent sur une collaboration plus directe entre les services d'enquête de l'AMF et le parquet financier (b).

a) Développement de la communication entre les enquêteurs de l'AMF et le Parquet financier

757. – Dans cette première catégorie de mesures envisageables, il s'agirait d'abord de prévoir une information réciproque plus précoce. Ensuite, il conviendrait de permettre au parquet de pouvoir reprendre des actes d'investigations déjà réalisés par l'AMF.

758. – Une information réciproque précoce – En premier lieu, nous rejoignons la proposition de Albéric de Montgolfier qui est intéressante. Dans son projet de loi, il invitait à développer à un mécanisme d'information réciproque dès l'ouverture de toute enquête administrative ou pénale afin de coordonner les actes d'investigation

[1] AMF groupe de travail, Rapp., *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit.*, p. 20 ; Club des juristes, Rapp. *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit.,* p. 72

tels que les perquisitions, les saisies et les auditions[1]. Cette mesure très simple à mettre en œuvre, permettrait aux enquêteurs de mieux coordonner leurs actions. Étant donné que l'AMF risque d'être la première à engager une enquête, cela permettra d'établir dès le début un échange avec le Parquet sur les actes à réaliser. L'on pourra objecter qu'une information dès l'ouverture de l'enquête est trop précoce, car l'AMF ne sera peut-être pas en mesure à ce moment de savoir si les faits peuvent constituer des infractions pénales. Cependant, il s'agit d'instaurer une collaboration dans la pratique entre les deux institutions. Cela permettra également au Parquet d'être tenu au courant de l'activité d'enquête de l'AMF.

759. – La reprise des actes d'investigation de l'AMF par le parquet – En second lieu, et suivant la même logique, il pourrait être envisagé de prévoir la reprise directe par la procédure pénale des actes d'investigation déjà réalisés par l'AMF, ainsi que la mise en place d'une cellule de coordination entre l'AMF et le Parquet national financier comme le proposaient les rapports de l'AMF[2] et du Club des juristes[3]. Ce dispositif existe au Canada pour certaines CVM, mais uniquement pour les infractions réglementaires, non pour les violations au Code criminel. Lorsque les autorités n'ont pas le pouvoir d'intenter directement des poursuites devant les tribunaux, elles ont alors la possibilité de réaliser des enquêtes sur des infractions pénales réglementaires pour ensuite les soumettre au ministère public en vue de poursuites[4]. Cette proposition, sans permettre une suppression totale du cumul des enquête, offrirait une solution a minima pour tenter de limiter les doublons.

Mais il nous semble que la solution optimale est à rechercher dans une collaboration plus active, sur le terrain, entre les services d'enquête de l'AMF et du Parquet financier.

---

[1] D. Baert, Assemblée nationale, Rapport n° 3622, 30 mars 2016, p. 20. En revanche, le député n'est pas favorable à une confusion entre les personnels enquêteurs de l'AMF et de la Brigade financière et du Parquet national financier

[2] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit*., p. 73

[3] AMF, Rapp. *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché, op. cit.*, p. 20

[4] ACVM, *Rapport sur l'application de la loi 2015*, p. 10. En ligne : https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=75

b) Le jumelage des enquêtes administrative et pénale

760. – La création d'OPJ boursiers – Dans le cadre des propositions plus ambitieuses, une piste intéressante a été avancée par le Club des juristes, pour améliorer le fonctionnement commun des procédures administrative et pénale, limiter le risque de double enquête et accélérer les procédures pénales. Le groupe proposait de jumeler, en cas de besoin, les enquêtes administrative et pénale en ajoutant aux équipes d'enquête de l'AMF des « OPJ boursiers », sur le modèle des OPJ fiscaux ou douaniers.

761. – L'exemple des OPJ douaniers – En effet, l'article 28-1 du Code de procédure pénale dispose que des agents des douanes, spécialement désignés par arrêté des ministres chargés de la justice et du budget, peuvent être habilités à effectuer des enquêtes judiciaires sur réquisition du procureur de la République ou sur commission rogatoire du juge d'instruction. Ils doivent être habilités personnellement en vertu d'une décision du procureur général, qui peut la suspendre ou la retirer. Ils sont alors compétents pour rechercher et constater toute une série d'infractions liées aux douanes[1]. Lorsqu'ils reçoivent une telle habilitation, ces agents disposent des mêmes prérogatives et obligations que celles attribuées aux officiers de police judiciaire. Il est également prévu que pour les infractions liées au trafic de stupéfiants, le procureur de la République et le juge d'instruction peuvent constituer des « unités temporaires » composées d'OPJ et d'agents des douanes habilités à effectuer des enquêtes judiciaires.

762. – Mise en place d'OPJ boursiers – Le même dispositif pourrait être mis en place en matière de délits boursiers. Parmi les membres des services d'enquête de l'AMF, certains pourraient recevoir une telle habilitation, les autorisant à effectuer des actes de police judiciaire donnant lieu à l'établissement de procès-verbaux qui pourraient ainsi être immédiatement utilisés dans le cadre d'une éventuelle procédure pénale. Cela éviterait d'avoir à réaliser deux fois les mêmes actes et permettrait d'accélérer la procédure pénale[2].

---

[1] Par ex. les infractions prévues par le Code des douanes, les infractions en matière de contributions indirectes, d'escroquerie sur la taxe sur la valeur ajoutée et de vols de biens culturels, ou les infractions prévues au code de la propriété intellectuelle. Ils ne sont toutefois pas compétents en matière de trafic de stupéfiants.

[2] Rapp. Club des juristes, *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes, op. cit*., p. 72

763. – Les Équipes intégrées-police des marchés financiers – Ce système peut être rapproché de celui existant au Canada. Comme en France, à l'instar de la Brigade financière, la Gendarmerie royale canadienne a mis en place des unités spéciales, les Équipes intégrées de la police des marchés financiers (EIPMF)[1]. Elles sont plus spécialisées que la Brigade financière française, car elles ont pour unique fonction de détecter et d'empêcher les fraudes sur les marchés financiers. Ces équipes sont composées d'agents de police, d'avocats et d'enquêteurs hautement spécialisés. En effet, les agents de police choisis sont des enquêteurs financiers particulièrement qualifiés. Ils reçoivent une formation supplémentaire dans le domaine des marchés financiers et sont tenus au courant de l'évolution des techniques et des procédures légales. Ils reçoivent également des conseils juridiques, par la présence des avocats du Service fédéral des poursuites. On les trouve sur les principaux marchés canadiens, à Toronto, Vancouver, Montréal et Calgary. Ces équipes travaillent en étroite collaboration avec les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières, et notamment les CVM.

764. – La collaboration canadienne avec les services de police – Depuis le mois de mars 2015, le Groupe de la criminalité financière de la GRC a en effet intégré les locaux de la CVM de l'Ontario[2]. De plus, il existe une Équipe mixte de lutte contre les infractions graves de la CVM de l'Ontario avec la GRC et la Police provinciale de l'Ontario pour enquêter sur les infractions criminelles et quasi criminelles et en poursuivre les auteurs. Cette équipe est un partenariat établi avec le Programme de criminalité financière de la GRC et la Direction de la lutte contre l'escroquerie de la Police provinciale de l'Ontario. Ce partenariat leur permet de mener des enquêtes conjointes sur le fondement du *Code criminel*, mais aussi de la LVM. En Colombie-Britannique, la CVM est dotée d'une équipe d'enquête criminelle qui collabore avec la police pour réaliser des investigations sur les personnes soupçonnées d'infraction au Code criminel et à la LVM. De même, au Québec, l'AMFQ a établi des partenariats avec l'Équipe des crimes contre les marchés financiers de la Sûreté du Québec[3] et avec la GRC. Cette Équipe regroupe des membres de la Sûreté du Québec

[1] V. le site internet de la Sécurité publique Canada : http://www.securitepublique.gc.ca/cnt/cntrng-crm/rgnzd-crm/ntgrtd-mrkt-nfrcmnt-fra.aspx

[2] Rapport annuel CVMO 2015, p. 15. En ligne : https://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Publications/Publications_rpt_2015_osc-annual-rpt_fr.pdf

[3] La Sûreté du Québec est le corps de police national du Québec. Créée en 1870, elle est l'une des trois forces de police provinciale au Canada, les autres appartenant à l'Ontario et à Terre-Neuve-et-Labrador. Dans les autres provinces, c'est la Gendarmerie royale de Canada qui agit à titre de police provinciale. V. site internet de la Sûreté du Québec : http://www.sq.gouv.qc.ca/

et de l'Autorité. À sa création il était prévu que l'Équipe regroupe 11 personnes dont 6 membres de la Sûreté du Québec, 4 membres de l'AMFQ et un membre du Directeur des poursuites criminelles et pénales. Ce projet avait été annoncé dans le budget 2009-2010 : « *Afin d'améliorer la répression des crimes commis sur les marchés financiers, une plus grande coopération entre les corps policiers, les poursuivants et l'Autorité est nécessaire*[1]. » Ainsi, au Canada les autorités de marché participent activement aux enquêtes, même lorsqu'il s'agit d'infractions au Code criminel. La collaboration entre les services de police et les enquêteurs des CVM est particulièrement développée.

765. – Création d'unités temporaires – Ainsi, dans l'hypothèse où la création d'un statut d'OPJ boursier s'avérerait trop complexe, l'on pourrait, à l'image de ce qui existe au Canada, envisager la constitution d'unités spéciales au sein desquelles collaboreraient OPJ et enquêteurs de l'AMF. Ces derniers ne seraient habilités à réaliser que les actes d'investigations qu'ils peuvent faire en vertu du Code monétaire et financier. Mais l'intérêt de la création de telles unités serait d'aboutir à une véritable collaboration sur le terrain et non seulement à un simple échange d'informations.

766. – Conclusion – La création du TMF aura nécessairement des conséquences sur le rôle de l'AMF. L'on constate que cette réforme pourrait être l'occasion pour le régulateur de développer son rôle en matière d'application de la loi d'abord en amont de la sanction. En effet, l'AMF pourra développer ses pouvoirs de contrainte et de négociation afin de limiter le nombre d'affaires dont le TMF aura à traiter et favoriser une issue pacifique de certains litiges entre les acteurs des marchés financiers. En outre, il est important de développer le rôle d'enquêteur de l'AMF qui a démontré sa grande efficacité dans ce domaine, notamment en instaurant une coopération sur le terrain entre ses services d'enquêtes et ceux de la police judiciaire et du parquet. Si la séparation totale de la fonction de juger des attributions de l'AMF, en lui laissant un espace né du désinvestissement de la sanction, lui permettra de développer son action en amont de l'instance, il en ira sans aucun doute de même au cours des instances devant le Tribunal des marchés financiers.

[1] Communiqué du ministre des Finances québécois, « Mesures pour lutter contre les fraudes financières, la malversation et la corruption », 13 sept. 2009, En ligne : http://www.finances.gouv.qc.ca/documents/Communiques/fr/COMFR_20090913.pdf

§2 – Le renforcement du rôle de l'AMF dans le cours de l'instance

767. – Plan – N'assumant dorénavant plus les fonctions de juge, l'AMF pourra développer sans crainte son action au cours de l'instance, d'une part en tant que partie au litige (A), et d'autre part en tant que sachant dans les litiges où elle n'est pas partie (B).

A – L'AMF, une partie au litige

768. – L'AMF, « procureur » de l'ordre public boursier – Étant désormais totalement étrangère au prononcé de la sanction, l'AMF pourra se muer en une véritable partie au litige devant le TMF, qui contribuera à l'accomplissement de la mission qui lui a été confiée : la protection de l'épargne et de l'intégrité, de la transparence et du bon fonctionnement des marchés financiers. L'AMF sera une partie spécifique, en ce sens que son objectif n'est pas de défendre ses propres intérêts privés, mais davantage d'assurer le respect d'un ordre public boursier. Dès lors, son rôle peut être comparé à celui d'un procureur.

769. – Plan – Si en matière pénale le rôle du procureur de la République financier restera prépondérant, le régulateur disposera tout de même de moyens d'intervention (I). En revanche, l'AMF, tel un procureur, conduira l'action en matière de manquement administratif et disposera d'un droit d'action et d'intervention pour la défense de l'ordre public boursier au plan civil (II).

I – La constitution de partie civile au pénal

770. – Mise en mouvement de l'action publique – Logiquement, la redéfinition des pouvoirs de l'AMF dans le cadre de la création du Tribunal des marchés financiers n'a pas vocation à remettre en cause le rôle du procureur de la République financier. Ceci serait de toute façon impossible au regard des règles de procédure pénale. En effet, seul le procureur de la République possède la maîtrise de l'action publique (art. 1, Code de procédure pénale). Ainsi, en matière pénale, l'AMF ne remplacera pas le procureur de la République financier, ce qui ne signifie pas pour autant qu'elle en sera totalement absente.

771. – L'exercice des droits de la partie civile – En effet, l'action publique peut également être déclenchée par la partie civile (art. 1, Code de procédure pénale). Or, l'AMF est autorisée à se constituer partie civile pour les délits boursiers (art. L. 621-16-1, CMF).

772. – Un intérêt purement procédural – Il a été relevé que la possibilité pour une autorité publique de disposer des droits de la partie civile pour défendre des intérêts généraux est « *une innovation singulière et manifeste une étonnante évolution de l'action civile : il est difficile de considérer que l'AMF soit la victime des comportements en question et qu'elle puisse demander (et obtenir) à cette occasion la réparation d'un préjudice qu'elle n'a pas subi personnellement*[1]. » Dès lors, il est admis que l'intérêt pour l'AMF de se constituer partie civile est exclusivement procédural. Il s'agit avant tout de corroborer l'action publique et de faire établir l'infraction.

773. – Un droit limité – Ce droit est en réalité assez limité puisque l'AMF ne peut pas, à elle seule, mettre en mouvement l'action publique. Le texte prévoit que le régulateur dispose des droits de la partie civile uniquement « *lorsque les poursuites sont engagées*. » Cela signifie que seul le ministère public peut décider de l'engagement des poursuites et que l'action de l'AMF est soumise à celle du parquet.

774. – Élargir le pouvoir de l'AMF – Si dans le principe, la constitution de partie civile par le régulateur doit être saluée, dans les faits il n'est pas donné suffisamment de force à ce moyen, qui peut d'ailleurs sembler redondant par rapport aux moyens de collaboration déjà mis en place par l'article L. 621-15-1 du CMF. Cependant, nous considérons qu'il faut conserver cette possibilité pour l'AMF car elle pourrait lui permettre de développer son rôle en matière de protection des investisseurs.

775. – Le droit de certaines associations d'exercer les droits de la partie civile – Il conviendrait d'envisager un renforcement du rôle de l'AMF en matière de défense des intérêts des victimes, par le biais de l'exercice des droits de la partie civile, à l'image du dispositif prévu pour certaines associations. Il est prévu, par exemple, que les associations constituées depuis au moins cinq ans, et dont l'objet statutaire est la lutte contre le racisme, certaines formes de violences ou encore la corruption, peuvent exercer les droits reconnus à la partie civile. Le dispositif prévoit que l'association ne peut exercer ces droits qu'après avoir reçu l'accord de la victime (art.

[1] R. Vabres, « Autorité des marchés financiers. – Pouvoir de sanction », *op. cit.*, n° 18

2-1 à 2-23, Code de procédure pénale). Leur action n'est donc pas soumise à la mise en mouvement de l'action publique par le procureur de la République, ce qui rend leur pouvoir très intéressant.

776. – Renforcer le rôle de protection des épargnants – Ces associations poursuivent également un objectif d'intérêt général, tout comme l'AMF dans sa mission de protection des épargnants et de l'intégrité des marchés financiers. Or, rendre un tel dispositif applicable à l'AMF permettrait au régulateur de pouvoir renforcer son action de protection des intérêts des investisseurs. Notamment, en soumettant la possibilité de son action à l'accord de la victime, elle pourra exercer les droits de la partie civile, par exemple, lorsque la victime ne souhaite pas le faire elle-même. De plus, en prévoyant que les éventuels dommages et intérêts octroyés seraient reversés aux victimes ou à un fonds d'indemnisation, l'on renforcerait l'efficacité de la réparation des préjudices, un objectif encore trop injustement satisfait en droit français.

Si dans en matière pénale, le rôle de l'AMF est nécessairement circonscrit par celui du procureur de la République financier, il n'en va pas de même en matière civile et de manquements administratifs.

II – L'AMF, une autorité de poursuite des manquements administratifs et civils

777. – Plan – En ce qui concerne la poursuite des manquements administratifs (a) et des fautes civiles (b), le rôle de l'AMF pourra évoluer vers celui d'un véritable « procureur. »

a) « Procureur » administratif

778. – Le développement du rôle d'autorité de poursuite de l'AMF pourra s'effectuer de manière notable en matière administrative. En effet, avec la création du Tribunal des marchés financiers, il n'y aura désormais plus aucun risque de cumul des fonctions de juger et de poursuite, qui pouvait limiter le rôle du régulateur dans ce domaine, ou en tout cas entacher sa légitimité.

779. – L'AMF comme autorité de poursuite des manquements – L'on a vu que dans le modèle canadien, certaines CVM peuvent directement demander au juge qu'il

constate une infraction réglementaire à la législation sur les valeurs mobilières afin qu'il prononce diverses sanctions. Les CVM, à l'instar de la SEC américaine, agissent comme des autorités de poursuites, telle une sorte de ministère public « administratif. »

Le collège assume déjà ce rôle d'autorité de poursuite en matière administrative. Ces règles n'auront donc pas vocation à être modifiées. Comme c'est le cas actuellement, les résultats des enquêtes et des contrôles menés par les enquêteurs feront l'objet d'un rapport écrit mentionnant « *les faits relevés susceptibles de constituer des manquements au règlement général de l'Autorité des marchés financiers, des manquements aux autres obligations professionnelles ou une infraction pénale* » (art. R. 621-36, CMF). Ce rapport sera transmis au collège qui décidera ou non d'ouvrir une procédure de sanction (art. L. 621-15, I, CMF). Plus précisément, le collège peut décider soit d'ouvrir une procédure de sanction, soit d'opérer un classement sans suite, soit de transmettre le dossier aux autorités judiciaires, à d'autres autorités administratives ou enfin à des autorités étrangères disposant de compétences analogues.

En conservant le principe, la création du TMF appellera uniquement des modifications procédurales. Après s'être vu remis le rapport d'enquête, le collège décidera ou non de saisir le Tribunal des marchés financiers, telle une véritable autorité de poursuite. Il pourra également toujours transmettre le rapport à des autorités étrangères disposant de compétences analogues ou à d'autres autorités administratives. Comme cela est prévu aujourd'hui à l'article L. 621-15, I, al. 2, CMF, si le collège décide de saisir le TMF, il devra notifier les griefs à la personne poursuivie et transmettre la notification au TMF, à la place de la commission des sanctions. Formellement, ce sera la transmission des griefs au TMF qui le saisira.

780. – Légitimation du rôle d'autorité de poursuite des manquements – Et dans la nouvelle architecture proposée, pour la poursuite des manquements administratifs, l'AMF fera office de « ministère public. » En effet, son rôle est fondamental et indispensable dans ce domaine. Étant en charge de la surveillance continue des marchés et de leurs acteurs, elle est la mieux placée pour détecter et poursuivre la commission de manquement.

Or, la création du TMF renforcera la légitimité du rôle de l'AMF en tant qu'autorité de poursuite, ce qui lui permettra de développer encore davantage cette fonction. Les évolutions législatives récentes allaient déjà dans ce sens, mais la trop grande proximité du collège et de la Commission des sanctions nuisait à la légitimité de ce rôle et à l'apparence d'impartialité de la Commission des sanctions. Un justiciable

pouvait nourrir le sentiment qu'elle serait nécessairement en accord avec les conclusions du collège.

Si en matière de manquement, l'AMF agissait déjà dans les faits comme un procureur, cette évolution en matière civile constituerait une véritable innovation.

b) « Procureur » civil

781. – « Procureur » en matière civile – Le recentrage du rôle de l'AMF pourra aussi être l'occasion d'accroître ses attributions en matière civile, dans la perspective d'assurer sa mission de protection des investisseurs. En effet, en faisant de l'AMF une sorte de « procureur civil », l'on pourra espérer une amélioration de la réparation des préjudices des victimes, ce qui reste l'une des lacunes majeures du système actuel, et qui n'est pas prise en compte par la loi du 21 juin 2016. Cet aspect sera tout à fait innovant dans notre système juridique. L'AMF n'intervient que très peu dans les procès civils.

782. – L'AMF comme demandeur dans une instance civile – Pour ce faire, la France pourrait s'inspirer du modèle canadien qui permet au régulateur d'exercer un recours en réparation au nom des investisseurs. Si une action de groupe efficace est mise en place, ce rôle pourrait être tout à fait opportun[1].

783. – Le rôle des CVM canadiennes dans la réparation des préjudices – En effet, à côté de régimes statutaires de responsabilité prévus par les LVM[2], les investisseurs canadiens peuvent opter pour une action en dommages et intérêts de droit commun. Le régime de droit commun est difficile à mettre en œuvre pour les investisseurs, à l'instar du recours de droit français, notamment en raison de la preuve de la faute, du lien de causalité et du préjudice que la victime doit apporter. Cependant, il présente certains avantages par rapport aux recours statutaires en ce qu'il est ouvert à toute personne ayant subi un préjudice et le montant des dommages et intérêts n'est pas plafonné. En principe, la majorité des CVM[3] n'a que le pouvoir de

[1] Voir *infra* n° 788. Mais cela nécessiterait une modification des règles concernant la qualité pour agir dans le cadre d'une action de groupe.
[2] Voir *infra* n° 880
[3] Art. 128, LVMO ; art. 197, LVM de l'Alberta ; art. 187, LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 133, LVM de Nouvelle-Écosse ; art. 67, LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 128 (1), LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 67, LVM de Yukon ; art. 67, LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 67, LVM du Nunavut ; Dans certains cas le prononcé de dommages et intérêts n'est pas expressément visé, mais il

demander au juge provincial de rendre une ordonnance déclaratoire selon laquelle telle personne a violé le droit des valeurs mobilières. C'est le tribunal, de lui-même qui peut décider dans ce cadre, de prononcer une ordonnance d'indemnisation ou de restitution afin de réparer le préjudice causé aux particuliers[1].

784. – Demande des CVM au tribunal d'octroi de dommages et intérêts – Toutefois, la CVM de la Colombie-Britannique, ainsi que l'Autorité québécoise ont la possibilité de demander au tribunal de constater qu'une personne a violé le droit provincial des valeurs mobilières et de lui demander directement de la condamner, notamment, à verser aux victimes des dommages et intérêts[2]. Comme son homologue américain[3], l'article 269.2 de la *LVM* du Québec autorise l'Autorité, lorsque l'intérêt public le justifie, à intenter elle-même un recours judiciaire au nom des investisseurs victimes pour demander au juge qu'il condamne l'auteur à payer des dommages et intérêts à raison du préjudice causé à autrui. L'alinéa 2 précise ensuite que le tribunal peut attribuer des dommages et intérêts punitifs et ordonner à l'auteur de rembourser le profit réalisé. L'intérêt pour la victime est ici évident. L'Autorité prend tous les frais de justice à sa charge et l'investisseur n'a rien à faire si ce n'est collaborer avec elle pour démontrer la fraude. Ainsi, les provinces canadiennes, sans renoncer au recours judiciaire en réparation, utilisent davantage les CVM pour faciliter ces recours pour les investisseurs lésés, ce qui ne peut que rendre la réparation plus efficace.

785. – Exemple de l'affaire Norbourg – Dans le cadre de la « saga Norbourg », sur le fondement de l'article 269.2 de la LVMQ, l'AMFQ a intenté un tel recours contre Vincent Lacroix et les autres personnes mises en cause dans cette affaire, afin de les voir condamner à verser des dommages et intérêts en réparation du préjudice qu'ils auraient causé aux 9 200 investisseurs ayant subi des pertes importantes par leur faute. Ce recours a donné lieu à une décision *de* la Cour supérieure du Québec rendue en 2007[4]. L'Autorité réclamait plus de 10 millions de dollars en dommages et intérêts généraux et punitifs. Parallèlement à l'action de l'AMFQ, des investisseurs avaient formé une requête en autorisation d'un recours collectif contre Vincent Lacroix et autres qui avait été autorisé le 27 septembre 2006 (recours Pellemans). La

---

est précisé que le tribunal peut prononcer toute ordonnance qu'il juge appropriée : art. 152 (1), LVM du Manitoba ; art. 133, LVM du Saskatchewan

[1] Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Asbestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières), op. cit., par. 44

[2] Art. 157 (1), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 269.2, LVM du Québec

[3] Ch. Arsouze, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *op. cit.*

[4] *Autorité des marchés financiers c. Lacroix, op. cit*.

décision avait pour objet de déterminer si le cumul des deux recours était possible ou non[1]. Mais cette décision permet également de mieux saisir la nature et la fonction du recours du régulateur québécois. La décision rappelle que cette action permet à l'AMFQ de poursuivre les personnes qui ont violé la LVMQ, afin de les forcer à rembourser leurs victimes, de confisquer leurs profits ou encore « *de sanctionner leurs actions par le moyen d'octroi de dommages punitifs*[2]. »

786. – L'Autorité responsable de l'ordre public – Il est précisé que le pouvoir d'intervention ainsi conféré à l'AMFQ « *lui est propre, n'appartient à personne d'autre et n'implique ni ne sous-entend aucune notion de mandat ou de représentation légale des victimes ayant subi un préjudice, et ce, même si l'AMF peut exercer ses pouvoirs avec, comme objectif, l'intention d'obtenir réparation du préjudice subi par ces mêmes victimes*[3]. » Ainsi, il importe peu que les investisseurs souhaitent ou non être représentés par l'AMFQ. Cela renvoie à la conception selon laquelle l'AMFQ est le « *policier des marchés financiers, responsable de l'ordre public dans ce domaine*[4]. »
Ce pouvoir est qualifié d'exorbitant par rapport au droit commun des obligations, parce qu'il concrétise « *le pouvoir de l'autorité publique de poursuivre directement les prétendus violateurs des règles régissant les marchés financiers sans que pour autant cette même autorité publique ou l'AMF n'aient subi quelque préjudice qui lui soit propre*[5]. » Ainsi, le recours de l'AMFQ est dans ce cas considéré comme un recours de droit public[6]. Dès lors, elle agit comme une sorte de ministère public en matière civile. Et c'est en vertu de son rôle de « *responsable de l'ordre public* » financier que l'Autorité détient des pouvoirs exorbitants dans ce domaine.

787. – La possibilité d'exercer les droits de la partie civile – En l'état actuel du droit français, l'AMF est loin de disposer d'un tel rôle, sauf en matière pénale où l'article L. 621-16-1 du Code monétaire et financier lui permet d'exercer les droits de la partie civile en matière de délit d'abus de marché. Il est regrettable que ce pouvoir ne

[1] La Cour supérieure décide la suspension du recours par l'AMFQ en se fondant sur l'idée que le préjudice lié à la suspension ne sera pas irréparable dès lors que le produit du recours de l'AMF serait versé aux investisseurs initiateurs de l'autre recours.
[2] *Autorité des marchés financiers c. Lacroix, op. cit.*, par. 3
[3] *Ibid.*, par. 49
[4] *Ibid.*, par. 47
[5] *Ibid.*, par. 53
[6] *Ibid.*, par. 99

concerne que la matière pénale. De plus, il a été relevé que le régulateur le délaisse largement[1].

788. – Intérêt d'un recours civil de l'AMF au nom des victimes – Au regard de l'exemple québécois, il est évident que permettre à l'AMF d'exercer les recours en réparation au nom des victimes, présenterait de nombreux avantages. Tout d'abord, cela éviterait que certains contentieux ne soient jamais portés devant la justice lorsque les victimes ne souhaitent pas exercer de recours, en raison de la faiblesse de leur préjudice, par exemple. Ensuite, lorsque les victimes entendent obtenir réparation, l'exercice du recours par l'AMF leur permettra de ne pas avoir à se lancer elles-mêmes dans une procédure judiciaire et d'assumer toutes les charges afférentes.

789. – Compatibilité avec le principe « *nul ne plaide par procureur* » – Cependant, cette possibilité semble être en contradiction avec le principe, « *nul ne plaide par procureur* » (art. 31, CPC). Il demeure que ce principe n'a pas de valeur constitutionnelle[2] et l'on sait que le Conseil constitutionnel a déjà validé des actions intentées par des groupements au nom d'autrui à la double condition que le particulier pour le compte duquel le syndicat entend agir doit avoir pu donner son accord et conserver sa liberté de se retirer de l'action[3]. Il serait envisageable de prévoir cette nécessité d'un accord de la victime et la possibilité pour elle de se retirer, afin de respecter ces critères.
Mais dans un souci d'améliorer véritablement la régulation financière et de redéfinir le rôle du régulateur, l'on pourrait également envisager une disposition légale qui octroierait expressément à l'AMF le pouvoir d'intenter un recours en réparation au nom des victimes dès lors que le bon fonctionnement des marchés financiers a été atteint.

Il pourrait même être envisagé que dans le cadre d'une procédure relative à un manquement, lorsque l'AMF est la partie poursuivante, elle puisse également demander au juge d'octroyer une indemnisation aux victimes lésées.

---

[1] D. Bompoint, « L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice », *RD bancaire et fin*. n° 4, juillet 2012, dossier 34

[2] Cons. const., Commentaire de la décision n° 2014-690 DC du 13 mars 2014, *Loi relative à la consommation*, p. 10

[3] Décision n° 89-257 DC du 25 juillet 1989, *Loi modifiant le code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion*, cons. 23 à 26 ; Décision n° 2007-556 DC du 16 août 2007, *Loi sur le dialogue social et la continuité du service public dans les transports terrestres réguliers de voyageurs*, cons. 13 : *JurisData* n° 2007-010004

790. – Ainsi, le fait de retirer à l'AMF le pouvoir de sanction lui permettra de développer son action en tant qu'autorité de poursuite. À l'instar des CVM canadiennes, elle pourrait devenir une sorte de « procureur », gardienne de l'ordre public boursier. Cependant, il pourra arriver, en matière civile et pénale, que l'AMF ne soit pas partie à l'instance, ce qui ne doit pas empêcher qu'elle puisse apporter son concours afin de garantir l'ordre public boursier.

B – L'AMF, un sachant

791. – Plan – Si l'AMF dispose déjà aujourd'hui d'un rôle de consultatif dans les instances civile et pénale (I), celui-ci pourrait être encore renforcé dans le nouveau système proposé (II).

I – Aujourd'hui : la participation de l'AMF à l'instance pénale et civile

792. – Le rôle de l'AMF dans les instances où elle n'est pas partie – Il est certain que l'AMF aura vocation à être partie dans la plupart des litiges présentés devant le TMF. Cependant, il est possible en matière pénale et civile que ce ne soit pas toujours le cas. En tant que gardienne de l'ordre public boursier, il faut dès lors s'assurer qu'elle puisse tout de même apporter son expertise au Tribunal. Plusieurs moyens existent déjà en ce sens, surtout en matière pénale, et qui permettent au juge de s'adjoindre le concours du régulateur. Ce concours est susceptible de revêtir deux formes : l'AMF peut être sollicitée pour se prononcer ou donner son avis sur des points particuliers et techniques relatifs à un litige particulier. Mais elle peut aussi contribuer à l'instance en donnant accès à ses documents.

793. – Le rôle actuel du régulateur français – En matière pénale, il est depuis longtemps prévu que l'AMF doit collaborer à l'instance. L'article L. 466-1 du Code monétaire et financier dispose que les autorités judiciaires peuvent demander l'avis de l'AMF lorsqu'elles sont saisies de poursuites relatives à des infractions mettant en cause des sociétés cotées. Cet avis devient obligatoire en présence de délits d'initié de l'article L. 465-1 du même code. L'avis de l'AMF devrait obligatoirement être requis dans les instances pénales relatives à tout abus de marché.

794. – Nécessité de renforcer le rôle de l'AMF dans les instances civiles – Cependant, cette disposition ne concerne que les procédures pénales et ne permet pas au régulateur d'intervenir dans une instance civile, sauf à démontrer qu'il y a un intérêt personnel et direct[1]. Ainsi, l'AMF, comme la doctrine, s'accordent sur le fait qu'il conviendrait de renforcer le rôle du régulateur dans le cadre des recours judiciaires civils, particulièrement pour les recours en réparation[2].

795. – La possibilité de déposer des conclusions – Par exemple, l'article L. 621-20 du Code monétaire et financier permet au juge de recourir à l'aide de l'AMF en tant que « sachant » dans le cadre d'instances civiles. Il est prévu que « *pour l'application des dispositions entrant dans le champ de compétence de l'Autorité des marchés financiers, les juridictions civiles, pénales ou administratives peuvent appeler le président de celle-ci ou son représentant à déposer des conclusions et à les développer oralement à l'audience [...]* » L'AMF a déjà utilisé ce pouvoir, notamment en 2006, dans le contentieux opposant LVMH à Morgan Stanley. La cour d'appel de Paris s'était appropriée les conclusions de l'enquête réalisée par l'AMF, car selon la cour, le rapport constituait « *un élément d'appréciation soumis à la juridiction dont il convient de rendre compte*[3]. »

796. – L'accès aux documents de l'AMF – Si l'AMF peut déposer des conclusions et émettre des avis, en revanche, il lui a longtemps été interdit de donner accès à ses documents dans le cadre d'une procédure civile. L'on sait qu'il revient en principe à la victime de rapporter la preuve du dommage, de la faute et du lien de causalité. Or, cette démonstration s'avère souvent très complexe pour les victimes, tandis que de son côté, l'AMF dispose généralement d'une mine d'informations lorsque les mêmes faits ont fait l'objet d'une enquête ou d'un contrôle. Ainsi, l'AMF détient des documents qui pourraient avoir un impact décisif sur l'issue du recours et contribuer à une meilleure réparation des préjudices. Pourtant, il a longtemps été impossible au juge civil de demander communication de ses pièces à l'AMF, car ses agents étaient

---

[1] Communiqué COB, *Bull. COB*, n° 12, janv. 1970 : Dans l'état actuel de la jurisprudence et en l'absence d'un texte particulier, la COB, lorsqu'elle n'a pas un intérêt personnel et direct, ne peut intervenir, ni émettre un avis devant les juridictions civiles dans les actions intentées par les actionnaires des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne contre ces sociétés, même si ces procès concernent des affaires dont elle a eu à connaître.

[2] Club des juristes, L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit., p. 79 ; AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit.*, p. 27

[3] CA Paris, 15e ch., sect. B, 30 juin 2006, n° 04/06308

soumis au secret professionnel (art. L. 621-4-II, CMF)[1]. Les exceptions au principe étaient très limitées et ne pouvaient profiter qu'au procureur de la République, à l'autorité judiciaire dans le cadre d'une procédure pénale ou de liquidation judiciaire ouverte à l'encontre d'un professionnel régulé (art. L. 621-4-II, CMF).
Dans son rapport de 2011, le groupe de travail de l'AMF préconisait que puissent être transmis au juge civil tout ou partie des éléments recueillis par l'AMF[2]. Déjà en 2008, mais davantage afin de détourner les victimes de la voie pénale, le rapport Coulon sur la dépénalisation du droit des affaires proposait la possibilité pour les victimes « *de disposer d'un droit d'accès à l'enquête de l'AMF [leur] permettant de posséder des éléments de preuve afin d'intenter une action devant la juridiction civile*[3]. »

797. – Accès aux documents des CVM canadiennes – Au Canada les rapports d'enquête ou d'examen réalisés par les services d'enquête des CVM sont, en principe, confidentiels[4]. Cependant, si la commission considère qu'il est dans l'intérêt public de le faire, elle peut autoriser la divulgation, notamment de tout ou partie des rapports d'enquête ou d'examen[5]. De plus, lorsqu'un tribunal est saisi par la Commission d'une poursuite régie par la *Loi sur les infractions provinciales*, la Commission peut exiger que soit produit devant le juge « *tout témoignage donné ou tout document* » obtenu dans le cadre d'une enquête. Le juge décide ensuite de remettre ou non les documents au défendeur, s'il détermine qu'ils sont pertinents et nécessaires à l'exercice de sa défense, et non protégés par le secret[6]. Mais là encore cette règle n'est applicable que dans le cadre d'une procédure pénale.

798. – Consécration de l'accès du juge civil aux rapports de l'AMF – En France, cette possibilité a finalement été mise en place par la loi Hamon sur la consommation du

[1] J.-J. Daigre, « La commercialisation des produits financiers : survol introductif », *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 155
[2] AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit., p. 25-26
[3] J.-M. Coulon, La dépénalisation du droit des affaires, op. cit., p. 67
[4] Par ex. art. 15 (3) et 16 (2), LVM de l'Ontario ; art. 11, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 44 (2) et (3), LVM de l'Alberta ; art. 15 (3), LVM du Saskatchewan ; art. 24 (1), LVM du Manitoba ; art. 176 (2), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 27 (15A), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 36 (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 19 (2), LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 36 (1), LVM du Yukon ; art. 36 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 36 (1), LVM du Nunavut
[5] Par ex. art. 17 (1), LVMO ; art. 44 (4), LVM de l'Alberta ; art. 15 (4), LVM du Saskatchewan ; art. 245, LVM du Québec ; art. 25, LVM du Manitoba ; On remarquera qu'il n'y a pas de dispositions en ce sens dans la LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 29AA, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 36 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 20 (1), LVM de Terre-Neuve et Labrador ; art. 36 (1), LVM du Yukon ; art. 36 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 36 (1), LVM du Nunavut
[6] Par ex. art. 17 (5), LVMO ; art. 29AA (5), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 20 (5), LVM de Terre-Neuve et Labrador

17 mars 2014[1] qui a créé un article L. 621-12-1 du Code monétaire et financier qui dispose : « *L'Autorité des marchés financiers peut transmettre à la juridiction saisie d'une action en réparation d'un préjudice qui en fait la demande les procès-verbaux et les rapports d'enquête ou de contrôle qu'elle détient dont la production est utile à la solution du litige*. » Suivant les recommandations du groupe de travail de l'AMF, la nouvelle règle prévoit que la transmission de documents ne peut se faire qu'à la demande du juge, et non pas des parties directement. De la même manière, la communication est limitée aux procès-verbaux et rapports d'enquête ou de contrôle. En outre, pour les informations relevant du secret des affaires ou de la vie privée, le groupe de travail avait proposé qu'un tri soit opéré par l'AMF ou par le juge afin de décider si certaines informations ne devaient pas être communiquées, ou certains passages occultés. La disposition ne donne pas de précision sur ce point, mais le ministère de la Justice avait déjà émis une préférence pour un tri réalisé par le juge[2].

Un auteur se montre très réticent quant à l'utilisation par le juge civil du résultat des procédures d'enquête menées par l'AMF. Selon lui cela aurait pour « *conséquence de corrompre l'intégrité du procès civil, en le nourrissant de pièces généralement obtenues hors du contrôle d'un magistrat, sous une contrainte pénale inconnue du contentieux judiciaire, dans un cadre procédural opaque et non contradictoire*[3]. » L'auteur évoque aussi le risque que les juges soient enclins à transposer simplement les conclusions de l'enquête administrative sans tenir compte des exigences plus fortes en termes de preuve de la faute imposée par le droit civil par rapport au manquement administratif[4].
À l'inverse, nous pensons qu'il faut saluer l'introduction de cette disposition qui va dans le sens d'une collaboration accrue du régulateur et des juges, ce qui ne peut qu'améliorer tant l'efficacité de la régulation des marchés financiers que l'objectif de réparation des préjudices. Cependant, il nous semble que le rôle de l'AMF dans les instances, particulièrement civiles, pourrait encore être accru.

II – Demain : le renforcement proposé du rôle de l'AMF à l'instance

799. – Le développement du rôle de « sachant » – L'AMF pourrait tout d'abord

[1] Art. 141, Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014
[2] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit*., p. 26
[3] D. Bompoint, « L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice », art. préc.
[4] Ibid.

apporter son expertise dans des domaines précis, comme celui de l'évaluation des préjudices. Mais également, de manière plus générale, il pourrait être opportun d'étendre les possibilités de recours à l'AMF en tant que sachant.

800. – Pouvoir général de sachant – Le Club des juristes considère qu'il pourrait être intéressant de prévoir un « pouvoir général de sachant » de l'autorité de marché, qui permettrait, de manière générale, aux juridictions civiles de pouvoir la consulter en cas de difficultés[1]. En effet, cela devrait entrer dans les attributions naturelles de l'autorité de marché, qui dispose dans ce domaine d'une information et d'une expertise optimale.

801. – Permettre aux parties de faire intervenir l'AMF – De plus, actuellement, seul le juge peut décider de faire intervenir l'AMF pour lui demander un avis ou la transmission de documents. Il pourrait être intéressant de réfléchir à la possibilité d'étendre ce pouvoir aux parties et à l'AMF, elle-même. Dans ce sens, le groupe de l'AMF envisageait d'ouvrir cette possibilité aux parties, qui pourraient elles-mêmes demander directement à l'AMF son avis sur l'application d'une disposition[2].

802. – Intervention volontaire de l'AMF – Il pourrait aussi être intéressant d'explorer l'idée selon laquelle l'AMF pourrait d'elle-même intervenir dans un litige en tant que sachant pour apporter son expertise. Ici le Canada nous offre un exemple de ce type de dispositif. Le Québec prévoit la possibilité pour l'Autorité d'intervenir d'office dans les procès civils, l'article 269 de la *LVM* disposant que « *l'Autorité peut, d'office et sans avis, intervenir dans toute instance civile touchant une disposition de la présente ou des règlements*. » L'on comprend que ce pouvoir est relativement large puisque l'autorité peut l'exercer d'elle-même, sans que le juge ou les parties ne lui en fassent la demande, dès lors que l'instance porte sur une question relative à la LVM ou l'un de ses règlements. Un tel pouvoir est à rattacher à l'idée que le régulateur est perçu comme le gardien de l'ordre public boursier, ce qui justifie qu'il puisse intervenir dans tout litige dans lequel cet ordre public peut être atteint. Si l'on entend faire de l'AMF la véritable gardienne de l'ordre public boursier, il est nécessaire de lui permettre d'intervenir d'office dans les procédures. Elle pourrait notamment

[1] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit.,* p. 79
[2] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit*., p. 27

s'inspirer du rôle du Défenseur des Droits qui peut intervenir comme amicus curiae dans les dossiers d'ampleur[1].

803. – L'évaluation des préjudices – Le concours de l'AMF pourrait être utile pour des questions très techniques comme celle de l'évaluation des préjudices dans les recours civils. Le groupe de travail de l'AMF proposait deux voies à cette fin : l'établissement par l'AMF de termes de référence généraux pour l'évaluation des préjudices indemnisables par type de manquement, et le recours par le juge à l'assistance de l'AMF en tant que « sachant » ou expert. La première de ces propositions vise à apporter au juge un soutien d'application générale, en publiant des termes de référence généraux qui aurait pu servir de guide aux magistrats chargés d'évaluer le préjudice causé par des manquements susceptibles d'être sanctionnés par l'AMF[2]. La seconde proposition visait à apporter au juge une aide au cas par cas, l'AMF pouvant l'aider à apprécier le préjudice indemnisable dans une cause particulière avec davantage de précision, intervenant tel une sorte d'expert. Dans le même esprit, le Club des juristes considère que l'AMF devrait pouvoir fournir « *une aide matérielle utile* » pour caractériser l'existence d'une faute et déterminer avec précision la période entre le moment où les informations trompeuses ont été diffusées et le moment où leur caractère erroné est révélé[3]. Ces propositions qui reposent sur un soutien général et particulier favoriseraient certainement une indemnisation plus juste et plus rapide des préjudices.

804. – Conclusion section 1 – La création du Tribunal des marchés financiers aura nécessairement des conséquences sur le rôle de l'AMF. Certes le régulateur perdra son pouvoir de juger, mais cela ne conduira pas à diminuer son action, bien au contraire. N'étant plus juge des règles qu'elle édicte, et des manquements qu'elle poursuit, l'AMF va pouvoir recentrer ses activités sur le cœur de l'action d'un régulateur en matière d'application de la loi : la surveillance, la prévention, les enquêtes et la détection des fraudes. De plus, cette réforme permettra à l'AMF de pouvoir développer son rôle au cours des instances, que ce soit en tant qu'autorité

[1] Par ex. en matière de contrôle d'identité, le Défenseur des droits avait présenté ses observations devant la cour d'appel de Paris qui avait rendu sa décision le 24 juin 2015. La Cour de cassation avait clairement dit que l'intervention de la Halde dans un procès ne portait pas atteinte aux exigences du droit à un procès équitable et à l'égalité des armes (Cass. Soc. 2 juin 2010, pourvoi n° 08-40628). La même solution s'applique au Défenseur des droits.

[2] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit*., p. 27

[3] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 80

poursuivante ou « procureur », ou en tant que sachant ou expert dans les procès où elle n'est pas partie.

Si la création du TMF aura des conséquences dans la régulation financière dans l'ordre interne français, il convient ensuite de déterminer s'il en ira de même dans l'ordre international.

SECTION 2

LES CONSÉQUENCES DANS L'ORDRE INTERNATIONAL

805. – Plan – Les marchés financiers sont internationalisés et globalisés. Or, ainsi qu'un auteur l'a écrit « *aucun problème majeur n'est aujourd'hui purement national et ne peut recevoir de solution elle-même purement nationale*[1]. » Les acteurs de la régulation financière l'ont bien compris. C'est pour cette raison qu'une coopération au niveau international et surtout européen, pour la France, s'est mise en place depuis une trentaine d'année. Dans le nouveau cadre que nous proposons, il convient d'analyser quelles seront les conséquences de la création du Tribunal des marchés financiers sur ce contexte globalisé de la régulation, notamment au regard de l'OICV (§1) et surtout de l'Union européenne dans le cadre du marché unique (§2).

§1 – La création du TMF au regard de l'OICV

806. – Plan – Bien que dans le cadre de l'OICV, le Tribunal des marchés financiers n'aura pas vocation à intervenir en tant qu'interlocuteur principal (A), son intervention peut être envisagée (B).

A – Le principe de l'absence d'intervention du TMF

807. – La concurrence entre les places financières – La globalisation des marchés financiers est susceptible de créer une concurrence entre les différentes places financières. Selon une certaine vue, d'inspiration anglo-saxonne, moins la réglementation est contraignante, plus un marché sera attractif, avec pour contrepartie une sécurité certainement affaiblie. La coopération internationale visant à l'harmonisation et la convergence des règles et des pratiques est un moyen efficace

[1] D. Carreau, « La régulation de la globalisation par les acteurs privés », publ. 31 janv. 2011 sur *Forces du droit*

de lutter contre ce phénomène et d'assurer une intégrité minimum aux marchés[1]. Cette coopération peut prendre la forme d'accords ou d'organismes auxquels les régulateurs nationaux participent[2].

808. – La conclusion d'accords bilatéraux ou multilatéraux – De manière générale, au niveau international, la coopération passe d'abord par la conclusion d'accords internationaux. Or, selon l'article L. 632-7 du Code monétaire et financier, c'est l'Autorité des marchés financiers qui est autorisée à conclure, avec des autorités homologues relevant d'un État non membre de la Communauté européenne et non-partie à l'accord sur l'Espace économique européen (EEE), des accords de coopération prévoyant notamment l'échange d'informations. Ainsi, à sa création, l'AMF a repris les 35 accords bilatéraux qui avaient été signés par la COB. L'autorité est également partie à deux conventions multilatérales entre les membres du CESR et de l'OICV. Actuellement, la manifestation le plus aboutie de la coopération internationale en matière d'application de la loi réside dans l'action de l'OICV.

809. – La mission de l'OICV – L'OICV a pour mission d'établir « *des standards internationaux dans le but de renforcer l'efficacité et la transparence des marchés de valeurs mobilières, de protéger les investisseurs et de faciliter la coopération entre les régulateurs afin de lutter contre le crime financier*[3]. » L'OICV a vocation à favoriser la convergence et l'harmonisation de la régulation financière, en assurant la coopération de ses membres qui sont, à titre principal, les régulateurs nationaux. C'est donc au niveau des régulateurs que la coopération a vocation à se réaliser, ainsi que le reflète d'ailleurs sa composition.

810. – La composition de l'OICV – L'organisation compte 192 membres, qui se réunissent tous les ans. Ils sont regroupés dans trois catégories différentes : les membres ordinaires, soit les régulateurs de marché de valeurs mobilières ; les membres affiliés, qui regroupent les organismes d'autoréglementation, c'est-à-dire les bourses ou organisations financières ; et les membres associés qui sont généralement des régulateurs supranationaux. Ainsi, ce sont les autorités de régulation qui sont membres de l'OICV et non les États.

---

[1] J. Saint-Geours, « La coopération financière internationale : des exigences de l'harmonisation à une éthique de l'altérité », *Revue d'économie financière*, 1995, vol. 33, n°2, p. 30

[2] Th. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale, op. cit., p. 16, n° 13

[3] V. site de l'OICV : http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco

L'AMF française est membre ordinaire et l'AEMF, membre associé de l'OICV. Au Canada, seuls les régulateurs de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, du Québec et de l'Ontario sont membres ordinaires de l'OICV[1]. L'on remarquera que les ACVM ne sont pas membres associés. Ce point traduit l'un des inconvénients pour le Canada de ne pas être encore doté d'une autorité de régulation pancanadienne[2]. Bien que les principaux marchés financiers canadiens soient représentés au sein de l'OICV, le pays entier ne peut s'exprimer d'une seule voix. En termes de visibilité au niveau international, on comprend que disposer d'une autorité unique présenterait certains avantages.

811. – Édiction de principes de bonne régulation – L'action de l'OICV repose sur la mise en place de standards minimum relatifs à la régulation financière, notamment à travers ses *Objectives and principles of securities regulation* publié pour la première fois en 1998. La version la plus récente date de 2010. Elle compte 38 principes fondés sur les trois grands objectifs que doit poursuivre la régulation financière : la protection des investisseurs, la garantie de l'efficacité, de la transparence et de l'intégrité des marchés et la réduction du risque systémique[3]. Par exemple, le document comprend des recommandations directement à destination des autorités nationales afin qu'elles soient en mesure de remplir efficacement leur mission de surveillance. Il est notamment recommandé que l'autorité soit indépendante (Princ. 2), dispose de pouvoirs adéquats et de ressources propres (Princ. 3), de pouvoirs de contrôle et d'investigation (Princ. 8), et qu'elle soit autorisée à partager des informations avec ses homologues étrangers (Princ. 15). Trois principes sont consacrés à l'application de la loi. Ils recommandent que le régulateur dispose de pouvoirs en matière d'application de la loi, et plus particulièrement en matière de contrôle, d'enquête et de surveillance (Princ. 10, 11, 12). Ainsi, le fait que le régulateur ne dispose pas d'un pouvoir de sanction ne placera pas la France en contradiction avec ces principes.

812. – Le *Multilateral Memorandum of Understanding* (MMoU) relatif à la coopération – En plus de son action en matière d'harmonisation des règles, l'OICV promeut une coopération entre les régulateurs en matière d'application de la loi, les infractions transfrontalières étant de nature à réduire la confiance des investisseurs.

---

[1] V. site internet de l'OICV, « ordinary members of IOSCO » : https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1

[2] Voir *supra* n° 97

[3] OICV, *Objectives and principles of securities regulation*, juin 2010. En ligne : http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf

Suivant cet objectif un accord multilatéral a été adopté le 24 mai 2002 et révisé en 2012.

À la suite des attentats du 11 septembre 2001, partant du constat de l'internationalisation des activités de marché et du risque que les activités de marché soient utilisées pour financer le terrorisme, le MMoU a été mis en place par l'OICV avec pour objectif le développement de la coopération et de l'échange d'information entre les régulateurs nationaux[1]. Il s'agissait notamment d'étendre la coopération aux États considérés comme peu coopératifs[2]. Depuis septembre 2013, le président de l'AMF a pris la tête du *Multilateral Memorandum of Understanding Monitoring Group.* En novembre 2015, 106 des 130 membres ordinaires de l'OICV avaient signé le MMoU, dont l'AMF et les CVM de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec.

813. – L'échange d'information – Le MMoU détermine diverses exigences sur le type d'informations qui peuvent être échangées et de quelle manière, sur la capacité juridique de requérir des informations et de les partager, et de quelle façon elles peuvent être ensuite utilisées.

814. – Succès du MMoU – Cet instrument est de plus en plus utilisé par les régulateurs. L'augmentation est exceptionnelle. En effet, en 2003, seules 56 demandes d'informations avaient été effectuées, alors qu'en 2014, on en comptait 3080[3]. Cette évolution démontre à quel point la coopération internationale est importante dans la détection efficace des fraudes. Ce type d'initiative doit être salué en ce qu'il tient compte de l'internationalisation de la délinquance financière. Ce dispositif incite les pays à collaborer ensemble afin d'éviter que le changement de juridiction ne permette les contrevenants à échapper à la justice. Notamment le dispositif permet à un régulateur, lorsqu'il constate qu'une personne viole sa législation financière, mais également qu'il conduit ses activités illégales dans un autre pays, de pouvoir obtenir des preuves situées dans ces autres juridictions.

815. – L'AMF acteur principal de la coopération mondiale – Dans le cadre de l'OICV, les acteurs principaux de la coopération sont les régulateurs nationaux, ou provinciaux pour le Canada. Le rôle des autorités de régulation est donc primordial

[1] OICV, « Multilateral Memorandum Of Understanding Concerning Consultation And Cooperation And The Exchange Of Information », version révisée de mai 2012, p. 2
[2] P.-H. Conac, *La régulation des marchés boursiers par la COB et la SEC, op. cit*., n° 435, p. 461
[3] V. site de l'OICV : http://www.iosco.org/about/?subsection=mmou

au niveau international. Il n'est pas question de priver l'AMF de ces prérogatives qui constituent les attributions naturelles d'une autorité de régulation : la surveillance et l'enquête. Dès lors, la création du TMF ne modifiera pas cette situation et l'AMF aura toujours vocation à assumer cette fonction, fondamentale dans le cadre de marchés financiers largement globalisés.

En revanche, suivant l'objectif d'améliorer le système de sanction en tenant compte de la globalisation des marchés financiers, il est possible d'envisager l'intervention du TMF dans ce système.

B – Des améliorations envisageables : l'intervention du TMF

816. – Une autorité de régulation mondiale – Dans le cadre de l'internationalisation des marchés financiers, certains appellent de leurs vœux la création d'une autorité de régulation supranationale qui mettrait en place des standards de régulation financière dont elle veillerait à la bonne application. Logiquement, l'OICV assumerait ce rôle. Cependant, pour des raisons politiques et de souveraineté nationale, la création d'un tel régulateur mondial semble bien lointaine, si ce n'est utopique[1]. En revanche, il est possible d'envisager certaines améliorations dans la coopération internationale par l'intermédiaire de l'OICV, notamment en ce qui concerne la sanction des infractions transfrontalières.

817. – Développer le rôle opérationnel de l'OICV – À l'heure actuelle, l'OICV ne joue aucun rôle opérationnel en matière de détection, d'enquête et d'application de la loi.
Sa seule action dans ce domaine consiste à résoudre les conflits entre les régulateurs relatifs aux demandes d'information formulées dans le cadre du MMoU. Suivant l'objectif d'améliorer la détection et la répression de la criminalité financière transfrontalière, il pourrait être envisagé d'inclure davantage l'OICV dans ce type d'enquêtes. Elle pourrait avoir un rôle de coordinateur entre les différentes autorités impliquées ainsi qu'avec les autres instances internationales comme Interpol. Selon l'auteur qui a formulé cette proposition[2], celle-ci est difficilement réalisable, car cela contraindrait l'OICV à devoir jongler avec des systèmes juridiques très différents et

[1] J. Austin, « The Power and Influence of IOSCO in Formulating and Enforcing Securities Regulations », *op. cit.*, p. 16
[2] *Ibid.*, p. 17

surtout cela imposerait aux États de lui concéder certains pouvoirs. Cependant, il pourrait être envisagé d'impliquer davantage l'OICV sans pour autant subir ces obstacles.

818. – Mise en place d'une base de données alimentée par le TMF – Notamment, l'OICV pourrait mettre en place et gérer une base de données, qui serait alimentée par les régulateurs nationaux, relative aux infractions qui ont été poursuivies et sanctionnées, ainsi que les sanctions prononcées. En effet, les autorités de régulation produisent chaque année un rapport d'activité qui recense le nombre de procédures de sanction engagées, achevées, le type et le montant des sanctions prononcées. L'on pourrait envisager que le Tribunal des marchés financiers, à la suite de la Commission des sanctions, produise ce type de document statistique à l'OICV. Également, le TMF reprendrait la pratique développée par le Commission de publier une table de jurisprudence. Ces données pourraient être collectées par l'ensemble des organes chargés de la sanction.

819. – Mise en place de forums de discussion – L'on pourrait également envisager d'organiser des réunions, par exemple sur une base annuelle, des organes chargés de la sanction afin de réfléchir à l'établissement d'une politique plus générale de sanction des violations à la législation financière. Ces rencontres pourraient être l'occasion de discuter de cas précis qui ont fait intervenir plusieurs autorités de régulation afin de cerner plus précisément les forces et lacunes du système. Dans ce cadre, le TMF pourrait participer à ces forums.

820. – Développer la pratique des MMoU – De par leur flexibilité, les MMoU sont des instruments qui permettent de faire avancer plus rapidement la coopération et la convergence, sur la base du volontariat. De plus, il est prévu que les régulateurs ne peuvent signer le MMoU sur la coopération que si les lois de leurs pays reflètent les principes de régulation développés par l'OICV. Par exemple, les pays appliquant le secret bancaire ou ayant des lois qui pourraient faire obstacle à la divulgation d'informations ne peuvent pas signer le MMoU[1]. Partant, le MMoU peut être utilisé comme un instrument pour favoriser la convergence des législations.

821. – Conclusion – La coopération mondiale en matière de régulation financière s'effectue principalement dans le cadre de l'OICV, qui regroupe les régulateurs

[1] *Ibid*., p. 6-7

nationaux. Cette coopération porte sur la volonté d'harmoniser les règles applicables, les pratiques et développer la coopération des régulateurs pour rendre la détection et la poursuite des infractions transfrontalières plus efficaces. Ainsi, cette coopération touche essentiellement les prérogatives naturelles d'une autorité de régulation, mais pas directement la sanction. Pour ces raisons, la création du TMF n'aura pas de conséquences particulières, et l'AMF continuera d'être l'interlocuteur privilégié dans ce domaine. Cependant, des évolutions seraient souhaitables pour prendre en compte la création du TMF. Le même constat peut être formulé en ce qui concerne la coopération au niveau européen.

§2 – La création du TMF au regard de l'Union européenne

822. – Plan – Comme dans le cadre de l'OICV, en matière d'application du droit de l'Union européenne sur les marchés financiers, la coopération s'effectue principalement au niveau des autorités de marché (A). Cependant, dans le cadre du marché commun et de l'harmonisation de la régulation financière dans l'Union européenne, des améliorations sont véritablement nécessaires, et dans cette perspective, le Canada peut fournir des pistes de réflexions intéressantes (B).

A – Le principe de l'absence d'intervention du TMF

823. – Harmonisation et marché commun – Dans le cadre de l'Union européenne, l'harmonisation et la coopération sont naturellement beaucoup plus poussées que dans le contexte international. En effet, l'harmonisation des règles est très avancée et ne repose pas sur l'adhésion volontaire des régulateurs, mais sur le processus législatif européen. Bien que les provinces canadiennes ne soient pas des États, le schéma européen est relativement comparable à la situation canadienne des provinces qui ont développé depuis longtemps une collaboration accrue en terme de définition de la réglementation et de coopération des autorités de régulation dans le but de parvenir à un cadre harmonisé. Dans les sphères régionales plus restreintes telles que l'Europe et le Canada, il faut distinguer l'harmonisation des règles, qui relève de la volonté des législateurs, de la coopération proprement dite entre les

autorités de régulation pour veiller à la bonne application des règles mises en place sur l'ensemble de l'espace géographique considéré.

824. – Les origines de l'harmonisation européenne : la procédure de Lamfalussy – L'harmonisation européenne concernant les marchés financiers dans l'Union européenne s'est particulièrement développée à partir de 2001 et l'adoption de la procédure de Lamfalussy. Le dispositif reposait essentiellement sur quatre niveaux. Pour assurer la mise en place de ces quatre niveaux[1], des comités ont été créés, notamment en matière financière, un Comité des valeurs mobilières[2] et un Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR)[3]. En 2009, la mission du CESR a été renforcée par la refonte de la décision du 6 juin 2001[4]. D'abord limité à un rôle de conseil sur les mesures d'exécution de niveau 2, le CESR devait désormais aussi contribuer « *à la mise en œuvre commune et uniforme et à l'application cohérente de la législation européenne* » en publiant des orientations et recommandations. Il devait également améliorer « *la coopération entre les autorités de surveillance nationales dans le domaine des valeurs mobilières*[5]. » Ainsi que le professeur Th. Bonneau a pu le résumer, le processus de Lamfalussy est « *un dispositif d'élaboration du droit européen, de transposition des textes européens dans l'ordre interne et d'applications desdits textes au sein des États membres*[6]. » Depuis, la procédure de Lamfalussy n'est plus appliquée, en raison de la création du dispositif mis en place pour les autorités européennes de surveillance « *qui se suffit à lui seul*[7]. »

825. – La consécration du marché commun : l'AEMF – En effet, à la suite de la crise bancaire et financière, l'Union européenne a créé en novembre 2010 trois nouvelles autorités de surveillance pour le secteur de la banque, de l'assurance et des marchés

[1] Le premier niveau consistait en l'adoption de principes cadres pris par voie de directives par le Conseil et le Parlement. Le deuxième niveau comprenait des mesures d'exécution prises par voie de règlements ou de directives de la Commission qui faisait intervenir le Comité européen des valeurs mobilières et le comité européen des régulateurs des valeurs mobilières. Le niveau trois relevait uniquement du Comité européen des valeurs mobilières qui devait assurer la coopération des régulateurs nationaux et élaborer des lignes directrices et des recommandations pour garantir la bonne application des mesures de niveaux 1 et 2. Enfin, le niveau 4 renvoie au contrôle par la Commission de l'application de la législation européenne.

[2] Décision 2001/528/CE de la Commission du 6 juin 2001 instituant le Comité européen des valeurs mobilières, JOCE n° L. 191/45 du 13 juillet 2001

[3] Décision 2001/527/CE de la Commission du 6 juin 2001 instituant le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières a été remplacée par la Décision 2009/77/CE du 23 janvier 2009.

[4] Décision 2001/528/CE du 6 juin 2001, *op. cit.*

[5] Art. 3, Décision 2009/77/CE, 2009/78/CE, 2009/79/CE du 23 janvier 2009

[6] Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale, op. cit.*, p. 50-51, n° 75.2

[7] *Ibid.*, n° 77

financiers[1]. Sur la base du rapport Larosière, a été mise en avant la distinction entre la surveillance macroprudentielle, caractérisée par le Comité européen du risque systémique, et la surveillance microprudentielle qui repose sur les trois autorités sectorielles, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) pour le secteur des marchés financiers.

826. – Les attributions limitées de l'AEMF – Bien que depuis 2010 la surveillance microprudentielle repose sur les trois autorités sectorielles, dont l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) pour le secteur des marchés financiers, cette dernière à des pouvoirs relativement limités en matière d'application de la loi et de sanction. Ainsi, la coopération européenne dans ce domaine ne se réalise, en réalité, pas par son intermédiaire.

827. – Mission de l'AEMF – L'AEMF a pour mission d' « *agir en vue d'améliorer le fonctionnement du marché intérieur, notamment en assurant un niveau de réglementation et de surveillance élevé*[2]. » Ses domaines d'intervention sont définis par l'article 1§2 du règlement n° 1095/2010. Sa compétence s'applique à la mise en œuvre de la directive MIF, Prospectus[3] et Transparence[4]. Elle est chargée, notamment, de contribuer à la création de normes et de pratiques communes de grande qualité en matière de réglementation et de surveillance, de contribuer à l'application harmonisée des actes juridiquement contraignants de l'Union, de surveiller et d'analyser l'évolution du marché dans son domaine de compétence et de favoriser la protection des investisseurs. Pour cela, elle est chargée de participer à l'élaboration du droit en assistant la Commission. L'AEMF doit également favoriser la convergence des pratiques des autorités nationales, organiser la surveillance des établissements financiers transfrontaliers et intervenir en cas d'urgence. Dans cette perspective, l'AEMF peut adopter des normes techniques de réglementation et d'exécution, ainsi que des lignes directrices et recommandations. Cependant, elle ne dispose par elle-

[1] Règlement (UE) n° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers) ; Règlement (UE) n° 1093/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité bancaire européenne) ; Règlement (UE) n° 1096/20110 du Parlement européen et du Conseil du 17 novembre 2010 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques relatives au fonctionnement du Comité européen du risque systémique ; Règlement (UE) n° 1094/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles)

[2] Règlement 1095/2010, cons. n° 11

[3] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003

[4] Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004

même d'un pouvoir réglementaire. Partant, la mission principale de l'AEMF est de s'assurer que le droit de l'Union européenne est appliqué correctement par les régulateurs nationaux.

828. – Application de la loi – De plus, l'AEMF a un rôle en matière d'application du droit, car elle peut être amenée à prendre une décision individuelle[1]. Elle peut exercer ce pouvoir dans trois cas limitativement énumérés : la violation du droit de l'Union européenne, les cas d'urgence et le règlement d'un différend entre des autorités nationales. Mais ce pouvoir reste dans tous les cas résiduel puisqu'il ne peut être mis en œuvre que si l'Autorité nationale ne s'est pas conformée aux recommandations ou à la décision de l'AEMF (art. 19, Règl. 1095/2010).

829. – Le pouvoir de sanction limité de l'AEMF – En revanche, l'AEMF ne détient pas de pouvoir général de sanction à l'égard des contrevenants à la législation européenne. À l'origine, elle ne disposait d'ailleurs d'aucun pouvoir de sanction. La prise en compte du pouvoir de « juger » d'une autorité de régulation est très récente dans le droit de l'Union européenne[2].
Ces attributions ont cependant rapidement évolué en ce sens, d'abord par un règlement du 11 mai 2011[3] qui lui a conféré un pouvoir de sanction limité aux seules agences de notation et ensuite par le règlement EMIR[4] en fit de même par rapport aux référentiels centraux en 2012. L'AEMF détient à leur égard des prérogatives d'enquête, de contrôle, d'inspection et s'il en résulte la constatation d'une violation, d'un pouvoir de leur infliger des sanctions, notamment des amendes et astreintes. L'AEMF détient donc un pouvoir direct de surveillance et de sanction sur les agences de notations et les référentiels centraux, mais uniquement sur ces acteurs. En revanche, elle peut également interdire certaines opérations, notamment en matière de ventes à découvert.

830. – Le rôle des autorités nationales – Dans cette nouvelle organisation, les autorités nationales comme l'AMF conservent la supervision courante, ce qui est loin

[1] R. Vabres, « Autorité européenne des marchés financiers. Statut, organisation et pouvoirs », *J. Cl. Banque – Crédit Bourse*, Fasc. 1514, oct. 2011, n° 48
[2] O. Douvreleur, « Le pouvoir de sanction de l'Autorité européenne des marchés financiers », *Mélanges AEDBF VI*, RB Édition, 2013, p 199
[3] Règlement (UE) n° 513/2011 du 11 mai 2011 modifiant le Règlement (CE) n° 1060/2009 du 16 sept. 2009 sur les agences de notation
[4] Règlement (UE) n° 648/2012 du 4 juil. 2012 sur les produits dérivés négociés de gré à gré, aux contreparties centrales et les référentiels centraux (« EMIR »)

d'être anodin. En outre, le cas particulier des agences de notation et des référentiels centraux mis à part, les enquêtes et la sanction s'effectuent toujours au niveau national. Malgré le caractère très limité des pouvoirs de l'AEMF en la matière, il existe en revanche de nombreuses règles organisant la coopération entre les autorités nationales.

831. – La coopération européenne – Bien que le droit de l'Union européenne n'impose pas que les sanctions soient prononcées par l'autorité de régulation, il est vrai que les États ont l'obligation de se doter d'une « autorité publique » qui assure les fonctions de surveillance et d'enquête. Au niveau européen, comme au niveau international, la coopération en vue de l'application des textes harmonisés européens est prévue au niveau de cette « autorité compétente. » Or le Code monétaire et financier identifie l'AMF comme étant « *l'autorité unique servant de point de contact pour recevoir les demandes d'échanges d'information ou de coopération des autorités des autres États membres de l'Union européenne ou des autres États parties à l'Espace économique européen, ainsi que de l'Autorité européenne des marchés financiers lorsque ces demandes portent sur l'exécution de la directive 2011/61/UE* » (art. L. 632-8, CMF).

832. – Les ACVM – Au Canada, les ACVM jouent un rôle majeur en matière d'harmonisation de la législation sur les valeurs mobilières[1]. Mais le conseil formé des dix autorités provinciales et des trois autorités territoriales détient aussi un rôle important en matière d'application de la loi. Il entre dans les missions des ACVM de « *protéger les investisseurs contre des pratiques déloyales ou frauduleuses*[2]. » Dès lors, dans le cadre des ACVM, les autorités de marché ont développé une coopération en matière d'application de la loi afin qu'elle soit la plus efficace possible. Notamment, il s'agit d'empêcher que le caractère provincial de la réglementation et de la régulation ne favorise la délinquance intra-provinciale.
Or, selon le rapport 2015 des ACVM sur l'application de la loi : « *Les autorités en valeurs mobilières interviennent rapidement et adéquatement pour repérer les cas d'infraction, mener des enquêtes et engager des procédures*[3]. » En outre « *la collaboration entre les autorités empêche la propagation transfrontalière des infractions. Elle accroît l'efficience dans chaque territoire et d'un territoire à l'autre*[4]. »

[1] Voir *supra* n° 65
[2] ACVM, Rapport sur l'application de la loi 2015, *op. cit*., p. 3.
[3] *Ibid*., p. 4.
[4] *Ibid*., p. 3.

Ainsi, ces deux modèles de coopération sont fondés sur l'action des autorités de régulation.

833. – La coopération au niveau européen – Au niveau européen, le Code monétaire et financier consacre un chapitre à la « Coopération et [l']échange d'informations avec l'étranger » (art. L. 632-1 A et s., CMF). Il est prévu que l'AMF « *coopère avec les autorités des autres États membres de l'Union européenne ou des autres États parties à l'Espace économique européen exerçant des fonctions homologues. (…) Elle échange notamment avec ces dernières autorités les informations nécessaires à l'accomplissement de leurs missions respectives* » (art. L. 632-1, CMF). Ces dispositions ont pour objectif d'assurer la collaboration des autorités de surveillance européennes dans le cadre des enquêtes et de la détection des comportements frauduleux. Le dispositif repose essentiellement sur l'échange d'informations mais également sur la réalisation d'actions conjointes.

834. – Enquêtes conjointes – L'article L. 632-2 du CMF permet à toute autorité de l'Union européenne ou de l'EEE, de requérir la coopération de l'AMF dans le cadre d'une activité de surveillance, d'un contrôle sur place ou d'une enquête.
La même chose est possible pour les autorités de régulation situées en dehors de l'EEE, mais sous réserve du respect de la condition de réciprocité (art. L. 632-16, CMF). Lorsque l'AMF reçoit une demande concernant un contrôle sur place ou une enquête, elle peut décider de l'effectuer elle-même, ou de permettre à l'autorité requérante d'y procéder directement. L'AMF ne peut en principe refuser de donner suite à une telle demande, sauf si elle est de nature à porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité ou à l'ordre public français. Il en va de même lorsqu'une procédure pénale quelconque a déjà été engagée en France sur la base des mêmes faits et contre les mêmes personnes, ou bien lorsque celles-ci ont déjà été sanctionnées par une décision passée en force de chose jugée pour les mêmes faits (art. L. 632-5, CMF). Ainsi, au stade de l'enquête, la coopération est une obligation pour l'autorité de régulation, pour laquelle seule une dérogation très limitée existe.
De même, les membres des ACVM peuvent mettre en commun des ressources d'enquête afin d'obtenir des informations concernant des personnes qui pourraient exercer des activités illégales sur le territoire de plusieurs provinces. En effet, il est prévu dans les LVM qu'une CVM peut lancer une enquête pour « *aider à l'application*

régulière des lois sur les valeurs mobilières ou les produits dérivés ou à la réglementation des marchés financiers d'une autre autorité législative »[1].

835. – Échange d'informations – De plus, la coopération est fondée sur l'échange d'informations. Par exemple, si l'AMF a des motifs raisonnables de soupçonner que des actes enfreignant les dispositions applicables aux prestataires de services d'investissement, aux sociétés de gestion gérant des organismes de placement collectif, aux marchés réglementés ou aux entreprises de marché ont été commis sur le territoire d'un autre État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'EEE, elle doit en informer l'autorité compétente de cet autre État d'une manière aussi circonstanciée que possible (art. L. 632-6, CMF).
Également, lorsqu'une situation d'urgence susceptible de menacer la stabilité du système financier d'un autre État membre de l'Union européenne ou d'un autre État partie à l'accord sur l'Espace économique européen le justifie, l'AMF est autorisée à échanger toute information nécessaire avec les ministères de ces États en charge du secteur financier (art. L. 632-1, CMF). L'AMF peut aussi recevoir des informations des autorités étrangères, mais elle ne peut utiliser les informations couvertes par le secret que pour l'accomplissement de ses missions (art. L. 621-21, al. 4, CMF).
Enfin, depuis l'ordonnance n° 2013-676 du 25 juillet 2013, l'AMF doit communiquer *"aux autorités compétentes d'autres États membres les informations utiles pour suivre les conséquences potentielles des activités de sociétés de gestion fournissant le service de gestion de portefeuille pour le compte de tiers ou exerçant l'activité de gestion de placements collectifs, sur la stabilité d'établissements financiers présentant une importance systémique, et sur le bon fonctionnement des marchés sur lesquels les gestionnaires sont actifs, et pour réagir à ces conséquences"* (art. L. 632-6-2, CMF).

836. – Coopération des autorités compétentes – Ainsi, la coopération européenne se fait, comme à l'international, au niveau des autorités de régulation. Les raisons en sont sensiblement les mêmes. L'on voit que la coopération a essentiellement pour objectif de permettre la détection et la poursuite des fraudes, qui dans le cadre du marché unique et du passeport européen, peuvent facilement se perpétrer sur le territoire de plusieurs États membres. Dès lors, cette coopération portant sur les

[1] Art. 142 (1), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 11 (1), LVMO ; art. 41 (1), LVM de l'Alberta ; art. 12 (2), LVM du Saskatchewan ; art. 22 (2), LVM du Manitoba ; art. 171 (1), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 239, LVMQ et art. 33 LAMF ; art. 27 (1), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 30 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 12 (1), LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 30 (1), LVM du Yukon ; art. 30 (1), LVM du Nunavut; art. 30 (1), LVM des Territoires du Nord-Ouest

attributions de l'autorité de régulation, la création du Tribunal des marchés financiers n'aura aucune conséquence sur son déroulement.

Si l'Union européenne souhaite véritablement tendre vers une Europe des marchés financiers commune et parfaitement intégrée, des améliorations sont encore nécessaires. La création du TMF, qui devra être intégré dans le paysage communautaire, peut en être l'occasion.

B – Les améliorations nécessaires : la participation du TMF

837. – Plan – Contrairement à la coopération au niveau mondial pour laquelle le degré de coopération est nécessairement limité, dans le cadre de l'Union européenne, il est souhaitable de développer l'harmonisation, non seulement des règles, mais aussi de leur application. Cette harmonisation est déjà manifeste en ce qui concerne la réglementation, mais des améliorations sont encore possibles au stade de l'application du droit de l'Union européenne par les organes de sanction. Fort de l'exemple canadien, l'on pourrait envisager la création d'un comité au sein de l'AEMF chargé de veiller à l'application harmonisée de la loi et à la gestion des procédures de sanction transfrontalières (I). Le TMF pourrait en être l'une des parties prenantes. L'on pourrait également envisager de faire participer directement le TMF à la coopération (II).

I – Proposition de création d'un comité des sanctions de l'AEMF

838. – Le Comité des ACVM chargé de l'application de la loi – Au Canada, les ACVM sont composées de différents comités permanents, dont un comité chargé de l'application de la loi. Ses membres sont les principaux responsables de l'application de la loi dans chaque territoire. Ce comité se réunit tous les mois pour traiter de questions générales relatives à l'application de la loi, mais aussi de dossiers particuliers dans lesquels il convient de prendre des mesures réciproques ou conjointes. Les ACVM organisent également des séminaires afin de partager des connaissances et des techniques.

839. – Création d'un comité des sanctions au sein de l'AEMF – Il conviendrait d'envisager ce type de rencontres sur une base régulière dans le cadre de l'Union

européenne. Cette initiative pourrait logiquement se faire sous l'égide de l'AEMF. Dans le cadre de telles réunions, l'AMF, mais surtout le TMF pourraient y participer. Par exemple, l'on pourrait confier cette tâche à l'un des professionnels présents au sein du nouveau tribunal. L'objectif de ces réunions serait de discuter des nouvelles réglementations relatives à la répression et de leur interprétation. De plus, comme au Canada, lorsque des dossiers impliquant plusieurs États membres se présentent, l'on pourrait tenir des réunions spécifiques entre les pays concernés. Une telle initiative favoriserait d'abord une application des règles, nettement plus harmonisée. Ensuite, cela permettrait un traitement plus efficace des litiges transfrontaliers, et donc bien mieux accepté.

840. – L'objectif d'harmonisation des sanctions – L'Union européenne a depuis quelque temps fait de l'harmonisation des sanctions un objectif prioritaire. Déjà, en 2001, Alexandre Lamfalussy regrettait que les pouvoirs de sanction et d'enquête des autorités nationales ne soient « *pas définis au niveau communautaire*[1]. » Aussi, les directives adoptées depuis, Abus de marché[2], MIF[3], Transparence[4], Prospectus[5], ont toutes opéré une harmonisation des sanctions relative à leur niveau et à leur caractère. De manière générale, ces sanctions doivent être efficaces, proportionnées et dissuasives. Pourtant, cet effort s'est révélé insuffisant. En 2009, le rapport Larosière regrettait encore que les régimes nationaux soient « *faibles et hétérogènes* » et concluait qu'il était « *urgent de renforcer et d'harmoniser les sanctions.* » Il appelait à la création d'un « *ensemble plus harmonisé de (…) régimes de sanctions en matière financière*[6]. » En 2010, la Commission européenne opérait un constat identique dans sa recommandation « *Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services*

[1] Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, A. Lamfalussy (dir.) févr. 2001, p. 26. En ligne : http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_fr.pdf

[2] Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché)

[3] Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil

[4] Directice 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE

[5] Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE

[6] Rapport du groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union Européenne, *op. cit.*, Recommandation 20

financiers[1] », dans laquelle elle relevait les divergences et lacunes des différents régimes nationaux. Elle a manifesté le souhait de la création d'un socle minimal de sanctions administratives harmonisées. Elle invitait notamment à ce que soient systématiquement pris en compte des facteurs communs tels que l'avantage procuré à l'auteur, sa puissance financière, son degré de coopération ou encore la durée de l'infraction. Elle appelait également à l'adoption de sanctions pénales pour les infractions les plus graves.

841. – La consécration d'un socle commun de sanctions – Les institutions de l'Union se sont donc lancées dans cette voie depuis 2011 concernant les abus de marché. Cela a conduit à l'adoption d'une directive et d'un règlement sur les sanctions pénales en 2014 qui prévoient un socle minimal de sanctions imposées aux États membres ainsi qu'un certain nombre de facteurs qui doivent obligatoirement être pris en compte lors du choix de la sanction.
Cette avancée en matière pénale a été rendue possible par le Traité de Lisbonne[2], qui a conféré à l'Union des compétences nouvelles en matière pénale qui peuvent s'exercer à l'égard de la criminalité transfrontière particulièrement grave et dans les domaines ayant fait l'objet de mesures d'harmonisation, si les nécessités du rapprochement des législations nationales l'imposent. Dans ces hypothèses, il est possible d'adopter des directives pour établir des règles minimales relative à la définition des infractions pénales et des sanctions dans le domaine concerné[3]. Or, dans une communication de 2011[4], la Commission explique que « *la protection du fonctionnement des marchés financiers* » fait partie des domaines dans lesquels l'Union devrait intervenir pénalement.

842. – Le rôle fédérateur du comité des sanctions – Il apparaît clairement que l'application harmonisée de sanctions elles-mêmes harmonisées, par les États membres, fait partie des évolutions souhaitées par l'Union européenne. Or, doter l'AEMF d'un comité des sanctions permettra aux organes chargés de la sanction, autorité de régulation ou non, de pouvoir échanger sur la manière dont chacun

[1] Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, « Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers », COM(2010) 716 final, 8 déc. 2010
[2] Traité de Lisbonne modifiant le traité sur l'Union Européenne et le traité instituant la Communauté Européenne (2007/C 306/01) signé le 13 déc. 2007 et entré en vigueur depuis le 1er déc. 2009.
[3] Art. 69 A et s. du Traité de Lisbonne
[4] Commission européenne, « Vers un recours raisonnable au droit pénal afin de mieux appliquer la réglementation de l'Union européenne et de contribuer à la protection de l'argent des contribuables », Communiqué de presse, 20 sept. 2011, IP/11/1049

applique les sanctions dans sa juridiction. Ces discussions permettront d'identifier les éventuelles difficultés afin de faire avancer la législation. Et surtout, en proposant également des séminaires explicatifs sur des sujets précis, la création d'un tel forum aura certainement pour effet de favoriser l'harmonisation dans l'application des sanctions prévues par les textes européens.

843. – Production d'un rapport d'activité – En outre, sur le modèle du comité des ACVM, le comité créé au sein de l'AEMF produirait un rapport annuel pour rendre compte de ses activités et permettre, notamment aux professionnels d'avoir accès à des comptes rendus d'activité sur les différents sujets traités dans l'année par le comité. Cela favoriserait une application plus harmonisée du droit de l'Union européenne également au niveau des acteurs des marchés financiers qui comprendraient mieux les attentes du législateur européen.

844. – Un traitement plus efficace des dossiers transfrontaliers – Enfin, dans le cadre du comité, l'on pourrait envisager la tenue de réunions spéciales lorsque se présente un litige impliquant plusieurs États membres. Au Canada, le Comité chargé de l'application de la loi des ACVM se réunit également lorsqu'un litige faisant intervenir plusieurs provinces nécessite, par exemple, de prendre des mesures conjointes.
Le comité se réunirait par exemple pour décider de la manière dont devrait se dérouler une enquête conjointe. Mais il pourrait aussi intervenir au stade de la poursuite afin que les autorités poursuivantes se mettent d'accord sur la procédure à suivre, les griefs à retenir et les sanctions à requérir. Un tel système favoriserait encore davantage la coopération et la collaboration entre les autorités de marché, rendant ainsi plus efficaces la détection et la poursuite des infractions commises sur le territoire de plusieurs États membres.

Mais il est également envisageable de mettre en place une coopération directement au stade de la phase de sanction.

II – Proposition d'une participation du TMF à la coopération

845. – Plan – Si la coopération européenne au stade de la détection des infractions est déjà bien aboutie, le constat n'est pas le même au stade de la procédure de sanction. En effet, en présence d'une infraction qui aurait été commise sur le territoire de

plusieurs États membres, aucune coopération n'est prévue au stade de la sanction entre les autorités qui sont chargées de la prononcer. Dans l'hypothèse où le TMF et un homologue étranger pourraient également être compétents, il conviendrait de prévoir au moins une information réciproque. Cependant, il est possible d'aller plus loin en autorisant les organes de sanction à tenir des audiences conjointes (a) et à prendre des ordonnances réciproques (b). Là encore, la création du TMF doit s'accompagner d'une réflexion communautaire.

a) La tenue d'audiences conjointes

846. – Difficultés liées aux litiges transfrontaliers – L'Union européenne financière repose sur un marché commun et une législation de plus en plus harmonisée. Les autorités compétentes en matière de sanction sont censées appliquer les sanctions définies par le législateur européen de manière harmonisée. Cependant, ce principe repose sur le postulat que chaque organe de sanction national opère seul. Or, il peut arriver qu'un contrevenant ait perpétré des activités illégales de même nature sur le territoire de plusieurs États membres. Dans une telle hypothèse, cette personne sera susceptible de faire l'objet de sanctions de la part de ces diverses autorités lors d'instances distinctes. L'on mesure déjà les difficultés auxquelles peut conduire cette situation.

847. – Le dispositif canadien d'audiences conjointes – Afin de résoudre les difficultés soulevées par ce type d'infractions, un dispositif existant au Canada pourrait se révéler particulièrement utile. En effet, les LVM prévoit qu'en présence d'une violation interprovinciale, les CVM peuvent tenir des audiences conjointes. Les LVM disposent que les autorités peuvent « *tenir des audiences conjointement avec d'autres organismes auxquels une loi attribue le pouvoir d'administrer ou de réglementer les opérations sur valeurs mobilières, produits dérivés ou marchandises. Elle peut consulter ces organismes au cours de l'audience ou en rapport avec elle* »[1]. Ainsi, les CVM ont la possibilité de tenir des audiences conjointes lorsqu'une affaire concerne plusieurs provinces. En pratique, les audiences conjointes se déroulent par vidéoconférence.

[1] Art. 3.5 (2), LVMO ; art. 4 (9), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 24 (2) et art. 25 (1), LVM de l'Alberta ; art. 115.1, LAMF du Québec ; art. 38 (4), Loi sur la commission des services financiers et des services aux consommateurs du Nouveau-Brunswick ; art. 150 (aae) et (aaf), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 55 (1), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 55, LVM du Yukon ; art. 55, LVM du Nunavut ; art. 55, LVM des Territoires du Nord-Ouest

848. – Exemple – Un exemple permet de saisir l'intérêt du dispositif. En 2005, un cabinet de courtage virtuel établi en Illinois, était accusé d'avoir réalisé des opérations sur valeurs mobilières sur le territoire de dix provinces canadiennes sans être inscrit auprès d'aucune autorité en valeurs mobilières.
Six des dix autorités concernées ont décidé de traiter cette affaire lors d'une audience conjointe organisée par vidéoconférence. À la suite de cette audience, le prédécesseur du Tribunal du Nouveau-Brunswick, la Commission des valeurs mobilières, et les CVM de l'Alberta, du Manitoba, de la Nouvelle-Écosse, de l'Ontario et le Bureau de décision québécois ont entériné un règlement amiable conclu avec le cabinet de courtage[1]. Les membres de la Commission du Nouveau-Brunswick avaient alors fait remarquer les avantages d'un tel procédé : « *ce règlement est un autre exemple de collaboration efficace entre les autorités provinciales de réglementation des valeurs mobilières. Ces démarches coordonnées de règlement permettent d'éviter les débours inutiles et les procédures complexes qu'il faudrait engager s'il était nécessaire de conclure 10 ententes avec autant d'autorités de réglementation. Elles contribuent à alléger le fardeau de la réglementation dans le marché*[2]. »

849. – Un dispositif favorisant la cohérence et la simplification – Tous ces arguments trouveraient facilement à s'appliquer dans le contexte de l'Union européenne. Un cas tel que celui évoqué ci-dessus pourrait tout à fait survenir. Or, les sanctions étant harmonisées au niveau européen, il serait parfois plus cohérent et plus simple de régler le litige par une audience conjointe.
En effet, lorsque la contravention est la même dans l'ensemble des territoires, le fait de tenir une audience conjointe permet de rationaliser les moyens, et de réaliser des économies par la mutualisation, ce qui est conforme à l'approche économique du droit. De plus, cela évite la multiplication des audiences pour des faits identiques appelés à recevoir une sanction identique, apportant ainsi une réelle simplification. Également, pour le contrevenant, il est plus simple de ne comparaitre qu'à une audience unique, et sa sanction n'en sera que plus lisible pour lui. Enfin, ce type de dispositifs contribue à attester de la réalité de la coopération entre les autorités de valeurs mobilières.

[1] Les quatre autres autorités ont entériné le règlement amiable par un processus administratif.
[2] Commission des valeurs mobilières du Nouveau-Brunswick, Communiqué de presse, « Le règlement avec optionsXpress inc. est entériné », 8 sept. 2005. En ligne : http://www.gnb.ca/cnb/newsf/sc/2005f1145sc.htm

850. – Un dispositif favorisant la coopération et l'harmonisation – Un tel dispositif permettrait également aux différentes juridictions européennes, au fil des affaires, de développer une interprétation plus harmonisée des textes européens. *In fine*, cela mettrait un terme au phénomène de *forum shopping*. Même si celui-ci a tendance à se réduire à mesure que les règles sont harmonisées, leur application par l'organe de sanction peut différer d'un État à l'autre. Or, en organisant des audiences conjointes et une collaboration entre les organes de sanction, l'on favorisera une application harmonisée des sanctions, un objectif cher à la Commission.
L'existence du TMF ne sera pas un obstacle à l'instauration d'une telle collaboration, bien au contraire. Il s'agira d'une juridiction spécialisée composée de magistrats compétents dans le domaine financier et dont l'action sera soutenue par la présence d'assistants spécialisés et de professionnels. Ils n'en seront que plus efficaces. De plus, avec la centralisation du contentieux que la réforme suscitera, les autorités ou les juridictions étrangères se retrouveront face à un interlocuteur unique, le Tribunal des marchés financiers, ce qui facilitera la collaboration, alors que selon le système actuel, il aurait fallu collaborer à la fois avec l'AMF, les juridictions pénales et les juridictions civiles. En somme, l'harmonisation communautaire suppose une harmonisation interne à notre système.

851. – Mise en place d'audiences conjointes dans l'Union européenne – La transposition d'un tel dispositif en droit de l'Union présenterait des avantages certains. Tout comme les autorités de régulation collaborent au stade de l'enquête, l'on pourrait instaurer une collaboration au stade du jugement en permettant la tenue d'audiences conjointes. En présence d'infractions transfrontalières, cela permettrait d'apporter une réponse d'ensemble cohérente et harmonisée. Il ne s'agirait absolument pas de priver un État de son pouvoir de sanction, mais simplement de permettre aux organes chargés de les prononcer, de réfléchir ensemble aux sanctions appropriées en vertu de la situation générale. Cela favoriserait très certainement la diminution des divergences au niveau européen dans les sanctions prononcées.

852. – Proposition – En pratique, une audience conjointe pourrait être demandée par un organe de sanction en présence d'une infraction identique commise sur le territoire de plusieurs États membres, qui aurait pu être révélée par le biais de l'information réciproque organisée entre les autorités de marchés au stade de

l'enquête. L'exemple topique serait celui de l'exercice d'une activité réglementée sans avoir obtenu l'agrément nécessaire, ni bénéficié du passeport.
Pour décider dans quel État l'audience « physique » aurait lieu, il conviendrait de se référer à l'État dans lequel le professionnel est inscrit et à défaut d'inscription, l'État du lieu du siège social.
Comme les CVM canadiennes, les organes de sanction européens pourraient décider de prononcer une sanction. De plus, l'on pourrait envisager, en amont de la procédure de sanction, la possibilité pour les autorités de marché de négocier ensemble un accord transactionnel, dont l'homologation pourra également faire l'objet d'une audience conjointe.

853. – Ainsi, cette mesure de simplification et de cohérence, favorisera un traitement plus efficace et harmonisé des infractions commises sur le territoire de plusieurs États membres. De plus, cette initiative contribuera à une évolution vers un véritable système de régulation à l'échelle européenne, tout comme d'ailleurs la possibilité pour les organes de sanction de rendre des ordonnances réciproques.

b) La prise d'ordonnances réciproques

Suivant une logique similaire, la reprise du dispositif des ordonnances réciproques prévu par les LVM canadiennes doit être envisagée.

854. – Le dispositif canadien – Les membres des ACVM peuvent, sous certaines conditions, prendre des ordonnances réciproques, ce qui leur permet d'appliquer une décision dans plus d'un territoire. Une ordonnance peut être prononcée réciproquement à la suite d'une ordonnance d'un tribunal ou d'une CVM d'une autre province. Le dispositif autorise les autorités à appliquer sur leur territoire des ordonnances prononcées dans un autre territoire par une autre autorité de réglementation. En effet, dès lors qu'une personne a déjà fait l'objet d'une sanction prononcée par un organisme de réglementation des valeurs mobilières, la CVM d'une autre province peut se prévaloir de cette décision pour appliquer à son tour des sanctions à cette personne. Ce faisant, l'on organise des effets extra provinciaux pour une mesure.

855. – Définition – Les LVM confèrent aux CVM le pouvoir de « *rendre une ordonnance, à l'égard d'une personne, si elle estime qu'il est dans l'intérêt public de le faire,*

après avoir donné à cette personne l'occasion d'être entendue » dans les cas suivants : si la personne a été déclarée coupable au Canada ou ailleurs d'une infraction découlant d'une transaction, d'affaires commerciales ou d'une ligne de conduite reliées à des valeurs mobilières ou à des dérivés ou d'une infraction en vertu des lois de l'autorité législative régissant l'achat ou la vente de valeurs mobilières ou de dérivés, si une cour ou un tribunal compétent au Canada ou ailleurs a déterminé que la personne a contrevenu ou ne s'est pas conformée aux lois de l'autorité législative régissant l'achat ou la vente de valeurs mobilières ou de dérivés, si la personne fait l'objet d'une ordonnance rendue par un organisme de réglementation des valeurs mobilières au Canada ou ailleurs qui lui impose des sanctions, des conditions, des restrictions ou des exigences ; et enfin si la personne a conclu un règlement avec un organisme de réglementation des valeurs mobilières ou un organisme d'autoréglementation au Canada[1]. Au Québec et au Saskatchewan, l'ordonnance est rendue à la demande de l'Autorité par le Bureau de décision et le Tribunal des valeurs mobilières.

De manière générale, les LVM permettent aux CVM provinciales de rendre des ordonnances réciproques du seul fait qu'une personne a été reconnue coupable d'une infraction criminelle mettant en cause des valeurs mobilières ou si une personne a fait l'objet d'une décision qui lui impose des obligations ou des sanctions, rendue par une autorité en valeurs mobilières d'une autre province canadienne ou même d'un autre État.

856. – Conditions – Trois conditions préalables doivent être réunies. D'abord, l'autorité qui entend pendre une ordonnance réciproque doit démontrer que l'on se trouve dans l'une des situations visées précédemment. Ensuite, l'autorité doit laisser à la personne concernée la possibilité de présenter ses observations ou de produire des documents en relation avec les faits qui sont à l'origine de la condamnation, de la décision ou de la transaction[2].
Enfin, comme toute ordonnance rendue par une CVM, elle doit être justifiée par l'intérêt public.

---

[1] Art. 127 (10), LVMO ; art. 184 (1.1), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 198.1 (2), LVM de l'Alberta ; art. 134 (1.1), LVM du Saslatchewan ; art. 161 (6), LVM de la Colombie-Britannique ; art. 148.4 (1), LVM du Manitoba ; art. 134 (1A), LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 60 (3), LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 127 (1.1), LVM de Terre-Neuve-et-Labrador ; art. 60 (3), LVM du Yukon ; art. 60 (3), LVM du Nunavut; art. 60 (3), LVM des Territoires du Nord-Ouest ; art. 318.2 et 323.8.1 LVMQ
[2] V. par ex. Autorité des marchés financiers c. Henderson, 2014 QCBDR 68, par. 30

857. – L'intérêt public : précisions – Dans la décision *Landbankers*, le Bureau québécois avait énoncé des principes permettant de déterminer si l'intérêt public requiert le prononcé d'une ordonnance réciproque. D'abord l'ordonnance doit être prononcée dans le but de protéger les investisseurs sur un territoire donné[1]. Elle peut être prononcée même en l'absence de preuve de la commission d'une infraction sur le territoire où l'ordonnance réciproque est demandée, dès lors que l'objectif est d'éviter le risque de contagion d'activités illégales vers la province.

858. – Risque de contagion – Le Bureau de l'AMFQ explicite le critère du risque de contagion. L'on considère que ce risque existe lorsque les personnes visées ont démontré qu'elles peuvent et souhaitent se déplacer dans le pays et réaliser leurs activités dans différentes provinces, et que ces personnes possèdent l'expérience et les connaissances requises qui peuvent faciliter la répétition de la commission des actes qui leur étaient reprochés dans leur territoire d'origine. Pour évaluer l'intérêt public, le tribunal doit tenir compte du fait que la législation en valeurs mobilières vise notamment à protéger le public d'investisseurs. Et, pour prononcer l'ordonnance réciproque, le tribunal doit tenir compte de facteurs qui indiquent un risque potentiel pour la protection des investisseurs et le bon fonctionnement du marché[2].

859. – Type d'ordonnances réciproques – Au Canada, les ordonnances réciproques portent essentiellement sur des mesures d'interdictions d'exercer certaines activités. Cela s'explique aisément par le fait que l'objectif de ces ordonnances est d'éviter qu'une personne condamnée ou sanctionnée dans une autre province ne puisse continuer ses activités illégales dans d'autres provinces. Il s'agit donc principalement d'une mesure préventive, de protection des investisseurs.

860. – Exemple – Par exemple, l'Autorité québécoise a saisi le Bureau de décision d'une demande d'ordonnance réciproque d'interdiction d'opération sur valeurs et d'exercer l'activité de conseiller. L'intimé avait déjà fait l'objet d'une condamnation pénale pour fraude en vertu du Code criminel canadien. Il avait également fait l'objet d'ordonnances rendues par la CVMO d'interdiction d'opération sur valeurs, de retrait du bénéfice des dispenses contenues dans la LVM ou ses règlements,

---

[1] Par ex. *Autorité des marchés financiers c. Henderson*, [2014] ABASC 49, par. 5 ; *Re Leemhuis*, [2008] ABASC 585, par. 12 ; *Autorité des marchés financiers c. Henderson, op. cit.*, par. 37-39 ; *Autorité des marchés financiers c. Landbankers International MX, s.a. de c.v.*, [2008] QCBDRVM 50, p. 13-14

[2] *Autorité des marchés financiers c. Landbankers International MX, s.a. de c.v., op. cit.*, p. 13-14

d'interdiction d'exercer l'activité de conseiller ou d'agir à titre de gestionnaire de fonds d'investissement et d'interdiction d'agir comme administrateur ou dirigeant d'un émetteur, d'un courtier, d'un conseiller et d'un gestionnaire de fonds d'investissement. Les faits se sont principalement déroulés en Ontario. Même si aucune activité ne s'est réalisée sur le territoire québécois, l'Autorité estime qu'une ordonnance réciproque est nécessaire au regard de l'intérêt public dès lors qu'il existe un risque pour la protection des investisseurs québécois. En effet, selon l'Autorité, il existe « *un risque réel de contagion des activités illégales* » de la personne visée vers la province, cette personne ayant déjà sollicité des investisseurs québécois[1]. Pour prendre sa décision, le Bureau vérifie que les trois conditions sont bien réunies. La personne visée a fait l'objet de mesures de sanction de la part de la CVMO et a été reconnue coupable de fraude au Code criminel. La première condition est remplie. Ensuite, le Bureau constate que la personne visée a bien eu l'occasion de présenter ses observations. Enfin, il suit l'analyse de l'Autorité et considère que cette mesure est dans l'intérêt public.

Dans cette même affaire, la CVM de l'Alberta avait également déjà pris une ordonnance réciproque sur la base de celles prononcées par la CVM de l'Ontario[2]. La décision est intéressante, car contrairement à la demande québécoise où des investisseurs québécois avaient été sollicités, aucune activité illégale n'avait été réalisée en Alberta, ni aucun investisseur albertain sollicité. Pour justifier le prononcé de l'ordonnance réciproque, la CVM de l'Alberta s'est fondée sur le fait que la fraude est considérée comme l'une des plus graves infractions relatives aux marchés financiers. La Commission a jugé qu'il est dans l'intérêt public de prononcer une telle ordonnance réciproque au regard de la gravité de la conduite de la personne concernée et du fait que les activités de marchés sont par nature transfrontalières[3]. Ainsi, l'on constate qu'il n'est pas nécessaire que la fraude ait un lien ou un impact sur la province à l'origine de la demande d'ordonnance réciproque. Le seul fait que les activités de marché soient transfrontalières, suffit pour la Commission de l'Alberta à démontrer le risque de contagion.

861. – Réciprocité automatique – Dans le même ordre d'idées, depuis juillet 2015, la CVM de l'Alberta a ajouté un article à sa LVM pour assurer la réciprocité automatique des décisions prononcées par les autres autorités en valeurs mobilières. Cette nouvelle disposition prévoit que la plupart des nouvelles ordonnances et des

[1] *Ibid*., par. 37-39
[2] *Autorité des marchés financiers c. Henderson, op. cit*.
[3] *Autorité des marchés financiers c. Henderson, op. cit*., par. 6

nouveaux règlements amiables des autres autorités en valeurs mobilières du Canada prennent effet automatiquement en Alberta (art. 193.1 (3), LVM de l'Alberta). En pratique cela signifie que ces ordonnances ou règlements amiables s'appliqueront automatiquement en Alberta, sans que le personnel de la CVM de l'Alberta n'ait à faire de demande officielle d'ordonnance réciproque. Une disposition similaire a été adoptée en Nouvelle-Écosse.

862. – Objectif poursuivi – Pour comprendre l'intérêt de cette pratique, l'on peut se référer à plusieurs décisions du Bureau de décision québécois, dans lesquelles il s'est expliqué sur la pratique des ordonnances réciproques[1]. Notamment dans la décision *Boréalis*, il affirme qu'elles ont pour « *but de favoriser un meilleur encadrement du marché québécois des valeurs mobilières et de manière plus globale du marché canadien et international. L'adoption de ces principes a été rendue nécessaire compte tenu notamment de la globalisation des marchés et des progrès technologiques, notamment l'utilisation grandissante de l'internet. La sollicitation des investisseurs dans un territoire donné est devenue une préoccupation de la majorité des régulateurs de marché. (…) Un encadrement réglementaire moderne et efficace exige de s'adapter aux nouvelles réalités des marchés financiers. L'adoption récente des articles 318.2 et 323.8.1 de la Loi sur les valeurs mobilières par l'Assemblée nationale vise à encadrer les échanges transfrontaliers dans le secteur financier, tels que ceux prévus par le mécanisme du « passeport », en se fiant de plus en plus à une autorité principale ou à une décision d'un tribunal comme le Bureau. Une telle manière de faire favorise les placements à l'échelle canadienne tout en assurant un encadrement efficace des différents intervenants. La coopération entre les provinces élimine les barrières juridiques liées à la territorialité des lois.* [2]. »

863. – Une meilleure appréhension des infractions transfrontalières – Ces ordonnances permettent de résoudre les difficultés liées à la multitude de juridictions et surtout d'empêcher qu'un individu condamné dans une province ne puisse reprendre ses activités illicites dans une autre. Cette pratique permet de tenir compte, dans les faits, de la globalisation des activités financières. Elle offre également un contrepoids à l'espace de liberté créé par le système du passeport. En effet, si l'on admet qu'une personne puisse exercer très facilement ses activités sur l'ensemble du territoire canadien ou européen, il est nécessaire, en contrepartie

[1] *Autorité des marchés financiers c. Borealis International inc.*, [2008] QCBDRVM 38 ; *Autorité des marchés financiers c. Landbankers International MX, s.a. de c.v., op. cit. ; Autorité des marchés financiers c. Oversea Chinese Fund Limited Partnership*, [2009] QCBDRVM 27.
[2] *Autorité des marchés financiers c. Borealis International inc., op. cit.*, p. 19-20

d'apporter une réponse efficace aux risques nouveaux qu'une telle ouverture implique.

864. – Mise en place d'un dispositif de décisions réciproques dans l'UE – Il serait particulièrement intéressant de transposer un mécanisme similaire au sein de l'Union européenne. L'on pourrait envisager que lorsqu'un organe de sanction, autorité de marché ou Tribunal des marchés financiers, prend une mesure de sanction, les autres autorités européennes pourraient à leur tour rendre une décision réciproque afin de faire appliquer la sanction sur leur territoire national.
En France, la demande serait formée par l'AMF au Tribunal des marchés financiers, à l'instar du système québécois où l'Autorité forme sa requête auprès du Bureau de décision.

865. – Conditions – Plusieurs conditions devraient être remplies. Il faudrait d'abord démontrer que la personne a déjà fait l'objet de sanction ou d'une condamnation pénale dans un État de l'Union européenne. Comme au Canada, il faudra respecter les droits de la défense en permettant à la personne visée de présenter ces observations en personne et/ou par écrit. Enfin, il faudra également que l'autorité requérante démontre l'existence d'un risque sérieux pour la protection des investisseurs et du bon fonctionnement des marchés. Il nous semble que cette condition devrait pouvoir être remplie dès lors que la personne visée est un intermédiaire financier bénéficiant du passeport européen pour exercer ses activités. Bien entendu, la preuve sera facilement rapportée si le professionnel exerce déjà des activités similaires à celles qui ont donné lieu à la sanction, dans l'État requérant et si elle a déjà sollicité des investisseurs sur ce territoire, par exemple.

866. – Conclusion section 2 – La coopération au niveau européen en matière d'application de la loi se fait essentiellement au niveau des régulateurs nationaux. Dès lors, la création du Tribunal des marchés financiers n'aura pas vocation à modifier cette architecture. Particulièrement dans le contexte européen, la création du TMF doit s'accompagner de l'initiative, par la France, d'une réflexion communautaire. Il est intéressant de s'inspirer de certains dispositifs canadiens tels que les audiences et les ordonnances conjointes afin d'améliorer la coopération et l'harmonisation de la pratique de la sanction, tout en apportant une réponse plus cohérente et plus efficace aux infractions commises sur le territoire de plusieurs États membres de l'Union européenne.

867. – Conclusion Chapitre 2 – Il est clair que la création du Tribunal des marchés financiers ne se fera pas sans conséquences sur le système de régulation tel qu'il existe aujourd'hui en France. Au niveau interne, le fait pour l'AMF de ne plus avoir la charge de la fonction de juger entraînera un recentrage et donnera une légitimité nouvelle à son action. Au niveau international, l'AMF continuera d'être l'acteur principal de la coopération au sein de l'OICV et de l'Union européenne. Cependant, certaines améliorations peuvent être envisagées, particulièrement dans l'Union européenne. L'AEMF n'ayant qu'un pouvoir de sanction très restreint, il convient de développer davantage les actions conjointes entre les organes de sanction nationaux, dans le but d'aboutir à une harmonisation également dans la pratique de la sanction. La réforme de notre système de sanction pourrait être l'occasion de l'enclenchement d'un processus de réflexion en droit communautaire.

868. – Conclusion Titre 1 – Le système répressif en droit des marchés financiers doit être réformé. Il s'agissait tant d'une obligation légale, face à l'interdiction du cumul des sanctions pénales et administratives. Mais là, une nécessité se faisait ressentir, face aux insuffisances de la répression actuelle. Ces lacunes sont en grande partie le fruit d'un cumul et d'une multiplication des procédures administrative, pénale et civile. Afin de rendre le système de sanction plus efficace et parfaitement conforme aux exigences en matière de garanties procédurales, la solution idoine réside dans la création d'une juridiction spécialisée qui aurait la charge de l'ensemble du contentieux actuel : les manquements administratifs sanctionnés par la Commission des sanctions, les délits boursiers jugés par le juge pénal et la réparation des préjudices causés par les abus de marché et les manquements des professionnels à leurs obligations dans le cadre de la commercialisation et de la gestion d'instruments financiers. Une telle concentration du contentieux permettra de mutualiser et rationaliser les moyens en mettant fin au cumul des procédures. Mais cette réforme permettra aussi l'émergence d'une jurisprudence harmonisée. En outre, si l'AMF se désengageait du processus de sanction, cela ne diminuerait pas pour autant son rôle. Au contraire, la conséquence sera que le régulateur pourra allouer davantage de moyens et de temps à ses fonctions de surveillance et d'enquête. De plus, à l'abri de tout cumul des fonctions, l'AMF pourra endosser le rôle de véritable procureur, gardien de l'ordre public boursier. Enfin, dans le cadre de l'internationalisation de la régulation, l'AMF continuera d'être l'interlocuteur privilégié, tant au niveau international qu'européen. Cependant, dans le cadre européen, suivant certains dispositifs applicables au Canada dans le cadre des ACVM, il apparaît possible de

renforcer encore davantage la coopération et l'harmonisation de l'action des organes chargés de la sanction, dans la perspective de créer un véritable marché commun non seulement au niveau des acteurs, mais également de l'application de la loi. La création du TMF est une occasion intéressante dont doit se saisir la France pour initier une réflexion communautaire à ce sujet.

TITRE 2
PROPOSITION POUR LES POUVOIRS DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS : LA RESPONSABILITÉ CIVILE

869. – Contentieux traditionnel : manquements administratifs et matière pénale – Le Tribunal des marchés financiers recevra une compétence exclusive en matière de sanction des manquements, des délits constitutifs d'abus de marché et de la réparation des préjudices causés aux investisseurs. Pour la sanction des manquements, il conviendra de simplement transférer au TMF les pouvoirs de sanctions appartenant aujourd'hui à la Commission des sanctions. Dans ce domaine, aucune modification particulière quant à la nature et au *quantum* des sanctions administratives n'est à opérer. Leur montant est suffisamment important et dissuasif. En outre, les dispositions réglementaires et législatives prévoient déjà de nombreuses sanctions permettant de suspendre ou d'interdire certaines activités, dont l'efficacité n'est plus à démontrer. De même en matière pénale, le TMF pourra prononcer l'ensemble des sanctions pénales prévues par les textes. Avec le renforcement des sanctions pénales prévu par la loi du 21 juin 2016 relative aux abus de marché[1], le dispositif pénal est suffisamment satisfaisant. En effet, l'augmentation de la durée des peines d'emprisonnement pour les abus de marché constitutifs de délit et l'alignement du montant des amendes sur celui des sanctions pécuniaires applicables au manquement, permettra assurément de redonner à la voie pénale son intérêt et sa force.

870. – Contentieux spécifique du TMF : la réparation des préjudices – Ce qui est inédit, c'est que le Tribunal des marchés financiers détiendra une compétence exclusive pour juger des actions en réparation d'un préjudice financier en lien avec les marchés financiers. Cela permettra le développement d'une jurisprudence harmonisée et cohérente, forgée par des magistrats spécialistes de la matière, assurant ainsi une meilleure prévisibilité et sécurité juridique pour les justiciables. Dans son rapport, le Club des juristes soulevait déjà le problème de la compétence des magistrats en matière financière et boursière, ainsi que de l'absence de juridiction spécialisée dans ce domaine. Or, en matière de répression pénale des abus de marché, le contentieux est réservé au TGI de Paris (art. 704-1, CPP). Pour résoudre cette difficulté et les inconvénients qui en résultent, le rapport proposait de confier une compétence exclusive au TGI et au Tribunal de commerce de Paris pour toutes les questions relatives à la réparation des préjudices financiers, en créant une chambre spécialisée qui aurait été composée de magistrats ayant reçu une formation

[1] Voir *supra* n° 624

spécifique[1]. Selon nous, et le système proposé, c'est au TMF que celle-ci doit être désormais réservée.

871. – La nécessité d'améliorer la réparation des préjudices – Cependant, contrairement à la matière administrative et pénale, le seul transfert du pouvoir de sanction au Tribunal des marchés financiers ne sera pas suffisant pour obtenir une réparation efficace des préjudices financiers. Aucune disposition dans le projet de loi sur la répression des abus de marché n'était prévue pour améliorer cette question. C'est pour cette raison, et parce que ce domaine préoccupe de plus en plus la doctrine, le régulateur et les pouvoirs publics qu'il est indispensable d'y consacrer des développements spécifiques, afin de formuler des propositions visant à l'amélioration de la réparation des préjudices financiers, dont l'inefficacité nuit à notre système de sanction, mais aussi à l'efficience des marchés français en ce qu'elle est de nature à réduire leur attractivité.

872. – L'action du TMF en vue de l'amélioration de la réparation des préjudices – Partant, dans le cadre de la création du Tribunal des marchés financiers, il sera nécessaire de prévoir des améliorations à l'action en responsabilité civile afin d'atteindre l'objectif d'une réparation efficace des préjudices financiers, indispensable à l'efficacité du système de sanction global. C'est ainsi que l'on pourra en finir avec cette affirmation très juste selon laquelle « *l'impératif répressif occulte et finalement écrase l'impératif indemnitaire*[2]. »

873. – L'exemple canadien – Si la réparation de préjudices dans le domaine financier au Canada souffre également de certaines lacunes, il a pu être constaté que ce pays accorde traditionnellement davantage d'importance à cette problématique. Des solutions ont été recherchées pour pallier aux inconvénients du régime de responsabilité général afin d'améliorer l'indemnisation des victimes.

874. – Plan – Suivant cet exemple, des améliorations pourraient emprunter deux directions. Tout d'abord, il faut adapter les mécanismes de la responsabilité civile au droit des marchés financiers (Chapitre 1). Ensuite, il convient d'adapter l'action collective au droit des marchés financiers (Chapitre 2). Ces deux propositions sont

[1] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 81-82

[2] A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* n° 3, 2007, p. 21

intimement liées en ce que la seconde permet au droit de la responsabilité civile d'épouser au mieux les spécificités du droit des marchés financiers.

CHAPITRE 1

L'ADAPTATION DE LA RESPONSABILITÉ CIVILE AU DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

875. – Plan – Là encore deux propositions peuvent être formulées. D'une part, il convient d'adapter les règles relatives aux préjudices causés par les abus de marché. Suivant l'exemple canadien, il peut être envisagé de créer un régime spécifique de responsabilité applicable aux abus de marché avec pour objectif de faciliter l'exercice des recours par les victimes en tenant compte des spécificités de la matière boursière (Section 1). D'autre part, il nous semble intéressant de réfléchir à une adaptation de la réparation par l'introduction de dommages et intérêts punitifs. Sur ce point, les exemples du Québec et des provinces canadiennes anglophones pourront fournir de précieux modèles (Section 2).

SECTION 1

L'ADAPTATION DES RÈGLES RELATIVES AUX PRÉJUDICES CAUSÉS PAR LES ABUS DE MARCHÉ

876. – Plan – Il ressort de l'analyse des recours en réparation des préjudices des investisseurs que les conditions applicables à la responsabilité civile de droit commun ne sont guère adaptées aux spécificités des marchés financiers, et particulièrement aux abus de marché (§1). Afin de rendre la réparation de ces préjudices plus efficace, l'on pourrait s'inspirer des régimes de responsabilité statutaires existant au Canada et opter pour une définition légale du préjudice (§2). De plus, l'adoption de présomptions et d'un renversement de la charge de la preuve au profit du demandeur (§3), ainsi qu'une méthode objective d'évaluation du préjudice (§4) sont des pistes très intéressantes.

§1 - La nécessité d'un régime adapté aux abus de marché

877. – Inadaptation de la responsabilité civile de droit commun – Il ne fait désormais plus de doute que l'application des conditions de la responsabilité civile de droit commun aux préjudices subis par les investisseurs constitue un frein à l'efficacité de la réparation. Elle est également nuisible à la sécurité juridique et la prévisibilité nécessaires à l'attractivité des marchés financiers ainsi qu'à leur bon fonctionnement. Ce constat est vrai pour la France, mais le même peut être dressé au Canada, qu'il s'agisse du régime de droit civil ou de *common law*[1].

878. – Préjudices liés à la commercialisation et la gestion d'instruments financiers (exclusion) – Bien que la réparation de tous les préjudices causés aux investisseurs manque d'efficacité, ce sont les préjudices causés par les abus de marché qui souffrent du plus grand nombre de lacunes en droit français. Concernant les

[1] Voir *supra* n° 491 et s.

préjudices subis dans le cadre de la commercialisation et la gestion de produits financiers, la jurisprudence et le législateur ont mis à la charge des professionnels de nombreuses obligations sur lesquelles les clients peuvent se fonder pour engager leur responsabilité. De plus, le recours à la perte de chance ne suscite pas véritablement de difficultés dans son principe, dès lors que les manquements aux obligations de conseils sont généralement sanctionnés sur ce fondement. En outre, l'on a pu constater qu'en cas de manquement important à une obligation d'information, la jurisprudence n'hésite pas à réparer l'intégralité des pertes subies[1]. Au vrai, ce qui suscite le plus de difficultés dans ce domaine a davantage trait à l'éclatement du contentieux et l'absence d'harmonisation des solutions. Mais cela sera aisément résolu par l'attribution exclusive du contentieux de la réparation au Tribunal des marchés financiers.

879. – Préjudices causés par les abus de marché – En revanche, en matière d'abus de marché, les décisions sont extrêmement rares. Cela s'explique notamment par la difficulté que rencontrent les victimes à appliquer les conditions classiques de la responsabilité civile à ce type de contentieux très particulier, en raison de la présence de l'aléa boursier. Et l'on a pu constater que le recours à la perte de chance ne permet pas de résoudre l'ensemble des difficultés et conduit à ne pas réparer l'ensemble des préjudices, et parfois à une évaluation plus qu'approximative[2]. Aussi, la création de règles spécifiques à ce contentieux apparaît grandement nécessaire si l'on souhaite améliorer la réparation des préjudices causés par les abus de marché, et *in fine*, rendre plus efficace le système global de sanction.

880. – L'existence de régimes statutaires de responsabilité – Dans cette perspective, l'on peut trouver un exemple intéressant au Canada où la réparation des préjudices financiers ne repose pas uniquement sur la responsabilité civile de droit commun. En effet, l'ensemble des LVM provinciales dispose d'un régime de responsabilité statutaire applicable aux violations d'obligations de divulgation d'information sur les marchés primaire et secondaire[3]. La personne lésée peut choisir de demander soit

[1] Voir *supra* n° 502
[2] Voir *supra* n° 509
[3] Art. 213. à 236.1, LVM du Québec ; art. 130 à 138(14), LVM de l'Ontario ; art. 131 à 140.194, LVM de la Colombie-Britannique ; art. 203(01) à 211.095, LVM de l'Alberta ; art. 136.01 à 147, LVM du Saskatchewan ; art. 113, art. 141(1) à 141.4(2) et art. 174 à 197, LVM du Manitoba ; art. 149(1) à 161(4), LVM du Nouveau-Brunswick ; art. 137(1) à 146N, LVM de la Nouvelle-Écosse ; art. 111(1) à 135, LVM de l'Ile du Prince Édouard ; art. 130 à 138(14), LVM de Terre-Neuve et Labrado ; art. 111(1) à 135, LVM du Nunavut ; art. 111(1) à 135, LVM du Yukon ; art. 111(1) à 135, LVM des Territoires du Nord-Ouest

une indemnisation, soit l'annulation de la transaction. L'on notera dès à présent que ces responsabilités spécifiques ne font pas obstacle à l'exercice d'une action en dommages et intérêts en application des règles du droit commun de la responsabilité civile ou de la *Common Law*[1]. Les victimes ont donc le choix.

881. – Le champ d'application : les manquements aux obligations de divulgation d'information – À l'origine, seules les opérations sur le marché primaire étaient visées alors pourtant que les transactions sont beaucoup plus nombreuses sur le marché secondaire. Les *LVM* prévoient de nombreuses obligations de divulgation à la charge des émetteurs également sur le marché secondaire afin de maintenir l'égalité d'accès à l'information pour tous les investisseurs[2], mais les préjudices nés des manquements à ces obligations ne pouvaient être réparés que sur le fondement du droit commun. Cependant, un rapport rendu par le comité Allen en 1997[3], a pointé d'importantes lacunes dans la diffusion d'information sur le marché secondaire. Une proposition de loi a alors été produite par un comité des ACVM et finalement introduite dans l'ensemble des provinces canadiennes[4].

882. – Les cas de responsabilité statutaire – Les LVM contiennent des dispositions relatives aux différents cas de responsabilité et décrivent les règles applicables aux actions en dommages et intérêts. Les régimes décrits sont sensiblement les mêmes dans chaque province. On y trouve les différents cas de responsabilité, les personnes contre lesquelles une action peut être intentée (émetteur, courtier, pollicitant), ainsi que les règles de procédure et notamment de preuve.
Sont susceptibles d'engager la responsabilité de leur auteur les opérations effectuées sans prospectus ou sans note d'information, sur la base d'informations fausses ou trompeuses (contenues dans un prospectus, une notice d'offre au public, un

[1] Par ex. art. 213.1, LVM Québec
[2] Les émetteurs sont soumis à des obligations d'informations périodiques (publication des états financiers et rapport de gestion intermédiaire et annuel, notice annuelle). Ils sont également tenus d'une obligation d'information occasionnelle qui les contraint à divulguer tout changement important dans leurs affaires.
[3] Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Disclosure, *Responsible Corporate Disclosure : A Search for Balance*, Final Report, Toronto, 1997, cité par S. Rousseau, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », *Revue juridique Thémis*, 43 R.J.T., 2009, p. 716-717
[4] Ce comité des ACVM était composé des CVM de l'Alberta, de la Colombie-Britannique, de l'Ontario et du Québec. Alors que les trois premières ont intégré ce régime dans leur législation dès 1998, le Québec a été la dernière province à le mettre en place en 2007. Ce recours en responsabilité vise à sanctionner la divulgation d'informations fausses ou trompeuses et l'omission de divulguer un changement important. Il s'applique également aux divulgations d'information orales effectuées par l'émetteur ou un représentant ou une personne importante.

document commercial, une déclaration verbale, une circulaire ou un document d'information prescrit par un règlement), les opérations effectuées avec l'usage d'informations privilégiées, les offres publiques irrégulières ainsi que tous les manquements aux obligations de divulgation d'information sur le marché secondaire. De plus, il est précisément expliqué quelle preuve doit rapporter le demandeur et dans quel cas le défendeur dispose d'un moyen de défense pour que sa responsabilité ne soit pas retenue.

883. – Un recours limité – Il convient de relever que ces recours statutaires ont un caractère limité. D'une part, ils ne sont ouverts qu'à la personne physique ou morale[1] qui a acheté ou vendu des valeurs mobilières. Sont exclus les investisseurs qui auraient conservé, sur la base des fausses informations, des titres acquis par le passé. D'autre part, ils ne portent que sur les manquements aux obligations de divulgation d'information. Ils ne sont donc pas ouverts aux cas de responsabilité liée à la distribution et à la gestion de produits financiers. Cette limitation du champ d'application se comprend aisément dès lors que la diffusion de fausses informations est l'hypothèse qui donne lieu au contentieux le plus abondant. Enfin, sauf pour le recours concernant le marché secondaire, le régime statutaire n'est pas applicable aux obligations d'information continue. Le caractère limité de ce recours peut s'expliquer par le fait qu'il prévoit un renversement de la charge de la preuve et des présomptions qui rendent l'engagement de la responsabilité particulièrement simple.

884. – L'objectif poursuivi : la dissuasion – Ces régimes de responsabilité sont fondés sur des présomptions et un renversement de la charge de la preuve. L'objectif étant de garantir le respect des obligations de divulgation d'information, ils sont rendus plus aisés pour les victimes que le recours de droit commun en dommages et intérêts. Selon les professeurs Rousseau et Crête : « *L'objectif de ces lois, en instituant de telles sanctions, est d'aller au-delà des régimes traditionnels de responsabilité civile du droit commun en facilitant les poursuites en cette matière par le biais d'un renversement du fardeau de preuve en faveur des demandeurs potentiels*[2]. » Ainsi, pour ce faire, un renversement de la charge de la preuve au profit de l'investisseur victime a été mis en place.

[1] Par ex. 138.3, LVM de l'Ontario à propos du recours sur le marché secondaire

[2] S. Rousseau et R. Crête, « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue du Barrreau*, Tome 59, automne 1999, p. 634

885. – Plafonnement des dommages et intérêts – En outre, ces recours sont caractérisés par le plafonnement des dommages et intérêts recouvrables. Cela s'explique par le fait qu'ils ont un objectif avant tout dissuasif, davantage que d'indemnisation des victimes. Il s'agit de s'assurer que l'information sera correctement et effectivement divulguée au public tout en cherchant à éviter les poursuites abusives ou sans fondement[1] et sans pour autant freiner les activités de marché. Le comité Allen considérait que dans le cadre du recours statutaire pour le marché secondaire, il ne fallait pas prévoir une indemnisation intégrale des investisseurs, car cela risquerait « *d'imposer un fardeau financier excessif aux défendeurs, et en conséquence, de bouleverser le fonctionnement du marché*[2]. »

886. – Équilibre entre la dissuasion, la réparation et le développement des activités de marché – Ainsi, ces régimes de responsabilité présentent un intérêt indéniable, parce qu'ils permettent de parvenir à un équilibre. L'objectif de dissuasion de la sanction des abus de marché par la réparation, en facilitant le recours des victimes, ne freine pas pour autant les activités de marché grâce au plafonnement des dommages et intérêts. L'instauration d'un régime similaire en droit français se révélerait particulièrement intéressant. Au Canada, il est certes réservé à la diffusion de fausses informations, mais l'on pourrait envisager de l'étendre aux trois abus de marché, même si la diffusion d'une fausse information est l'abus le plus souvent constaté. En effet, lorsqu'une opération d'initié ou une manipulation de cours est commise, les questions en termes de preuve de la responsabilité sont sensiblement les mêmes.

Ce régime statutaire de responsabilité permettrait de résoudre plusieurs difficultés liées à l'application du régime de droit commun, notamment quant à la détermination du préjudice, la démonstration de lien de causalité et l'évaluation du préjudice. De manière générale, l'adoption d'une approche plus objective est à privilégier dans ce domaine, ce qui simplifiera les recours et offrira davantage de prévisibilité aux acteurs des marchés.

---

[1] S. Rousseau, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », *op. cit.*, p. 716

[2] R. Crête et P. McSweeney, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue générale de droit*, vol. 35, n° 2, 2005, p. 227 qui cite le *Rapport intérimaire* du comité Allen publié en 1995, p. 58 : « This model would lead to the greatest number of potential plaintiffs, the greatest likelihood of injured persons being compensated and, arguably, the most effective deterrence due to the spectre of extensive liability. It would also, in our view, be more disruptive to Canada's capital markets than a deterrence driven model. »

§2 - Une définition claire du préjudice réparable

887. – Limitation du préjudice réparable par la perte de chance – Même si le recours à la perte de chance présentait l'avantage de ne pas avoir à déterminer précisément qui a subi le préjudice réel, cette notion présente l'inconvénient majeur de restreindre le préjudice réparable à la seule perte de chance de réaliser un meilleur investissement. Or, cela revient à ignorer la perte objective de valeur de l'investissement. Ainsi, dans le cas des recours spécifiques en responsabilité contre des abus de marché, il conviendrait de fournir une définition claire de ce qui pourra constituer un préjudice réparable.

888. – La perte de valeur de l'investissement – La jurisprudence française a choisi de ne réparer que l'atteinte à la possibilité pour l'investisseur de faire un choix d'investissement éclairé. Or, la réparation de la seule perte de chance par la jurisprudence française conduit parfois à ne pas réparer l'intégralité du préjudice[1].
Un autre raisonnement est possible, et c'est celui que l'on trouve au Canada dans le cadre du recours statutaire. Il s'agit de réparer les conséquences de l'influence indûment exercée par la fausse information sur le cours des titres. Le préjudice réparé est celui des conséquences subies par chaque investisseur en raison de l'entrave à l'efficience du marché. Selon la première approche, c'est la perte d'opportunité d'investissement qui est réparée, alors que selon la seconde, c'est la perte de valeur de l'investissement réalisé[2]. C'est suivant ce raisonnement qu'au Canada, en cas de diffusion de fausses informations, la perte subie est réparée. De manière générale, dans le régime statutaire canadien, le préjudice subi constitue donc dans le fait, pour l'investisseur, d'avoir acquis ou vendu des titres pendant la période où une fausse information a été diffusée au marché.

889. – Un préjudice objectif et prévisible – Cette seconde approche confère un caractère simplifié et plus prévisible au préjudice subi par l'investisseur, car il ne s'agit plus d'une perte de chance. Il s'agit d'un préjudice certain qui consiste à avoir acquis ou vendu des titres sur un marché mal informé et donc à un prix trop élevé ou trop bas. L'on évite ainsi d'avoir à spéculer sur la psychologie de l'investisseur, la question n'étant plus de déterminer le choix qu'il aurait fait si l'information avait été

[1] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*
[2] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 54

exacte, mais plutôt quelles sont les conséquences financières directes de l'information trompeuse sur l'investissement lui-même, en d'autres termes sur le cours de bourse. Or, selon la théorie de l'efficience de marché, il ne fait pas de doute que le lien entre le prix payé par la victime et l'information erronée existe systématiquement dès lors que les titres sont admis sur un marché réglementé. Cette analyse a notamment rencontré l'assentiment du professeur D. Martin qui considère que « *le lien est bien direct entre la mauvaise information diffusée et la fixation du cours à un niveau anormal, sans que la décision de la victime individuelle de céder ou d'acquérir des titres n'y intervienne d'une quelconque façon*[1]. » De plus, l'auteur relève très justement que dans certains cas, notamment en présence d'un mandat de gestion de portefeuille ou si à la suite d'une baisse de cours due à l'information fausse la position est liquidée d'office, l'investisseur ne prend aucune décision[2].

890. – Prise en compte de l'influence de la fausse information – Cette analyse du préjudice peut être rapprochée de la proposition faite par le Club des juristes dans son rapport sur l'évaluation du préjudice en cas de diffusion d'une fausse information. Il suggérait que le préjudice réparable soit défini comme « *la perte directement subie par chaque investisseur du fait de l'influence indûment exercée sur le cours des titres par la diffusion de l'information fausse ou trompeuse. Un tel préjudice consiste, par principe, dans la perte de valeur de l'investissement réalisé*[3]. »
Une telle définition, par son objectivité, offre davantage de prévisibilité que la notion de perte de chance de réaliser un meilleur investissement qui impose de s'interroger sur la psychologie de l'investisseur.

891. – La prise en compte de l'ensemble des préjudices réparables – Comme le Club des juristes l'exposait, cette définition ne devrait pas empêcher les investisseurs d'invoquer d'autres préjudices, notamment celui de la perte de chance d'avoir fait un meilleur investissement, à condition bien sûr de démontrer la réalité de la perte d'une opportunité spécifique. Selon les propositions du rapport du Club des juristes, la réparation d'une telle perte de chance ne devrait pas pouvoir être demandée de manière cumulative avec la réparation de la perte de valeur de l'investissement[4]. Le préjudice lié à la perte de chance ne devrait alors pouvoir être invoqué que dans le cadre d'une action en réparation de droit commun.

---

[1] *Ibid*., p. 413
[2] *Ibid*., p. 413-414
[3] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 55
[4] *Ibid*., p. 58

Ainsi, dans le cadre de la mise en place d'un régime spécifique de responsabilité lié aux abus de marché, prévoir une définition légale et objective du préjudice réparable fondée sur la perte de valeur de l'investissement facilitera l'identification des victimes et les recours. Pour que ce régime soit efficace, il convient également de prévoir des règles spécifiques concernant la preuve du lien de causalité.

§3 - La mise en place de présomptions légales

892. – L'une des conditions de la responsabilité civile les plus délicates à manier est le lien de causalité. En raison de l'aléa boursier, il est quasiment impossible de démontrer que l'abus de marché est seul à l'origine du préjudice. Là encore, l'on a résolu cette difficulté en recourant à la notion de perte de chance. Mais cette notion présente de nombreux inconvénients de sorte qu'une voie plus satisfaisante doit être recherchée. Là encore le recours statutaire prévu dans les LVM propose une solution particulièrement intéressante fondée sur un renversement de la charge de la preuve et des présomptions.

893. – Présomption de faute – D'abord, les victimes bénéficient d'une présomption de faute dès lors qu'une information fausse ou trompeuse est contenue dans le prospectus, la note d'information relative à une offre publique, la circulaire des administrateurs, le rapport de gestion ou encore la notice annuelle et les états financiers[1]. Ainsi, dans ce cas l'investisseur n'a besoin de démontrer que l'existence des informations fausses ou trompeuses pour que s'opère un renversement de la charge de la preuve. Il revient alors au défendeur de démontrer qu'il n'a pas commis de faute. De la même manière, dans le cadre d'un recours remanié à l'occasion d'une réforme, l'on pourrait envisager que l'investisseur n'ait qu'à démontrer l'existence la fausse information. Sur cette question, il conviendrait, notamment de permettre aux victimes d'invoquer les éventuelles sanctions disciplinaires ou pénales prononcées sur le même fondement à l'encontre de l'auteur de la fraude. En effet, ce sera le plus

[1] Dans le cadre du recours sur le marché secondaire, ces documents sont considérés comme essentiels et seul un manquement aux obligations de divulgation concernant ces documents entraîne le renversement de la charge de la preuve. Dans le cas contraire, l'investisseur doit démontrer la commission d'une faute intentionnelle. Cependant cette exception n'est pas applicable à l'émetteur et à l'expert qui divulguent des informations fausses ou trompeuses, ni à l'émetteur et au dirigeant qui omettent de divulguer des changements importants.

souvent à cette occasion que la commission de l'abus de marché sera révélée. Là encore, il s'agira uniquement de démontrer un élément objectif sans se demander si la faute a été commise volontairement ou par simple négligence. La démonstration de cette faute permettra à la victime de bénéficier d'un renversement de la charge de la preuve quant à l'établissement du lien de causalité.

894. – Présomption de causalité – De plus, l'investisseur canadien bénéficie d'une présomption de causalité entre la faute et le préjudice subi. L'exigence d'établir le lien de causalité était considérée par la doctrine canadienne comme « *une barrière importante à l'utilisation du recours de droit commun en responsabilité civile par les investisseur à l'encontre des émetteurs sur le marché secondaire*[1]. » De même en *common law*[2], cette condition était perçue comme une restriction à l'accès des justiciables à la justice. En droit civil québécois, même si certaines décisions[3] suggèrent que les tribunaux pourraient dispenser les requérants d'établir le lien de causalité, ils sont en principe tenus de démontrer son existence. C'est en vue de pallier cette difficulté que le recours statutaire a créé deux types de présomptions de causalité.

895. – Présomption de causalité entre l'abus et la décision d'investissement – D'abord, le recours statutaire prévoit une présomption d'utilisation des informations fausses ou trompeuses en faveur des investisseurs. Le demandeur est dispensé d'établir qu'il s'est fié au document contenant l'information fausse ou trompeuse. Dans chaque cas de responsabilité, les LVM précisent qu'un recours en responsabilité civile est ouvert à l'investisseur qui aurait acheté des valeurs mobilières offertes par un prospectus contenant des informations fausses ou trompeuses « *qu'il se soit fié ou non à cette présentation inexacte des faits*[4]. »
Or, l'on sait que la difficulté de démontrer que, sans l'existence de la faute, l'investisseur n'aurait pas acquis ou vendu les titres était l'un des obstacles ayant motivé le recours à la notion de perte de chance en droit français. Mais grâce à l'établissement de cette présomption, la difficulté sera totalement écartée. Par une approche objective du lien de causalité, l'on facilite sa démonstration en évitant de s'interroger sur les motivations personnelles de l'investisseur.

---

[1] S. Rousseau, « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », *op. cit.*, p. 752
[2] *Carom c. Bre-X Minerals Ltd*. [2000] 41 O.R. (3d) 780
[3] *Beaudouin c. Avantage Link inc.* [2002], J.Q. n° 4575 (C.S.) ; *Léveillé c. Avantage Link inc.*, [2004], J.Q. n° 8383 (C.S.)
[4] Par ex. art. 130(1), LVM de l'Ontario

896. – Présomption de causalité entre l'abus et la perte de valeur de l'investissement – Ensuite, le recours canadien prévoit une présomption de causalité entre la diffusion de la fausse information et la perte de valeur de l'investissement. Au titre de la preuve du lien de causalité, le recours de droit commun impose de démontrer que l'information fausse ou trompeuse est la cause de la perte subie. Là encore, face à la difficulté de rapporter une telle preuve, le recours statutaire prévoit une présomption en faveur du demandeur. Il n'a pas à démontrer qu'au moment où il a acquis les titres, leur cours était surévalué à cause de l'information fausse ou trompeuse. Le dommage est établi en tenant compte de la perte effectivement subie ou de la différence entre le prix des titres acquis ou vendus pendant la période où l'information inexacte était diffusée et le prix pendant les dix jours qui suivent la rectification de l'information erronée (art. 138.5 LVMO).

897. – La reconnaissance implicite de la théorie de l'efficience des marchés – L'adoption de telles présomptions peut laisser penser que le Canada reconnaît, au moins implicitement, la théorie de l'efficience des marchés, selon laquelle le prix des titres reflète les prédictions rationnelles des investisseurs sur la valeur intrinsèque d'un titre, à partir de toute l'information disponible et pertinente dans le marché. Cette théorie part du postulat selon lequel l'investisseur a nécessairement un comportement rationnel. Cet aspect a suscité certaines critiques au Canada : « *Dans la mesure où les présomptions législatives sont fondées sur la prémisse de l'efficience des marchés, un problème risque de se poser si, dans les faits, il est démontré que les marchés sont inefficients en raison notamment de l'étroitesse du marché, d'une liquidité insuffisante des titres ou d'une absence de suivi effectué par les analystes financiers à l'égard des titres visés dans le recours*[1]. » Il est relevé que l'étroitesse des marchés de capitaux canadiens et leur manque de diversification et de liquidité des titres peut faire douter de leur caractère efficient[2].

Mais les reproches les plus courants portent sur le fait que la théorie de l'efficience du marché ignore totalement le fait que certains investisseurs peuvent ne pas avoir un comportement rationnel, pour des raisons qui relèvent de la psychologie de chacun.

[1] R. Crête et P. McSweeney, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », *op. cit.*, p. 259

[2] *Ibid.*, p. 259

898. – Une solution équilibrée – Cependant, les bénéfices suscités par de telles présomptions se révèlent plus importants que leurs inconvénients, et le régime statutaire canadien parvient à un équilibre satisfaisant entre l'impératif de sanction et le développement des activités de marché. Le risque causé par le recours à la théorie de l'efficience de marché est compensé par le plafonnement de l'indemnisation et par le fait que ces présomptions ne sont pas irréfragables. En effet, les LVM dressent la liste des moyens de défense qui permettront au défendeur de se dégager de sa responsabilité : la défense de diligence raisonnable, la divulgation d'information confidentielle entraînant un changement important, si elle a fait l'objet d'une déclaration auprès du régulateur, l'information prospective, l'information donnée par un expert, la déclaration publique effectuée par une personne sans pouvoir ou encore si des mesures correctrices ont déjà été prises. Et surtout, le défendeur peut minimiser ou se dégager de sa responsabilité en démontrant que la fluctuation du cours des titres ne découle pas de la diffusion de la fausse information[1].

Ainsi, en allégeant la charge de la preuve pour le demandeur, le législateur canadien montre qu'il tient compte des spécificités des marchés financiers, tant sur le marché primaire que secondaire, auquel participent un très grand nombre d'investisseurs qui ne prêtent pas toujours attention aux documents qui sont diffusés par les émetteurs, mais qui peuvent cependant subir un préjudice en raison des effets présumés de distorsion sur le prix des titres qu'entraîne la divulgation d'informations inexactes[2].

899. – Facteur de développement des marchés – Il est important de relever que des études statistiques réalisées aux États-Unis comparant les législations et systèmes concernant les valeurs mobilières dans 49 pays concluent que les marchés financiers se développent davantage lorsque la législation prévoit des obligations de divulgations étendues ainsi qu'une charge de la preuve allégée pour les investisseurs qui agissent en réparation des préjudices causés par un manquement aux obligations d'information[3]. Elles permettent de résoudre efficacement la difficulté liée à l'aléa boursier.

---

[1] Art. 138.5 (3), LVM de l'Ontario ; art. 225.30, LVM du Québec

[2] R. Crête et P. McSweeney, « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », art. préc., p. 258

[3] R. La Porta, F. Lopez de Silanes et A. Schleifer, « What works in securities law ? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, n° 1, fevr. 2006, p. 20

900. – Proposition – Dès lors, il conviendrait de transposer un système identique de présomptions dans le cadre d'un régime légal de responsabilité afin de faciliter les actions des investisseurs lésés. En revanche, il devra s'agir de présomptions simples. Un tel renversement de la charge de la preuve apparaît comme une solution équilibrée, parce qu'il tient compte de l'inégalité en terme d'accès à l'information et de moyens, existant entre l'investisseur victime et l'émetteur ou ses dirigeants par exemple. Il sera effectivement plus facile pour ces personnes d'avoir recours à des experts pour démontrer que l'abus n'a pas été à l'origine de la perte de valeur de l'investissement.

Enfin, ce nouveau régime spécifique devra être complété par une méthode permettant d'évaluer plus facilement le montant du préjudice.

§4 – La création d'une méthode objective d'évaluation du préjudice

901. – Enfin, la question de l'évaluation du préjudice constitue une problématique majeure. Il est quasiment impossible de parvenir à une évaluation du préjudice réel et sur ce point la perte de chance n'apporte qu'une solution illusoire et insatisfaisante par l'indemnisation forfaitaire qu'elle met en oeuvre.

902. – Caractère approximatif de la perte de chance – Dans son rapport de 2014 sur *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, le Club des juristes appelait déjà à une modification de la jurisprudence et à l'introduction de méthodes d'évaluation du préjudice financier plus rigoureuses que celle de la perte de chance, qui tiendraient compte de l'impact réel de la fausse information sur le prix des titres. Pour sa mise en œuvre, le Groupe avait formulé des propositions relatives au recours à l'expertise – spécifiquement à la technique des « *event studies* » – à la compétence des magistrats en matière financière et à la promotion des modes alternatifs de résolution de litiges[1].

903. – Évaluation objective – Le Club des juristes proposait une méthode permettant de déterminer le montant de la réparation. Celle-ci devrait être fondée sur une

[1] Club des juristes, *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées, op. cit*., p. 55

évaluation objective du préjudice, centrée sur l'incidence de l'information fausse sur le cours de bourse. Il ne faudrait pas prendre en compte des considérations personnelles relatives à l'investisseur, telles que ses compétences, sa stratégie d'investissement ou son comportement.

904. – Le recours aux *event studies* – Pour déterminer le montant du préjudice réparable, le groupe proposait également de recourir à l'étude d'évènements, ou « *event studies* », que l'on trouve dans de nombreux systèmes juridiques étrangers, notamment aux États-Unis. Les *event studies* s'appuient sur des analyses statistiques, des rapports d'économistes et de spécialistes afin d'expliquer les fluctuations du cours des titres constatées sur le marché et les effets présumés des fausses informations sur leur cours. Dans le cadre d'un procès, les *event studies* se déroulent en trois étapes : d'abord le calcul de la valeur réelle des titres, puis la détermination de la période affectée et ensuit le calcul de la perte causée par la mauvaise information. Il s'agit d'évaluer l'impact de l'information trompeuse au moment de sa diffusion. Cette méthode repose sur le principe de l'efficience de marché selon lequel les cours de bourse réagissent immédiatement à toute nouvelle information[1]. Cependant, étant donné qu'une telle méthode repose sur des expertises, cela engendrera certainement des coûts élevés à la charge des demandeurs.

905. – Le plafonnement des indemnités – De son côté, pour remédier à la difficulté d'évaluer précisément le préjudice, le régime statutaire canadien propose une solution plus facile à mettre en œuvre que la proposition du Club des juristes. En effet, les recours statutaires des LVM prévoient des règles concernant le montant de l'indemnisation ainsi que des plafonds. Dans le cadre des recours en dommages et intérêts pour manquement aux obligations de divulgation sur le marché primaire, les LVM posent un principe : le montant recouvrable par la victime ne doit pas « *dépasser le prix auquel les valeurs mobilières ont été offertes au public* » (Par ex. art. 130(9), LVM de l'Ontario). Le recours statutaire en responsabilité pour le marché secondaire étant plus récent, une section entière est réservée au calcul du montant des dommages et intérêts dans les LVM. Pour chaque cas de responsabilité, la méthode qui doit être suivie pour le calcul et le plafond de l'indemnisation est très précisément décrite.

906. – La méthode de calcul de l'évaluation des dommages et intérêts – Deux méthodes de calcul du montant des dommages et intérêts sont prévues, l'une lorsque

[1] *Ibid*., p. 69-72

l'investisseur a acquis les titres à un prix surévalué et l'autre lorsqu'il a cédé ses titres à un prix inférieur à leur juste valeur en raison de la fausse information[1].

907. – En cas d'acquisition à un prix surévalué – Dans la première hypothèse, il faut distinguer selon que l'investisseur a cédé les titres ou non par la suite. Dans le premier cas, le montant de l'indemnisation est égal au montant obtenu en multipliant le nombre de titres acquis et qui n'ont pas été cédés, par la différence entre le prix moyen payé par titre, y compris les commissions, et, si les titres de l'émetteur sont négociés sur un marché organisé, leur cours de référence sur le marché principal dans les 10 jours de bourse suivant la rectification publique de l'information fausse ou trompeuse ou, en l'absence de marché organisé, le prix jugé juste par le tribunal.
Si l'investisseur a cédé les titres acquis dans les 10 jours de bourse suivant la révélation ou la rectification publique de la fausse information, les dommages et intérêts sont égaux à la différence entre le prix moyen payé pour ces titres, (y compris les commissions), et le prix obtenu de la cession (commissions non déduites) ajusté en fonction des opérations visant à limiter le risque. S'il a cédé les titres au-delà du délai de 10 jours de bourse, l'indemnisation est égale au moins élevé des deux montants précédents.

908. – En cas de cession à un prix sous-évalué – Lorsque l'investisseur a cédé ses titres à un prix inférieur sans les avoir subséquemment rachetés, la méthode est identique. Les dommages et intérêts sont égaux au montant obtenu en multipliant le nombre de titres cédés qui n'ont pas été rachetés par, la différence entre leur cours de référence sur le marché principal dans les 10 jours de bourse suivant la rectification publique de l'information fausse ou trompeuse si les titres de l'émetteur sont négociés sur un marché organisé, ou, en l'absence de marché organisé, le prix jugé juste par le tribunal, et le prix moyen obtenu par titre, déduction faite des commissions payées par titre. En revanche, si l'investisseur a racheté les titres dans les 10 jours de bourse suivant la rectification publique de la fausse information, les dommages et intérêts sont égaux à la différence entre le prix payé pour ces titres, commissions exclues, et le prix moyen obtenu de la cession de ces titres, déduction faite des commissions, ajusté en fonction des opérations visant à limiter le risque. S'il a racheté des titres au-delà du délai de 10 jours de bourse, l'indemnisation est égale au moins élevé des deux montants précédents.

[1] Par ex. art. 225.28 et 225.29, LVM du Québec ; art. 161.3 (2), LVM Nouveau-Brunswick ; art. 138.5 (1) et (2), LVM de l'Ontario

909. – Les plafonds – En outre, l'indemnisation est limitée en tenant compte de différents facteurs tels que la capitalisation boursière des émetteurs et les revenus gagnés par les défendeurs, notamment les administrateurs, les dirigeants et les vérificateurs. Par exemple, l'émetteur personne morale ne pourra être condamné que dans la limite de 5% de sa capitalisation boursière ou 1 000 000 $ et dans le cas d'un administrateur, le plafond maximum sera la plus élevée des deux sommes suivantes : 25 000 $ ou 50% de la rémunération totale que lui verse l'émetteur responsable[1]. Cependant, le plafond ne s'applique pas en cas de faute intentionnelle commise par une autre personne que l'émetteur[2].

910. – Méthode de calcul du montant du préjudice – Toutefois, il n'est pas souhaitable de plafonner le montant des indemnités. En effet, dès lors que l'objectif sera d'assurer une réparation juste des préjudices, il convient qu'ils puissent être réparés intégralement en application des principes les plus classiques du droit français. Dans cette perspective, l'approche canadienne d'une méthode de calcul objective du montant du préjudice doit être favorisée, car elle permettra une réparation de l'entier préjudice tout en offrant de la prévisibilité aux acteurs des marchés financiers.

911. – Pour une méthode objective d'évaluation du préjudice – Ainsi, afin de résoudre la question de la difficulté d'évaluer précisément le préjudice sur le fondement de la perte de chance, il conviendrait de prévoir une méthode de calcul de l'évaluation du préjudice, telle qu'il en existe dans les LVM canadiennes. D'ailleurs, certains praticiens estiment qu'il est souvent possible de calculer statistiquement l'effet boursier d'un événement significatif[3]. Tout comme pour la définition du préjudice et l'établissement du lien de causalité, se baser sur une méthode de calcul objective du préjudice causé dans le cadre du recours en réparation spécifique aux abus de marché facilitera les recours, et notamment en diminuera le coût, car il ne sera plus nécessaire de faire appel à des experts pour l'évaluer. De plus, cela permettra aux acteurs des marchés d'avoir une meilleure prévisibilité.

---

[1] Par ex. l'art. 161.4 (1), LVM Nouveau-Brunswick ; art. 225.33, al. 2, LVM du Québec ; art. 138.1, LVM de l'Ontario

[2] Par ex. l'art. 138.6 (2), LVM de l'Ontario ; art. 225.33, LVM du Québec

[3] D. Ledouble, « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

912. – Proposition – Il est proposé d'instaurer un régime légal de responsabilité spécifique aux abus de marché, afin d'obtenir une réparation plus juste et plus efficace des préjudices causés par de tels abus. Il s'agit de reconnaître qu'un abus de marché ne cause pas un préjudice qu'au marché. En effet, la réparation actuelle fondée sur la perte de chance, si elle permet de contourner la difficulté de l'aléa boursier, ne permet ni de réparer l'ensemble des préjudices existant ni d'obtenir une juste évaluation du préjudice causé.

Dès lors, afin de tenir compte des spécificités liées aux abus de marché, et notamment la difficulté de réunir les conditions classiques de la responsabilité à cause de l'aléa boursier, s'inspirer des régimes statutaires canadiens en la matière permettrait de résoudre ces difficultés. Cela facilitera les recours et permettra une indemnisation plus précise et plus efficace.

Ce recours reposera sur une approche objective : à partir du moment où l'abus de marché a eu un impact sur le cours des titres, l'on en déduit qu'il a pu en résulter un préjudice pour les porteurs de ces titres. Il sera fondé sur une définition légale du préjudice ainsi que des présomptions simples en faveur du demandeur afin de lever l'obstacle de la démonstration du lien de causalité. De plus, il faudrait prévoir une méthode précise d'évaluation du préjudice. Les investisseurs doivent pouvoir obtenir facilement réparation, ce qui sera le cas grâce au renversement de la charge de la preuve. En outre, l'objectif dissuasif pourra être atteint et les professionnels seront incités à se montrer plus vigilants quant aux informations qu'ils diffusent ou non.

913. – Conclusion Section 1 – La réparation des préjudices peut ainsi être améliorée, et *in fine*, le système de sanction dans sa globalité, non seulement par la concentration de l'ensemble du contentieux entre les mains du Tribunal des marchés financiers, mais également par la modification de certaines règles relatives à la responsabilité civile afin de l'adapter à certaines spécificités du droit des marchés financiers. Notamment, en matière d'abus de marché, l'application des conditions de droit commun de la responsabilité civile se révèle très complexe et fait souvent obstacle à une réparation satisfaisante. Pour cette raison, il est proposé de créer un régime spécifique de responsabilité civile pour les préjudices causés par les abus de marché non intentionnels, sur le modèle du régime prévu par les LVM canadiennes. Ce régime sera fondé sur une définition objective du préjudice, des présomptions en faveur de la victime lésée ainsi qu'une méthode objective de calcul du montant du préjudice.

La réparation des préjudices en droit des marchés financiers pourrait aussi être améliorée par une seconde adaptation du régime de droit commun : l'introduction de dommages et intérêts punitifs.

SECTION 2

L'ADAPTATION DE LA RÉPARATION PAR L'INTRODUCTION DE DOMMAGES ET INTÉRÊTS PUNITIFS

914. – La fonction punitive de la responsabilité civile : les peines privées – La responsabilité civile peut avoir une fonction non seulement réparatrice, mais également punitive et dissuasive[1]. Or, ainsi qu'il a pu être constaté, l'efficacité de la sanction dans le domaine des marchés financiers en droit français aurait beaucoup à gagner en développant davantage cette fonction, notamment dans le but de lutter plus efficacement contre les fautes lucratives.

915. – L'existence de peines privées en droit français – Bien que le droit français ne reconnaisse que la fonction réparatrice de la responsabilité civile, il apparaît pourtant que dans certains domaines, des sanctions civiles existent. C'est le cas par exemple en droit de la concurrence où des amendes civiles sont prévues pour sanctionner certains comportements. Une amende est dite civile quand « *elle est prévue par un texte et prononcée par une juridiction de l'ordre judiciaire pour des faits qui ne sont pas constitutifs d'une infraction pénale*[2]. » Ainsi, l'article L. 442-6 du Code de commerce sanctionne l'auteur de pratiques restrictives de concurrence par une amende civile de 2 000 000 millions d'euros. Ce cas vise précisément une faute lucrative qui porte un préjudice à un particulier. Si l'idée d'amende civile est intéressante, il semble que dans le domaine de la responsabilité civile concernant les fautes commises en lien avec les marchés financiers, elles ne constituent pas le dispositif le plus optimal. En effet, elles risqueraient simplement de faire double emploi avec les sanctions pécuniaires administratives et l'amende pénale, sans que cela ne constitue une véritable valeur ajoutée à la responsabilité civile dans ce domaine.

916. – L'instauration de dommages et intérêts punitifs – En revanche, le droit canadien, qui a davantage recours aux sanctions civiles, utilise les dommages et

[1] Voir *supra* n° 538

[2] M. Behar-Touchais, « L'amende civile est-elle un substitut satisfaisant à l'absence de dommages et intérêts punitifs ? », *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 36

intérêts punitifs, particulièrement dans les provinces de *common law*. Cette piste se révèle beaucoup plus intéressante dans la perspective d'améliorer le recours en responsabilité civile et la réparation des préjudices des investisseurs, tout en renforçant la sanction des comportements particulièrement abusifs.

917. – Plan – Dans cette perspective il convient d'abord d'expliquer les objectifs poursuivis par l'existence des dommages et intérêts punitifs au Canada pour en dégager l'intérêt (§1). Ensuite, il conviendra de comprendre quelles sont les raisons principales pour lesquelles la France s'est toujours refusée à leur instauration (§2). Enfin, la balance des avantages et inconvénients, qu'il convient d'opérer, nous permettra de démontrer qu'il est possible de proposer une solution équilibrée et adaptée aux problématiques des recours en réparation en liens avec les marchés financiers (§3).

§1 - L'intérêt des dommages et intérêts punitifs

918. – Plan – Héritier de la *common law* anglaise, le Canada, et surtout les provinces de *common law*, connaissent depuis longtemps le principe des dommages et intérêts punitifs (A) dont les objectifs traditionnels sont la punition, la dissuasion et la dénonciation (B). Nous verrons également de quelle manière ils appliqués dans le domaine des valeurs mobilières (C).

A – Le principe des dommages et intérêts punitifs au Canada

919. – « *making the victim whole* » – Traditionnellement, la fonction première de l'allocation de dommages et intérêts est de permettre de replacer la victime dans la situation qui aurait été la sienne si le fait dommageable ne s'était pas produit[1]. Ce principe est commun au droit civil et à la *common law*, sous la formule « *making the victim whole*. »

[1] J.-L. Baudouin, P. Deslauriers, *La responsabilité civile,* 8e éd., Cowansville, Éditions Yvon Biais, 2014, volume 1, 1270 p. 7 ; L. Perret, « Le droit de la victime à des dommages punitifs en droit civil québécois : sens et contresens », *Revue générale de droit*, vol. 33, n° 2, 2003, p. 235

920. – Définition des dommages et intérêts punitifs – En revanche, les dommages et intérêts punitifs sont ceux « *alloués à la victime qui, s'ajoutant aux dommages et intérêts compensatoires, ont pour objet de sanctionner le caractère répréhensible du comportement du débiteur fautif et dont l'évaluation repose non sur l'ampleur du préjudice subi, mais sur la gravité de la faute commise par ce dernier*[1]. »

921. – Variétés de dommages en *common law* – De manière générale, la Cour suprême du Canada a défini les dommages et intérêts comme « *un paiement en argent accordé pour l'atteinte à un droit reconnu par la common law*[2]. » Mais, en *common law*, selon la nature de la perte, différents types de dommages et intérêts sont envisageables.

Comme en France, l'on trouve les dommages et intérêts compensatoires, les « *compensatory damages* », qui sont alloués pour réparer la perte subie. Il s'agit de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée en l'absence du dommage dans le cas d'une action en *tort*[3] ou, en cas d'inexécution contractuelle fautive, de replacer le cocontractant dans la situation qui aurait été la sienne si le contrat avait été correctement exécuté[4].

L'on trouve ensuite les « *aggravated damages* », les dommages aggravés. Ils peuvent être accordés lorsque le « *comportement du défendeur est particulièrement abusif ou opprimant, et accroît l'humiliation et l'anxiété qu'engendre chez le demandeur la déclaration diffamatoire*[5]. » Le défendeur doit être animé d'une « *malveillance véritable*[6]» qui a augmenté le préjudice du demandeur. Dans ce cas le montant des dommages et intérêts sera plus important pour tenir compte pleinement du préjudice moral (anxiété, humiliation, comportement injurieux), mais il s'agit toujours de dommages et intérêts de nature compensatoire[7].

Enfin, l'on trouve les « *punitive* » ou « *exemplary damages* », les dommages et intérêts punitifs ou dommages exemplaires, qui sont considérés au Canada comme une exception à la règle générale de *common law* et de droit civil selon laquelle les

---

[1] Ph. Casson, « Dommages et intérêts », *Rep. Dalloz Droit civil*, oct. 2015, n° 11

[2] *Canson Enterprises Ltd. c. Boughton & Co.*, [1991] 3 RCS 534, par. 39

[3] *Ratych c. Bloomer*, [1990] 1 S.C.R. 940, par. 71 ; *Livingstone c. Raywards Coal Co.*, [1911] A.C. 301, par. 307 ; *Jacobi c. Griffiths*, [1999] 2 R.C.S. 570, par. 70

[4] *Wertheim c. Chicoutimi Pulp Co.*, [1911] A.C. 301 at 307 (P.C.) ; *Hamilton c. Open Window Bakery Ltd.*, [2004] 1 S.C.R. 303 ; *Agribrands Purina Canada Inc. c. Kasamekas,* 2011 ONCA 460, par. 45

[5] *Hill c. Église de scientologie de Toronto*, [1995] 2 RCS 1130, par. 188

[6] *Ibid.*, par. 190

[7] *Ibid.*, par. 189 ; *Vorvis c. Insurance Corp. of British Columbia*, [1989] 1 S.C.R. 1085

dommages et intérêts visent à indemniser la victime et non à punir l'auteur du méfait[1].

922. – Historique des dommages et intérêts punitifs dans les pays de *common law* – Apparus en Angleterre à la fin du XVIII[e] siècle, les dommages punitifs ont ensuite été exportés aux États-Unis et dans les pays du Commonwealth, dont le Canada. Leur objectif n'est pas de réparer le préjudice de la victime mais bien de punir l'auteur de la faute. Plusieurs raisons peuvent expliquer les motifs pour lesquels les dommages et intérêts punitifs se sont développés dans les systèmes de *common law* et non dans les pays de tradition romano-germanique.

L'on peut d'abord trouver une justification dans le fait que la *common law* est un droit essentiellement jurisprudentiel. Ainsi, contrairement au droit français écrit et l'article 1231-2 du Code civil[2], aucun texte ne donne une définition générale des dommages et intérêts. De plus, et surtout, la *common law* repose sur une procédure accusatoire avec jury. C'est donc le jury qui décide d'allouer des dommages et intérêts. Or la présence et les pouvoirs de ce jury peuvent aussi expliquer le développement des dommages et intérêts punitifs, car les jurés ont longtemps été les seuls à décider, sans aucun contrôle des magistrats[3].

Enfin, la *common law* ne connaît pas l'action civile telle qu'elle existe en France. Les juridictions pénales ne peuvent prononcer que des sanctions pénales et en aucun cas indemniser les victimes. Ainsi, pour obtenir réparation d'un préjudice, la seule voie possible est le juge civil. Cette difficulté pour les victimes de poursuivre l'auteur du dommage a aussi pu inciter les juges civils à allouer, en plus d'une indemnité compensatrice, des dommages et intérêts supplémentaires en cas de comportement très grave.

923. – Les dommages et intérêts punitifs au Canada – Suivant l'héritage britannique, les provinces de *common law* ont toujours connu les dommages et intérêts punitifs. Ils peuvent être prononcés dans le cadre de tout recours en responsabilité civile[4].

---

[1] *Vorvis c. Insurance Corp. of British Columbia, op. cit*.

[2] En droit français les dommages et intérêts sont définis à l'article 1231-2 du Code civil : « Les dommages et intérêts dus au créancier sont, en général, de la perte qu'il a faite et du gain dont il a été privé, sauf les exceptions et modifications ci-après. »

[3] C. Jauffret-Spinosi, « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

[4] Le Canada a refusé de reprendre l'approche restrictive anglaise qui n'ouvre le droit de prononcer des dommages et intérêts punitifs que dans trois catégories de situations : les actes de nature oppressive, arbitraire ou inconstitutionnelle d'un représentant du gouvernement ; les cas où le comportement du défendeur vise l'obtention d'un avantage financier ; et les situations où le droit statutaire prévoit la

Cependant, de par leur nature, la jurisprudence canadienne considère que les dommages et intérêts punitifs trouveront application principalement pour les délits intentionnels[1] ou pour les manquements à une obligation fiduciaire[2]. Il a également été reconnu que de tels dommages et intérêts peuvent être exceptionnellement accordés en matière contractuelle[3], mais uniquement lorsqu'il est possible d'établir l'existence d'une faute indépendante donnant ouverture à l'action[4] ainsi que dans des cas de négligence[5].

924. – L'introduction récente des dommages et intérêts punitifs au Québec – En revanche, l'introduction des dommages et intérêts punitifs au Québec est beaucoup plus récente. De tradition civiliste, la province francophone a longtemps refusé l'instauration des dommages et intérêts punitifs. Le principe était le même qu'en France, les dommages et intérêts ayant pour fonction unique de compenser la perte subie ou le gain manqué (art. 1611, CCQ).

Mais en 1975, par le biais de la *Charte des droits et libertés de la personne*[6], le législateur québécois a introduit les dommages et intérêts exemplaires. Cette Charte, considérée comme un texte « *quasi constitutionnel*[7] », constitue une déclaration des droits et protège les droits fondamentaux des hommes en prohibant toute forme de discrimination. C'est l'article 49 al. 2 de la Charte qui permet au juge québécois de prononcer des dommages et intérêts punitifs à l'encontre de toute personne qui porterait une « *atteinte illicite et intentionnelle*[8] », à l'un quelconque des droits et

possibilité d'ordonner des dommages-intérêts exemplaires. Voire *Rookes v. Barnard*, [1964] A.C. 1129, et *Cassell & Co. v. Broome*, [1972] A.C. 1027

[1] *Whiten c. Pilot Insurance Co.*, [2002] 1 RCS 595, par. 67

[2] Par ex. *M. (K.) c. M. (H.)*, [1992] 3 RCS 6 ; *Norberg c. Wynrib*, [1992] 2 RCS 226, qui donne la définition suivante du rapport fiduciaire : « le rapport fiduciaire se distingue par les caractéristiques suivantes: (1) le fiduciaire peut exercer un certain pouvoir discrétionnaire, (2) le fiduciaire peut unilatéralement exercer ce pouvoir discrétionnaire de manière à avoir un effet sur les intérêts juridiques ou pratiques du bénéficiaire et (3) le bénéficiaire est particulièrement vulnérable ou à la merci du fiduciaire qui détient le pouvoir discrétionnaire. »

[3] *Vorvis c. Insurance Corp. of British Columbia*, *op. cit*. Pendant très longtemps, il était interdit d'accorder des dommages et intérêts punitifs en matière contractuelle au motif que dans ce domaine les dommages et intérêts n'ont pour seul objet que d'indemniser le demandeur : *Guildford c. Anglo-French Steamship Co*. (1883) 9 R.C.S. 303

[4] *Vorvis c. Insurance Corp. of British Columbia, op. cit.; Wallace c. United Grain Growers Ltd*., [1997] 3 R.C.S. 701, par. 79

[5] *Robitaille c. Vancouver Hockey Club Ltd*., [1981] 124 D.L.R. (3d) 228 (C.A. C.-B.) ; *Denison c. Fawcette*, [1958], OR 312. *Contra : Meyer v. Gordon* [1981], 17 C.C.L.T. 1

[6] *Charte des droits et libertés de la personne*, LRQ, chap. C-12. Adoptée le 27 juin 1975, elle est entrée en vigueur le 28 juin 1976.

[7] S. Beaulac, « Les dommages-intérêts punitifs depuis l'affaire Whiten et les leçons à en tirer pour le droit civil québécois », (2002) 36 *R.J.T.*, p. 683

[8] *Curateur public du Québec c. Syndicat national des employés de l'hôpital St-Ferdinand*, [1996] 3 R.C.S. 211 ; *Augustus c. Gosset*, [1996] 3 R.C.S. 268

libertés énoncés par le texte. L'atteinte illicite est considérée comme intentionnelle lorsque son auteur a souhaité les conséquences que son comportement fautif a produit[1]. Le critère est légèrement différent de celui employé en *common law* qui s'attache davantage au caractère répréhensible du comportement lui-même[2].
Depuis 1994, les dommages et intérêts punitifs ont été codifiés à l'article 1621 du Code civil québécois qui dispose que « *Lorsque la loi prévoit l'attribution de dommages-intérêts punitifs, ceux-ci ne peuvent excéder, en valeur, ce qui est suffisant pour assurer leur fonction préventive.* ».

925. – Application d'exception – Contrairement aux provinces de *common law*, les dommages et intérêts punitifs ne sont pas un principe général. Ils doivent être expressément prévus par une loi, ce qui a déjà pu être rappelé par la jurisprudence[3]. Au fil des années, plusieurs lois spécifiques ont aménagé la possibilité pour le juge d'allouer à la victime de telles sommes, en plus des atteintes aux droits fondamentaux protégés par la *Charte*. On les retrouve par exemple en matière de consommation[4], de logement[5], de vente de carburant[6], de prestation de services funéraires[7], de harcèlement psychologique sur un lieu de travail[8], de protection des arbres [9], de financement des permis de taxis [10], de divulgation illicite de renseignements personnels[11], et en matière de valeurs mobilières[12].

Ainsi, l'ensemble des provinces canadiennes a recours aux dommages et intérêts punitifs, même si leur introduction a été plus récente au Québec. Malgré la crainte récurrente de tomber dans les travers américain, leur utilité est largement reconnue en raison des objectifs que poursuit ce type de sanction.

---

[1] *Curateur public du Québec c. Syndicat national des employés de l'hôpital St-Ferdinand, op. cit*.
[2] S. Beaulac, « Les dommages-intérêts punitifs depuis l'affaire Whiten et les leçons à en tirer pour le droit civil québécois », (2002) 36 *R.J.T.*, p. 686
[3] *Larose c. Fleury*, [2006] QCCA 1050, par. 74
[4] *Loi sur la protection du consommateur*, L.R.Q., c. P-40.1, art. 272
[5] *Loi sur la Régie du logement*, L.R.Q., R-8.1, art. 54.10.
[6] *Loi sur les produits et les équipements pétroliers*, L.R.Q., P-29.1, art. 67.
[7] *Loi sur les arrangements préalables de services funéraires et de sépulture*, L.R.Q., A-23.001, art. 56.
[8] *Loi sur les normes du travail*, L.R.Q., N-1.1, art. 123.15
[9] *Loi sur la protection des arbres*, L.R.Q., P-37, art. 1.
[10] *Loi concernant les services de transport par taxi*, S-6.01, art. 83 et 127.
[11] *Loi sur l'accès aux documents des organismes publics et sur la protection des renseignements personnels*, L.R.Q., A-2.1, art. 167.
[12] LVM du Québec, art. 269.2

B – Les objectifs poursuivis : la punition, la dissuasion et la dénonciation d'un faute d'une particulière gravité

926. – Le critère de gravité – Traditionnellement, des dommages et intérêts punitifs sont octroyés dans les pays de *common law* lorsque la faute commise est d'une gravité excessive. De la même manière, au Canada, les dommages et intérêts punitifs ont pour objectif, non pas de compenser la perte subie par le demandeur, mais de punir le défendeur lorsqu'il a commis une faute particulièrement grave. Ce critère de gravité permet de relativiser certaines critiques relatives à la prétendue utilisation systématique des dommages et intérêts punitifs. Dans la décision *Hill. c. Église de scientologie de Toronto,* rendue en 1995, la Cour suprême du Canada expose la raison d'être des dommages et intérêts punitifs : ils « *n'ont aucun lien avec ce que le demandeur est fondé à recevoir au titre d'une compensation. Ils visent non pas à compenser le demandeur, mais à punir le défendeur. C'est le moyen par lequel le jury ou le juge exprime son outrage à l'égard du comportement inacceptable du défendeur*[1]. »

927. – Un comportement particulièrement répréhensible – Ainsi, seuls les comportements les plus graves justifient l'allocation de tels dommages. En *common law*, la jurisprudence a défini le type de comportements pouvant justifier leur prononcé. Notamment, dans la décision *Hill c. Église de scientologie de Toronto*, les juges expliquent que le demandeur doit démontrer que « *la mauvaise conduite du défendeur est si malveillante, opprimante et abusive qu'elle choque le sens de dignité de la cour*[2]. » Il a également été précisé dans la décision *Whiten c. Pilot Insurance Co*. en 2002 que le critère posé dans la décision *Hill. c. Église de scientologie de Toronto* : « *limite en conséquence de tels dommages-intérêts aux seules conduites répréhensibles représentant un écart marqué par rapport aux normes ordinaires en matière de comportement acceptable*[3]. » Et dans l'arrêt *Warner c. Arsenault*, le juge Pace donne des exemples de comportements justifiant l'allocation de dommages et intérêts punitifs : *« Il peut s'agir notamment de malveillance, de fraude, de cruauté ou de toute autre forme de conduite abusive pour la victime ou d'insolence à son égard*[4]. »

928. – Les objectifs : punition, dissuasion, dénonciation – Il ressort de la jurisprudence canadienne que les dommages et intérêts punitifs poursuivent trois

---

[1] *Hill c. Église de scientologie de Toronto, op. cit*., par. 196
[2] *Ibid*., par. 196
[3] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.*
[4] *Warner c. Arsenault* [1982], 53 N.S.R. (2d) 146, p. 152

objectifs : la punition, la dissuasion et la dénonciation. Ce triple objectif est partagé par les autres systèmes de *common law* qui connaissent les dommages et intérêts punitifs[1] depuis qu'il a été formulé pour la première fois par le lord juge en chef Pratt en 1763 dans l'arrêt *Wilkes* : « *Le jury est investi du pouvoir d'accorder des dommages-intérêts supérieurs au préjudice subi. Les dommages-intérêts ne visent pas qu'à indemniser la personne lésée, mais aussi à punir le coupable, à décourager toute action analogue à l'avenir et à marquer l'aversion du jury pour la conduite en cause*[2]. »

Comme dans les provinces de *common law*, les dommages et intérêts punitifs ont au Québec une fonction de punition, de dissuasion et de dénonciation. La question a cependant été débattue en raison de la formulation de l'article 1621 du Code civil qui dispose que les dommages et intérêts punitifs « *ne peuvent excéder, en valeur, ce qui est suffisant pour assurer leur fonction préventive*[3] . » Cela a pu faire penser que les dommages et intérêts punitifs ne devraient avoir au Québec qu'une fonction dissuasive[4]. Mais dans les arrêts *Béliveau Saint-Jacques*[5], *Saint-Ferdinand*[6], et encore récemment dans les décisions *Métromédia*[7] et *Montigny*[8] la Cour suprême adopte une interprétation souple de l'article 1621 et retient que les fonctions poursuivies englobent la dissuasion, la punition et la dénonciation d'un comportement particulièrement grave.

Suivant ce courant, dans l'affaire *Markarian* de 2006, la Cour supérieure du Québec a pu définir les dommages et intérêts punitifs de la manière suivante : « *le mot « punitif» indique clairement que l'imposition de dommages punitifs constitue un châtiment. Par ailleurs, l'article 1621 CCQ énonce expressément que la fonction première des dommages punitifs est leur fonction préventive, donc la dissuasion : par leur imposition, on veut décourager le défendeur et autrui de recommencer ou de faire la même chose. D'où l'expression « dommages exemplaires » qui est souvent utilisée comme synonyme des*

[1] Par ex. aux États-Unis, *Day c. Woodworth*, 54 U.S. (13 How.) 363 (1851), p. 371 ; en Australie, voir *Lamb c. Cotogno* (1987), 164 C.L.R. 1, p. 10 ; *XL Petroleum (N.S.W.) Pty. Ltd. c. Caltex Oil (Australia) Pty. Ltd*. (1985), 155 C.L.R. 448, p. 471 ; En Nouvelle-Zélande, voir *Donselaar c. Donselaar*, [1982] 1 N.Z.L.R. 97 (C.A.), et *Daniels c. Thompson*, [1998] 3 N.Z.L.R. 22 (C.A.) ; Irlande, *Conway c. Irish National Teachers' Organisation* (1991), 11 I.L.R.M. 497

[2] *Wilkes c. Wood* (1763), Lofft. 1, 98 E.R. 489, p. 498-499

[3] S. Grammond, « Un nouveau départ pour les dommages-intérêts punitifs », *Rev. générale de droit*, vol. 42, n° 1, 2012, p. 115

[4] En application de ce principe certaines cours ont diminué voire refuser de prononcer des dommages et intérêts punitifs en raison de l'impossibilité ou du caractère inutile de la dissuasion dans l'affaire en cause. V. par ex. *Genex Communications inc.* c. *Association québécoise de l'industrie du disque, du spectacle et de la vidéo,* [2009] R.J.Q. 2743 (C.A.), par. 99 ; *de Montigny (Succession)* c. *Brossard (Succession),* [2008] R.J.Q. 2015, 2021, par. 37 (C.A.).

[5] *Béliveau St-Jacques c. Fédération des employées et employés*, [1996] 2 RCS 345, par. 20-21

[6] *Syndicat national des employés de l'hôpital St -Ferdinand, op. cit*., par. 119

[7] *Métromédia CMR Montréal inc. c. Johnson*, [2006] QCCA 132, par. 108

[8] *de Montigny (Succession) c. Brossard (Succession*), [2008] R.J.Q. 2015, 2021, par. 37

dommages punitifs. En raison de leurs caractères punitif et dissuasif, les dommages punitifs ont aussi une fonction de dénonciation[1]. »

929. – Effet comminatoire – Dès lors, les dommages et intérêts punitifs ont un effet comminatoire évident. Ils permettent d'inciter, de faire pression, voire d'obliger un justiciable à respecter la règle de droit, par crainte de se voir infliger une sanction pécuniaire dont le montant pourrait être impossible pour lui à verser[2]. Ce type de dommages et intérêts permet d'assurer le respect de la règle de droit.

Il convient à présent de voir de quelle manière ils sont utilisés dans le domaine des valeurs mobilières.

C – L'application dans le secteur des valeurs mobilières

930. – Plan – Bien que le domaine des dommages et intérêts punitifs dans le secteur des valeurs mobilières apparaisse assez restreint (I), il reste qu'ils peuvent devenir un dispositif très utile (II).

I – Au Canada : le domaine restreint des dommages et intérêts punitifs

931. – Principe d'application général en *common law* – La *common law* n'opère pas de distinction selon les matières, les dommages et intérêts punitifs pouvant être prononcés dans le cadre de toute procédure civile, dès lors que le demandeur parvient à démontrer la particulière gravité du comportement du défendeur. Sous cette réserve, un recours en responsabilité civile dans le domaine des valeurs mobilières pourrait tout à fait mener à l'octroi de dommages et intérêts punitifs.

932. – Recours réservé à l'AMFQ au Québec – Le Québec impose que la possibilité de prononcer une telle sanction soit prévue par une loi. Il ressort de la LVMQ qu'une telle possibilité existe, mais elle est circonscrite. L'article 269.2 de la LVMQ dispose que l'AMFQ peut demander au tribunal de déclarer qu'une personne a fait défaut au

---

[1] *Markarian c. Marchés Mondiaux CIBC inc.*, [2006] RJQ 2851, par. 651

[2] G. Viney, « Rapport de synthèse », coll. *Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?*, *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 66 ; R. Crête, « Parties III : les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », *Revue générale de droit*, vol. 39, n° 2, 2009, p. 641-642, n° 108

respect d'une obligation prévue par la LVM ou un règlement et demander qu'elle soit condamner à verser des dommages et intérêts en réparation du préjudice causé à autrui. En outre, dans le cadre de cette action de l'Autorité au nom des victimes, le tribunal peut décider d'ordonner le versement de dommages et intérêts punitifs ou le remboursement du profit réalisé. La possibilité de demander des dommages punitifs sur le fondement de la LVMQ est ainsi réservée à l'AMFQ.

933. – Exclusion du recours statutaire de la LVM – Pour ce qui concerne le recours fondé sur la responsabilité statutaire prévu par la LVMQ, le demandeur ne peut pas non plus réclamer l'allocation de dommages punitifs[1]. Cependant, dans le cas d'un préjudice né de l'exploitation d'une information privilégié, le défendeur peut être condamné, en plus de la réparation du préjudice subi, au versement du profit réalisé (art. 228, LVMQ). D'ailleurs, le même principe s'applique aux recours statutaires en responsabilité prévus par les autres *LVM*. En effet, il a déjà été fait mention de ce que le montant des dommages et intérêts qui peuvent être réclamés par le biais de ce recours est limité[2].

934. – La demande de dommages punitifs dans le domaine financier limité au recours de droit commun – Ainsi, au Québec, comme dans les provinces de *common law*, les investisseurs ne pourront réclamer des dommages et intérêts punitifs que dans le cadre d'un recours en responsabilité civile de droit commun. Et pour ce qui concerne le Québec, le champ est encore plus restreint, car le seul fondement permettant d'obtenir des dommages punitifs sera l'article 49 de la *Charte des droits*. Dans ce cas, il faudra alors pouvoir démontrer la violation de l'un des droits ou libertés consacré par la *Charte*. Dès lors, l'on comprend qu'en matière de valeurs mobilières le champ des dommages et intérêts punitifs est finalement assez limité, et sera réservé aux cas où l'auteur de la faute a témoigné d'un comportement particulièrement grave. Pour autant, le dispositif ne perd absolument pas de son intérêt.

---

[1] Art. 214 et 215 pour les opérations effectuées sans prospectus ou sans note d'information ; art. 217 pour les opérations réalisées en vertu d'informations fausses ou trompeuses ; art. 225.8 et 225.9 fixant les règles de calcul des dommages et intérêts pour les recours relatifs à des opérations effectuées sur le marché secondaire

[2] Par ex. en Ontario, en cas de recours fondé sur la présentation inexacte des faits dans un prospectus, le montant recouvrable ne doit pas dépasser le prix auquel les valeurs mobilières ont été offertes au public (art. 130 (9), LVMO)

Malgré un champ restreint d'application, les dommages et intérêts punitifs revêtent divers avantages pour une meilleure efficacité de la responsabilité civile en lien avec les marchés financiers.

II - Les avantages des dommages et intérêts punitifs

935. – Plan – Au regard des hypothèses dans lesquelles l'octroi de dommages et intérêts punitifs peut être prononcé, ainsi que les objectifs qu'ils poursuivent au Canada, l'on comprend qu'ils présentent divers avantages pour le secteur financier. D'une part, ils pourront permettre de lutter plus efficacement contre les comportements particulièrement abusifs commis à l'encontre d'investisseurs vulnérables (a). D'autre part, ils ont un effet clairement incitatif sur les victimes, ce qui les poussera à exercer plus facilement leurs droits (b). Enfin, ils sont un moyen efficace de lutter contre les fautes lucratives (c).

a) Un moyen de lutte contre les abus envers les investisseurs vulnérables

936. – Une réponse adaptée aux comportements abusifs – Les dommages et intérêts punitifs paraissent constituer une réponse particulièrement intéressante à certains litiges existant dans le domaine de la commercialisation de produits financiers. Certains prestataires de services financiers n'hésitent pas à profiter de la crédulité et du manque de connaissance de petits épargnants en utilisant des techniques commerciales pour le moins contestables. L'on se souvient de l'affaire Fabrice Tourre, dans laquelle le courtier avait clairement avoué contribuer à la « *ruine des veuves et orphelins* » en leur vendant des « *monstruosités* [1] . » Ce type de comportements, constitutifs de manquements à leurs obligations de bonne foi, de conseil ou autre mise en garde, ne caractérisent pas nécessairement des fautes pénales, et n'ouvrent pas la voie de l'action civile. Mais dans le cadre d'un recours en responsabilité classique, si la victime voit son préjudice réparé, il ne sera absolument pas tenu compte du comportement hautement répréhensible de l'auteur.

937. – Sanction d'actes d'une particulière gravité – À l'inverse, suivant les critères développés par la jurisprudence canadienne, des dommages et intérêts punitifs pourraient être prononcés afin de tenir compte de la gravité particulière de la faute,

[1] Voir *supra* n° 12

surtout dans une hypothèse comme celle-ci où il existe un lien de confiance fort entre l'intermédiaire financier et son client, pouvant justifier l'allocation de dommages et intérêts punitifs[1]. Par exemple, dans la décision *Markarian* de 2006[2], le tribunal québécois a considéré que la conduite de la banque défenderesse avait été particulièrement répréhensible, car elle s'était associée à la fraude commise par son représentant. En effet, le couple de retraités avait transféré l'ensemble de ses avoirs financiers dans sa banque. Mais le représentant en question avait fait des placements désastreux pour plusieurs de ses clients, dont certains étaient très spéculatifs, sans que les clients en aient conscience. L'une de ses clientes a souhaité retirer une partie de son argent, ignorant totalement que le représentant lui avait fait perdre 70% de son capital initial. Pour ne pas éveiller les soupçons de sa cliente et de la banque, il eut l'idée d'obtenir la garantie d'un tiers très solvable en faveur de la cliente de manière à ce qu'il puisse effectuer les retraits sans que la banque ne soit alertée. Le représentant parvient à convaincre les Markarian de donner une telle garantie à une personne qui leur était parfaitement inconnue, sans qu'ils sachent à quoi ils s'engageaient. Le représentant finit par avouer à la banque que les époux n'avaient aucune connaissance d'avoir donné ces garanties. Mais la banque lui ordonna de se taire afin qu'elle puisse appeler les époux en exécution des garanties qu'ils étaient supposés avoir contractées. Les Markarian réclamaient des dommages punitifs sur le fondement de l'article 49 de la Charte des droits canadienne pour violation de leur droit à l'intégrité, à la dignité, à la jouissance paisible et à la libre disposition de leurs biens. Se référant à la décision de la Cour suprême, *Québec (Curateur public) c. Syndicat national des employés de l'hôpital St-Ferdinand*, la Cour estime que dans ce cas, l'on est en présence d'une atteinte illicite et intentionnelle aux droits fondamentaux (par. 585) en relevant que la banque ne leur avait pas divulgué des faits importants relatifs à la fraude du représentant, et les avait traités avec un profond mépris et un manque de respect (par. 590).

Dans un tel cas, les dommages punitifs permettent de punir un acte particulièrement répréhensible, sans pour autant qu'il ne constitue une infraction pénale. Le dispositif permet également de favoriser la découverte et la poursuite des fraudes.

[1] R. Crête, « Partie III : les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », *Revue générale de droit*, vol. 39, n° 2, 2009, p. 645, n° 117

[2] *Markarian c. Marchés Mondiaux CIBC inc., op. cit*.

b) Un moyen de favoriser la découverte et la poursuite des fraudes par les victimes

938. – Le rôle incitatif des dommages et intérêts punitifs – De plus, il est relevé dans la décision *Whiten c. Pilot Insurance Co* que « *Les dommages-intérêts punitifs répondent à un besoin que ni le droit civil pur ni le droit criminel pur ne peuvent satisfaire*[1] » en ce qu'ils revêtent un caractère « *socialement utile*. » Effectivement, dans l'affaire *Whiten*, les juges expliquent qu'en l'espèce, sans l'octroi de dommages et intérêts punitifs, la requérante n'aurait jamais intenté d'action contre son assureur pour l'incendie de sa maison et ce litige lui étant tout à fait personnel, personne d'autre n'aurait agi : « *personne d'autre que l'appelante ne saurait raisonnablement être disposé à investir une somme d'environ 320 000 $ en frais de justice dans un long procès afin d'établir que l'assureur s'est conduit de façon abominable dans ce dossier. La surindemnisation d'un demandeur est accordée en contrepartie de ce service socialement utile*[2]. »
Les dommages et intérêts punitifs peuvent favoriser la découverte de fraudes, car la victime est incitée à la dénoncer et à agir par le profit qu'elle peut espérer en retirer. Il s'agit là d'une spécificité de la peine privée, par rapport aux peines pénales ou administratives qui laissent souvent la victime avec le sentiment d'avoir uniquement renfloué les caisses de l'État. En revanche, si la victime sait qu'elle pourra en plus de la réparation de son préjudice, se voir verser une indemnisation, elle peut se trouver véritablement incitée à agir[3]. *In fine*, l'existence de dommages et intérêts punitifs peut permettre que certains comportements fautifs soient traduits devant la justice. Sans l'action des victimes, qui n'agiraient pas sans cette incitation financière, les auteurs ne seraient certainement jamais tenus de réparer les préjudices causés, nourrissant ainsi un sentiment d'impunité.

939. – Incitation en présence d'un préjudice faible – Un tel constat est particulièrement vrai dans le domaine boursier où les préjudices sont souvent assez

[1] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.*, par. 37
[2] *Whiten c. Pilot Insurance Co.*, *op. cit.*, par. 37. En l'espèce, Daphne Whiten, était la propriétaire d'une maison qui fut incendiée en 1994. Elle avait contracté une police d'assurance incendie avec la société Pilot Insurance Company. Peu de temps après l'incendie, la société a refusé de verser une indemnité à Mme Whiten au motif que la famille aurait elle-même mis le feu à la maison. Il s'agissait en fait d'un stratagème, visant à forcer la demanderesse, qui se trouvait dans une position de négociation faible compte tenu de la situation financière très précaire de la famille, à accepter un règlement nettement inférieur à la valeur réelle de la maison.
[3] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, *op. cit.*, p. 264, n° 238 ; L. Perret, « Le droit de la victime à des dommages punitifs en droit civil québécois : sens et contresens », *Revue générale de droit*, vol. 33, n° 2, 2003, p. 239

faibles. Les espérances d'indemnisation le sont également, ce qui décourage les victimes d'agir. En outre, en l'état actuel des choses, si une faute civile est commise, elle ne pourra donner lieu qu'à une action administrative de l'AMF, et seulement si le comportement est constitutif d'un manquement administratif. Or, l'on sait que l'action de l'AMF n'est d'aucune aide dans la recherche d'une indemnisation par les victimes. Partant, certains fraudeurs risquent tout simplement d'échapper à leur responsabilité. Avec le système français actuel, si l'AMF peut prononcer des amendes aux montants astronomiques, il s'agira uniquement de l'éventualité de préjudice ou d'atteinte au marché lui-même. Qu'il s'agisse de la répression administrative ou judiciaire telles qu'elles existent actuellement, aucune ne prend véritablement en compte les préjudices particuliers faits aux investisseurs.
Ainsi, une telle solution permettrait également de regagner la confiance des investisseurs qui auront l'impression que leur préjudice est mieux pris en compte.

940. – Aspects sociologiques – De plus, les dommages et intérêts punitifs satisfont à la « *juste colère* » de la victime, selon l'expression de Boris Starck[1]. En effet, en tant que punition, les dommages et intérêts punitifs assureraient « *le châtiment du coupable* », donnant ainsi une satisfaction morale à la victime dont les droits ont été bafoués[2]. À ce sujet, la sociologie du droit démontre que les victimes préfèrent souvent agir en justice, plutôt que d'accepter une transaction ou une indemnisation accordée par un fonds d'indemnisation. Le jugement permet de leur voir octroyer le statut de victime aux yeux de tous. Et l'on retrouve ici l'importance du prononcé de la peine par un véritable juge et toute la force symbolique qui se dégagent de cet acte[3].

Enfin, l'un des avantages généralement reconnus aux dommages et intérêts punitifs est leur capacité à lutter contre les fautes lucratives.

c) Un moyen de lutte contre les fautes lucratives

941. – Réponse aux fautes lucratives – Ne tenant aucun compte du profit réalisé par l'auteur de la faute, les dommages et intérêts compensatoires ne permettent pas de

[1] B. Starck, *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée, op. cit.*, spéc. p. 354 et p. 373
[2] P. Jourdain, « Rapport introductif », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 3
[3] M. Mekki, « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 31, p. 52

résoudre le problème des fautes lucratives. Or l'on ne peut admettre que même après indemnisation, l'auteur d'une faute puisse encore réaliser un profit. Il s'agit là d'un véritable « *pousse-au-crime* »[1] . Le rapport Catala de septembre 2005 sur la réforme du droit des obligations avait proposé d'introduire la faute lucrative dans le Code civil[2]. Cependant, cette solution n'a finalement pas été retenue. En effet, il est uniquement proposé d'introduire la possibilité pour le juge de prononcer une amende civile « *lorsque l'auteur du dommage a délibérément commis une faute lourde, notamment lorsque celle-ci a généré un gain ou une économie pour son auteur* » (art. 1266)[3].

942. – « *torts for profits* » – Ainsi, les dommages punitifs auront un effet de moralisation, en permettant notamment de sanctionner les fautes lucratives. Cette fonction des dommages et intérêts punitifs est connue en *common law* sous la formule « *torts for profit*. » Elle a été retenue au Canada, par la doctrine[4] et la jurisprudence notamment dans la décision *Whiten,* où il est considéré comme « *rationnel d'utiliser les dommages-intérêts punitifs pour dépouiller l'auteur de la faute des profits qu'elle lui a rapportés lorsque le montant des dommages-intérêts compensatoires ne représenterait rien d'autre que le coût d'un permis lui permettant d'accroître ses bénéfices tout en bafouant de façon inacceptable les droits d'autrui, d'ordre juridique ou fondés sur l'equity*[5]. » Ainsi, le versement de dommages et intérêts punitifs est aussi un moyen pour les juges canadiens de faire en sorte que le défendeur coupable ne tire pas avantage de sa conduite abusive[6].

Force est de constater qu'aujourd'hui, en France, les auteurs de fraudes financières ont très souvent une chance d'échapper à toute responsabilité, car les victimes de faibles préjudices n'iront pas en justice. Cela est trop couteux et la preuve très difficile à rapporter. Les fraudeurs peuvent jouer sur cet aspect tout en obtenant un gain très important en multipliant les petits préjudices.

---

[1] G. Viney, « Rapport de synthèse », coll. Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?, *op. cit.,* p. 66

[2] Un article 1372 prévoyait que l'auteur d'une « faute manifestement délibérée, et notamment d'une faute lucrative » pouvait être condamné, en plus des dommages et intérêts compensatoires, à des dommages et intérêts punitifs.

[3] Avant-projet de réforme du droit de la responsabilité civile, ouvert à la consultation entre le 29 avril 2016 et le 31 juillet 2016. En ligne : http://www.textes.justice.gouv.fr/art_pix/avpjl-responsabilite-civile.pdf

[4] L. Perret, « Le droit de la victime à des dommages punitifs en droit civil québécois : sens et contresens », *Revue générale de droit*, vol. 33, n° 2, 2003, p. 240

[5] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit*., par. 72

[6] Par ex. *Claiborne Industries Ltd. c. National Bank of Canada* [1989], 69 O.R. (2d) 65

Pour toutes ces raisons, il est plus que nécessaire de s'interroger sur l'opportunité de l'introduction des dommages et intérêts punitifs en droit français, dans le domaine financier, dès lors qu'il peut s'agir d'un dispositif pouvant améliorer l'efficacité du système de sanction des violations à la législation sur les marchés financiers.

§2 – Les réticences françaises

943. – Plan – La France s'est toujours montrée très réticente envers les dommages et intérêts punitifs[1], tout comme leurs autres pays européens et, plus généralement, l'Union européenne. L'ensemble des droits européens continentaux rejette d'ailleurs le principe des dommages et intérêts punitifs. Il s'agit d'éviter la confusion des fonctions respectives de la responsabilité civile et pénale (A), et surtout cela contreviendrait au principe de la réparation intégrale (B), tout en permettant à la victime de profiter d'un enrichissement indu (C). En raison de certains exemples extrêmes américains, la plupart de ces craintes ont également eu des échos au Canada.

A – La confusion éventuelle des fonctions de la responsabilité civile et pénale

944. – Confusion entre la responsabilité civile et pénale – En droit français, l'on considère souvent comme impossible l'instauration de dommages et intérêts punitifs parce que leur reconnaissance aboutirait à une confusion entre le rôle de la responsabilité civile et celui du droit pénal. Selon cette opinion, la responsabilité civile répare tandis que la responsabilité pénale punit[2]. Aucune porosité entre les deux ne devrait être admise.

Il est vrai que les dommages et intérêts punitifs empruntent à la fois au droit civil et au droit pénal. Au Canada, la décision *Whiten c. Pilot Insurance Co.* le rappelle : « *Parce qu'ils ont pour objet de punir le défendeur plutôt que d'indemniser le demandeur (la juste indemnité à laquelle ce dernier a droit ayant déjà été déterminée), les dommages-intérêts*

[1] V. par ex. J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires, op. cit*., p. 94

[2] H. et L. Mazeaud, J. Mazeaud et F. Chabas, *Leçons de droit civil*, T. II, vol. 1, Montchrestien, 9e éd., 1998, n° 375, p. 367 ;

punitifs chevauchent la frontière entre le droit civil (indemnisation) et le droit criminel (punition). »

945. – Critiques canadiennes – Au Canada, le caractère hybride des dommages et intérêts punitifs a également fait l'objet de critiques, certains soutenant que les mesures de réparation doivent appartenir à une branche du droit déterminée, le droit civil ou le droit criminel, mais pas les deux. À cet égard, il est souvent fait référence aux propos de Lord Wilberforce dans l'arrêt rendu par la *House of Lords*, *Cassell & Co. c. Broome* de 1972 : « *On ne saurait tenir à la légère pour acquis, même théoriquement, que l'objectif du droit de la responsabilité civile délictuelle est l'indemnisation, encore moins que ce devrait être le cas, question d'une grande importance sociale, ou qu'il y a quelque chose d'inapproprié, d'illogique ou d'anormal (mot qui anticipe la réponse) à inclure un élément punitif dans les dommages-intérêts civils ou, à l'inverse, que le droit criminel constitue un meilleur instrument que le droit civil pour exprimer la réprobation sociale ou pour réparer le tort causé au tissu social*[1]. »

946. – Absence de garanties procédurales suffisantes – Pour s'opposer à l'existence de peines privées, le principe « *nullum crimen nulla poena sine lege* » est invoqué, ainsi que l'absence devant les juridictions civiles des garanties procédurales applicables au procès pénal alors que ces dommages et intérêts ont un caractère punitif. De plus, l'on critique cette confusion des genres parce que les défendeurs condamnés à payer des dommages et intérêts punitifs ne bénéficieraient pas des garanties auxquelles ils auraient droit devant un juge pénal. Cet argument a aussi été avancé au Canada, et notamment relevé dans la décision *Whiten* : « *Le fait d'attribuer à ces dommages-intérêts un objectif central de dissuasion générale pose problème si cette forme de réparation est appelée à rester un élément utile du droit de la responsabilité civile délictuelle, car leur utilisation pourrait transformer certaines parties de ce droit en une sorte de droit criminel privé, qui ne serait pas assorti de toutes les garanties procédurales et exigences en matière de preuve que l'on est venu à associer avec le temps au système de justice pénale*[2]. »

947. – Absence de distinction nette entre réparation civile et pénale – Cependant, l'on peut constater que la distinction entre la réparation civile et punition pénale est loin d'être aussi nette que l'on veut bien le croire et les garanties procédurales devant les juridictions civiles ne sont plus si éloignées des autres. L'on rappellera qu'en

[1] *Cassell & Co. c. Broome, op. cit.*, p. 1114
[2] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.,* par. 158

France, le juge pénal détient le pouvoir de prononcer une indemnisation en faveur des victimes qui se sont constituées parties civiles (art. 2 et 3, Code de procédure pénale).

948. – Absence de l'exclusivité de la punition par le juge pénal – De plus, il est loin d'être certain que seul le juge pénal puisse punir. Comme cela a été identifié dans la décision *Whiten c. Pilot Insurance Co* « *la punition est un objectif légitime non seulement en droit criminel, mais également en droit civil*[1]. » En France, en vertu de l'article 8 de la DDHC : « *la loi ne doit établir que des peines strictement et évidemment nécessaires*. » L'on a pu déduire de ce principe que la Constitution ne réserve pas au juge répressif le pouvoir d'infliger des peines[2]. En outre, ainsi que l'on a déjà pu l'évoquer à propos du pouvoir de sanction de la COB, le juge constitutionnel admet qu'une autorité administrative puisse détenir des pouvoirs répressifs. Alors, à suivre la déduction fort logique de Suzanne Carval - « *qui admet le plus n'admet-il pas le moins ?*[3] » - l'on peut admettre que le pouvoir pour le juge civil de prononcer des peines privées ne devrait pas rencontrer d'obstacles de la part du Conseil constitutionnel. D'autant que cette sanction serait judiciaire et éviterait les faiblesses de la répression administrative telle qu'elle existe actuellement permettant un cumul des pouvoirs au sein d'une unique autorité administrative, éludant ainsi tout risque d'arbitraire.

Mais les critiques portent également sur la violation du principe de la réparation intégrale du préjudice.

B – La violation du principe de la réparation intégrale du préjudice

949. – Le principe de la réparation intégrale – Il reste que le principal obstacle à la consécration de dommages et intérêts punitifs en France réside dans le principe de la réparation intégrale. Selon la formule empruntée au Doyen René Savatier, la Cour de cassation a posé le principe : « *le propre de la responsabilité civile est de rétablir aussi exactement que possible l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable ne s'était pas produit*[4]. » Le principe vaut tant en matière de responsabilité contractuelle que délictuelle.

---

[1] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit*., par. 37
[2] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 216-217, n° 202
[3] *Ibid*., p. 219, n° 204
[4] Cass. 2ème civ., 1er avr. 1963 : *Bull. civ*. II. n° 309. Pour un exemple récent : Cass. com., 10 janv. 2012, n° 10-26.837 : *JurisData* n° 2012-000211

En vertu de ce principe, régulièrement rappelé par la Cour de cassation[1], le responsable est tenu de réparer, de compenser l'intégralité du préjudice causé à la victime, ni plus, ni moins : « *le propre de la responsabilité civile est de rétablir, aussi exactement que possible, l'équilibre détruit par le dommage et de replacer la victime dans la situation où elle se serait trouvée si l'acte dommageable n'avait pas eu lieu*[2]. » Il ne doit y avoir, selon la formule consacrée, « *ni perte, ni profit*[3]. » La Cour de cassation censure systématiquement les décisions des juges du fond qui, pour fixer l'indemnité, auraient tenu compte d'autres facteurs que l'ampleur du dommage, tels que la gravité de la faute ou le souci de prévenir la commission future du fait délictueux. La Cour de cassation n'a de cesse également de rappeler que l'indemnisation ne doit pas excéder la valeur du préjudice et qu'elle ne doit pas procurer un enrichissement à la victime[4]. La cour d'appel de Paris l'a encore rappelé en matière boursière dans le cadre de l'affaire *LVMH c. Morgan Stanley* : « *toute faute, même légère, ouvre droit à la réparation intégrale du dommage causé, mais à ce seul dommage certain, actuel, né de la faute*[5]. »

Sur la base de ce principe, l'on considère généralement que l'instauration de dommages et intérêts punitifs est impossible, car elle entraînerait une réparation supérieure au dommage subi.

950. – Absence de valeur constitutionnelle – Cependant, cette position semble avant tout résulter d'un choix politique. Rien n'empêche, d'un point de vue juridique, le recours à cette forme de réparation. Si la doctrine s'accorde sur le fait qu'il s'agit d'un

---

[1] Cass. 2ème Civ. , 23 janv. 2003, n° 01-00.200 : *Bull. civ*. II, n° 20 – Cass. 2ème Civ., 5 juill. 2001, n° 99-18.712 : *Bull. civ*. II, n° 135 – Cass. Crim. 20 août 1996, n° 95-84.139 : *Bull. crim*. n° 306 – Cass. Crim. 15 juin 1997, n° 96-82.264 : *Bull. crim*. n° 11 ; *RDI* 1997, p. 503, note G. Roujou de Boubée – Cass. Soc. 23 nov. 2005, n° 03-40.826 : *Bull. civ*. V, n° 332 – Cass. Crim. 17 oct. 2000, n° 99-86.157 : *Bull. crim*. n° 297 ; *RTD civ*. 2001, p. 379, note P. Jourdain – Cass. Crim. 31 mai 2005, n° 04-83.989 : *Bull. crim*. n° 165 – Cass. Crim. 13 nov. 2007, n° 07-80.995 : *Bull. crim*. n° 276 – Cass. 1ère Civ., 9 nov. 2004, n° 04-12.506 : *Bull. civ*. I, n° 264 – Cass. 1ère Civ., 22 nov. 2007, n° 06-14.174 : *Bull. civ*. I, n° 368 ; *D*. 2008, p. 2894, note Ph. Brun

[2] Cass. Civ. 2e, 28 oct. 1954, n° 1767 : *Bull. civ*. II, n° 328 ; *JCP* 1955. II. 8765, note R. Savatier ; *RTD civ*. 1955, p. 324, obs. H. Mazeaud et L. Mazeaud – Cass. 2ème Civ. , 14 févr. 1982 : *JCP* 1982. II. 19894, note J.-F. Barbièri – Cass. Crim. 12 avr. 1994, n° 93-82.579 : *Bull. crim*. n° 146

[3] Cass. 2ème Civ., 9 nov. 1976, n° 75-11.737 : *Bull. civ*. II, no 302 – Cass. 2ème Civ., 23 janv. 2003, n° 01-00.200 : *Bull. civ*. II, n° 20 ; *D*. 2003, IR 605 ; *JCP* 2003. II. 10110, note J.-F. Barbièri

[4] G. Viney, « Rapport de synthèse », coll. *Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?*, *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 66

[5] CA Paris, 15e Ch., B, 30 juin 2006, n° 04/06308, *Sté Morgan Stanley et Co. et Sté Morgan Stanley DW. Inc. c/ Sté LVMH* : *RTD. com*. 2006, p. 875, obs. N. Rontchevsky ; *D*. 2006, AJ p. 2241, obs. X. Delpech ; *Banque et droit*, juill.-août 2006, p. 34, obs. H. de Vauplane ; *RTD fin*., n° 2/2006, p. 6, note A. Pietrancosta

principe général du droit[1], le principe de la réparation intégrale du dommage n'a pas valeur constitutionnelle[2]. Si depuis la décision PACS du 9 novembre 1999[3], il ne fait plus aucun doute que l'obligation pour celui qui cause un dommage à autrui de la réparer est bien une exigence constitutionnelle fondée sur l'article 4 de la DDHC[4], en revanche, le Conseil constitutionnel ne s'est encore jamais prononcé sur la constitutionnalité des dommages et intérêts punitifs.

La règle de la réparation intégrale a été dégagée par la Cour de cassation seule, et constitue un « *principe en quelque sorte autonome*[5] » consacré par la Haute cour, qu'elle vise parfois dans ses décisions, sans même l'appuyer sur un texte[6]. Le législateur pourrait parfaitement décider d'y déroger.

951. – La prise en compte du profit retiré en France – D'autant que malgré l'interdiction des dommages et intérêts punitifs par le principe de la réparation intégrale, l'on peut constater que ces derniers ne sont pas totalement absents du droit français. Dans les textes, tout d'abord, l'article L. 331-1-3 du Code de propriété intellectuelle issu de la loi n° 2007-1544 du 29 octobre 2007 de lutte contre la contrefaçon et modifié par la loi n° 2014-315 du 11 mars 2014, prévoit que le juge prend en considération pour fixer les dommages et intérêts « *les bénéfices réalisés par l'auteur de l'atteinte aux droits, y compris les économies d'investissements intellectuels, matériels et promotionnels que celui-ci a retirées de l'atteinte aux droit*. »

La Cour de cassation elle-même a déjà jugé que les dommages et intérêts punitifs ne sont pas, par nature, contraires à l'ordre public international et ne font pas obstacle en soi à une demande d'exequatur d'une décision étrangère, même si ce principe ne joue que dans la mesure où les sommes retenues ne sont pas « *disproportionnées* » par rapport au préjudice subi et à la faute commise[7].

---

[1] V. en ce sens, J. Traullé, *L'éviction de l'article 1382 du code civil en matière extracontractuelle*, préf. P. Jourdain, LGDJ, 2007, nos 198 et s. ; comp. G. Viney, « Pour ou contre un « principe général » de la responsabilité civile pour faute », *Mélanges P. Catala*, Litec, 2001, nos 554 et s. ; Ph. Tourneau, « Responsabilité (en général) », *op. cit.*, n° 119

[2] M. Bacache, « Action de groupe et responsabilité civile », *RTD Civ*. 2014, p. 450

[3] Cons. const., 9 nov. 1999, n° 99-419 DC, *Loi relative au pacte civil de solidarité, op. cit*.

[4] P. Deumier et O. Gout, « La constitutionnalisation de la responsabilité civile », *Cahiers du Conseil constitutionnel* n° 31, dossier Le droit des biens et des obligations, mars 2011

[5] Ph. Tourneau, « Responsabilité (en général) », *op. cit.*, n° 12

[6] Par ex. : Cass. 2ème Civ., 19 juin 2008, n° 07-14.805 : *Gaz. Pal*. 8 janv. 2009, n° 8, p. 10, note C. Quézel-Ambrunaz – Cass. 2ème Civ., 18 sept. 2008, n° 07-16.340 – Cass. 2ème Civ., 22 janv. 2009, nos 07-20.878 et 08-10.392 : *D*. 2009. 1114, note R. Loir ; *Gaz. Pa*l. 25 mars 2009, n° 85, p. 10, note S. Saleh et J. Spinelli

[7] Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010, n° 09-13.303 : *D*. 2011, p. 423, obs. I. Gallmeister ; *ibid*., p. 1374, obs. F. Jault-Seseke ; *ibid*., p. 2434, obs. L. d'Avout et S. Bollée ; *Rev. crit. DIP* 2011, p. 93, note H. Gaudemet-Tallon ; *RTD civ*. 2011, p. 122, obs. B. Fages ; *ibid*., p. 317, obs. P. Remy-Corlay ; *RTD com*. 2011, p. 666, obs. P. Delebecque ; *JCP* 2011. Doctr. 435, obs. P. Stoffel-Munck ; *RDC* 2011, p. 459, obs. S. Carval

Dans les faits ensuite, la pratique judiciaire révèle que le principe de la réparation intégrale est bien souvent illusoire. C'est le cas d'abord lorsque l'évaluation du préjudice est impossible, comme dans l'hypothèse d'un dommage moral ou de l'atteinte à un intérêt collectif. On les retrouve, notamment en matière de presse sous couverts de condamnation à réparer un dommage moral[1]. Également, l'on constate une tendance à évaluer plus généreusement le dommage moral, ou restituer au créancier sous forme de dommages et intérêts compensatoires le profit obtenu grâce à la commission du délit. Afin d'éviter la censure, les juges du fond tentent d'y déroger par le silence, la Cour de cassation se contentant généralement d'une affirmation purement formelle de la correspondance entre l'indemnité ordonnée et l'ampleur du dommage[2]. Cependant, cette situation ne peut être satisfaisante, car non contrôlée, elle est nécessairement sujette à des dérives[3] et donne « *libre cours à l'arbitraire tout en interdisant d'y remédier*[4] », les difficultés n'existant pas officiellement.

Il est encore reproché aux dommages et intérêts punitifs d'engendrer un enrichissement indu de la victime.

C – Le risque d'enrichissement sans cause et indu de la victime

952. – L'enrichissement indu de la victime – Enfin, il est une autre critique de taille en France. Les dommages et intérêts punitifs permettraient à la victime de s'enrichir de manière indue, par l'allocation d'une somme qui dépasse largement le montant du préjudice qu'elle a subi.

953. – La cause : la punition – À l'inverse, il est cependant possible de considérer que le profit reçu par la victime n'est pas sans cause et ni indu. Ainsi qu'a pu l'expliquer Jérôme Ortscheidt, l'enrichissement de la victime trouve sa cause dans la fonction punitive des dommages et intérêts punitifs[5]. La cause ne fait aucun doute : c'est parce que le défendeur a commis un acte particulièrement grave et répréhensible, qui

[1] J.-B. Borghetti, « Punitive damages in France » in *Punitive Damages : Common law and Civil Law Perspectives*, H. Koziol et V. Wilcox (dir.), Springer, 2009, p. 55

[2] J.-B. Borghetti, « Les sanctions en droit de la responsabilité civile – De la réparation sans sanction aux sanctions non réparatrices », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, *op. cit.*, n° 17, p. 265-266

[3] G. Viney, « Rapport de synthèse », coll. Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?, *op. cit*.

[4] Y.-M. Laithier, *Droit comparé*, Dalloz, Coll. Cours, 2009, n° 203, p. 216

[5] J. Ortscheidt, « Les dommages et intérêts punitifs en droit de l'arbitrage international », *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 17

justifie une sanction punitive, que des dommages et intérêts punitifs sont versés à la victime.

954. – Rétribution des « procureurs privés » – En outre, cet enrichissement n'est pas non plus indu, dans son principe. Comme l'explique Suzanne Carval, il faut l'analyser comme une rétribution de l'individu qui a joué le rôle de « procureur privé » et qui a en quelque sorte assumé la fonction du ministère public si le législateur avait opté pour la voie pénale[1]. En effet, l'enrichissement de la victime, sans entrer dans les excès des États-Unis, est un moyen de l'encourager à agir contre l'auteur de la faute[2].

955. – Facteur de confiance des investisseurs – Cette incitation financière à agir en justice peut être un moyen de renforcer le bon fonctionnement des marchés financiers, car les investisseurs, sachant qu'ils disposent d'un recours efficace, seront peut être moins frileux à confier leur argent aux marchés. On notera d'ailleurs que lors des réflexions sur l'introduction des dommages punitifs en droit québécois, les codificateurs avaient rejeté les propositions visant à ce que les dommages punitifs ne soient pas reversés à la victime, mais à des organismes à but non lucratif voués à la défense des droits. L'on a considéré qu'il était nécessaire de maintenir cet intérêt financier pour les victimes, sinon il y avait peu de chance qu'elles en réclament[3].

956. – Les critiques relatives aux quantum – Finalement, il apparaît qu'en droit français, il est tout à fait envisageable de consacrer les dommages et intérêts punitifs. Ce qui rend peut-être encore la France si réticente réside principalement dans la crainte d'ouvrir la porte à des excès tel que cela a pu survenir aux États-Unis[4]. Les détracteurs des dommages et intérêts punitifs critiquent souvent les sommes

---

[1] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 362, n° 318

[2] C. Jauffret-Spinosi, « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

[3] L. Perret, « La droit de la victime à des dommages punitifs en droit civil québécois : sens et contresens », *Revue générale de droit*, vol. 33, n° 2, 2003, p. 241

[4] Par ex. *BMW of North America Inc. v. Gore* 517 U.S. 559 (1996) ; *Liebeck v. McDonald's Restaurants* 1995 W.L. 360309 (N.M. Dist.). Ces deux affaires sont très souvent citées en exemples des excès américains. Dans la première espèce, le jury avait condamné BMW à payer 4 000 000$ en dommages et intérêts punitifs pour avoir omis de dévoiler la présence de retouches de peinture sur un véhicule neuf. Dans la seconde, le jury a condamné les restaurants Mac Donald's à verser 2 700 000$ de dommages et intérêts punitifs à une personne pour des brûlures subies lorsque son verre de café s'est renversée sur elle au moment où elle l'ouvrait sur sa cuisse dans le siège du passager d'une voiture en mouvement. Il convient cependant de relativiser le caractère souvent caricatural donné à la pratique des dommages et intérêts punitifs aux États-Unis, car dans les deux cas le montant des dommages punitifs a été fortement réduit en appel.

exorbitantes qui sont allouées aux demandeurs qui reçoivent une indemnisation dont le montant n'a plus rien à voir avec la réalité de son préjudice. L'arrêt *Cassell* rendu par la *House of Lords* compare cet état de fait à une forme de « *justice primitive*[1] », le demandeur ne recevant ce profit inattendu que parce que le tribunal souhaite punir l'auteur. De plus, il est relevé que les défendeurs se plaignent d'être jugés davantage relativement à leur identité que par rapport aux faits qu'ils ont commis, le montant des dommages étant établi en fonction du crime, mais aussi de sa situation financière[2].

957. – Le rôle du jury – Cependant, il convient d'abord de rappeler qu'aux États-Unis, les dommages et intérêts sont le plus souvent alloués par un jury, ce qui contribue au prononcé de sommes parfois exorbitantes, qui sont souvent fortement réduites en appel[3]. Un tel risque n'existe pas en France. De plus, l'exemple canadien, par l'approche stricte qu'il retient de la pratique des dommages et intérêts punitifs démontre qu'il est parfaitement possible d'utiliser cette sanction de manière équilibrée.

§3 – Proposition pour une introduction des dommages et intérêts punitifs en France en droit des marchés financiers

958. – Une volonté grandissante en France – L'on notera que malgré toutes les critiques relevées précédemment, un courant doctrinal de plus en plus important milite pour l'introduction des dommages et intérêts punitifs en France[4]. L'obstacle du principe de la réparation intégrale n'est pas insurmontable et les dommages et intérêts punitifs présentent certains avantages, surtout face au phénomène de plus en plus important et diffus des fautes lucratives. Ainsi, il convient de rejoindre l'opinion de Suzanne Carval qui affirmait déjà dans sa thèse en 1995 que « *la règle qui impose de*

[1] *Cassell & Co. c. Broome, op. cit.*, p. 1087
[2] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.*, par. 39
[3] Par ex. dans l'affaire BMW, le montant des dommages et intérêts punitifs a été réduit à 50 000$, et à 480 000$ dans l'affaire contre les restaurants MacDonald's.
[4] G. Viney, *Traité de droit civil. Introduction à la responsabilité*, 3e éd., 2008, LGDJ, nos 74-5 et s. ; S. Carval, *La responsabilité civile dans sa double fonction de peine privée*, *op. cit.*; M. Béhar-Touchais (dir.), « Faut-il moraliser le droit français de la réparation des dommages ? », *LPA*, nov. 2002, numéro spécial ; J.-L. Baudouin, « Les dommages et intérêts punitifs : un exemple réussi d'emprunt à la common law », *Mél. Malinvaud*, 2006, Litec, p. 101

lier systématiquement le montant des dommages et intérêts au préjudice subi est une règle qui entrave considérablement la mission de dissuasion que cherche à poursuivre le droit de la responsabilité[1]. »

D'ailleurs, le professeur Terré, dans son projet de réforme pour le droit des obligations présenté en 2012 avait préconisé l'insertion d'une règle selon laquelle si l'auteur du dommage avait commis intentionnellement une faute lucrative, le juge aurait pu accorder « *le montant du profit retiré par le défendeur plutôt que la réparation du préjudice subi par le demandeur*[2]. » Il s'agissait bien de déconnecter le montant de l'indemnisation du préjudice subi et de tenir compte du fait que l'auteur de la faute en aurait tiré un profit en cas de condamnation à la seule réparation du préjudice. L'on ne peut que regretter que cette proposition n'ait pas été retenue dans l'avant-projet de réforme sur la responsabilité civile[3].

959. – L'équilibre canadien – De plus, à regarder le système mis en place au Canada, le pays semble être parvenu à un équilibre plutôt satisfaisant, dont la France pourrait s'inspirer. Il serait possible de bénéficier des avantages d'un tel dispositif – renforcement de la dissuasion, incitation à agir des victimes, réprobation des comportements graves qui ne reçoivent pas de qualification pénale – sans pour autant tomber dans les travers américains. À l'étude de la jurisprudence québécoise, l'on se rend compte que les montants alloués sont loin d'être exorbitants et n'ont absolument rien à voir avec la pratique américaine[4]. D'ailleurs, c'est dans le but de se prémunir contre les dérives américaines, que la jurisprudence de *common law* a imposé en 1978 un plafond de 100 000$ - réévalué aujourd'hui à 300 000$ - pour les pertes non pécuniaires[5], qui a été repris par la jurisprudence québécoise[6]. Mais même

---

[1] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 209, n° 197

[2] F. Terré, « Pour une réforme du droit de la responsabilité civile », févr. 2012. En ligne : https://www.courdecassation.fr/IMG///reforme-droit-RC.pdf. Art. 54 : « La faute lucrative est celle qui, indépendamment du préjudice qu'elle cause à la victime, procure à son auteur un gain. Lorsqu'un tel gain aura été intentionnellement recherché, le juge aura la faculté d'accorder à la victime, par une décision spécialement motivée, le montant du profit retiré par son auteur, en lieu et place de la réparation du préjudice subi. La part excédant la somme qu'aurait reçue le demandeur au titre des dommages-intérêts compensatoires ne peut être couverte par une assurance de responsabilité »

[3] *Avant Projet de réforme de la responsabilité civile*. En ligne : http://www.textes.justice.gouv.fr/art_pix/avpjl-responsabilite-civile.pdf

[4] S. Grammond, « Un nouveau départ pour les dommages-intérêts punitifs », *Rev. générale de droit*, vol. 42, n° 1, 2012, p. 119. L'auteur mentionne une étude révélant que dans 78 % des cas, la somme octroyée est inférieure à 10 000 $.

[5] *Andrews c. Grand & Toy Alberta Ltd*., [1978] 2 R.C.S. 229

[6] Voir, notamment : *Hôpital général de la région de l'amiante inc. c. Perron*, [1979] C.A. 567; *Corriveau c. Pelletier*, [1981] C.A. 347; *Lebrun c. Québec-Téléphone*, [1986] R.J.Q. 3073 (C.A.); *Drouin c. Bouliane*, [1987] R.J.Q. 1490 (C.A.); *Gravel c. Hôtel-Dieu d'Amos*, [1989] R.J.Q. 64 (C.A.); *Coronation Insurance Co. c. Juneau*,

en cas de pertes pécuniaires où la Cour suprême n'a pas établi de plafond[1] et même si les tribunaux semblent plus sévères lorsqu'ils sont en présence d'une faute lucrative[2], les montants alloués demeurent toujours très raisonnables.

Cela s'explique par la constante volonté des juges canadiens et des textes québécois d'éviter à tout prix les excès américains. Pour cela, la jurisprudence retient une approche stricte des dommages et intérêts punitifs aussi bien dans la possibilité d'en allouer – limitée à des comportements d'une particulière gravité et à l'existence d'un texte au Québec – que dans l'évaluation du montant à prononcer en exigeant le respect strict du principe de proportionnalité, qui empêche l'allocation de montants extravagants.

960. – L'exigence de proportionnalité au but de dissuasion – Le droit canadien exige que le montant des dommages punitifs soit directement proportionnel aux buts visés, c'est-à-dire aux objectifs de dissuasion, dénonciation et punition. La somme la moins élevée permettant d'atteindre cet objectif doit être retenue. La décision *Markerian* précise qu'il n'existe pas de règle mathématique ou mécanique pour fixer le quantum : « *Il n'y a pas de règle mathématique pour fixer le quantum des dommages punitifs. On ne peut procéder de façon mécanique ou en appliquant une formule. Il n'existe par ailleurs ni plafond fixe, ni ratio déterminé (un multiple) entre les dommages-intérêts compensatoires et punitifs. Par ailleurs les dommages punitifs n'ont aucun lien avec la perte du demandeur et la compensation qui lui est accordée, mais sont plutôt fonction de la conduite répréhensible du défendeur*[3]. »

Dans l'arrêt *Whiten* les éléments qui doivent guider le juge ou le jury pour déterminer si des dommages et intérêts punitifs doivent être prononcés et pour quel montant sont rappelés : « *Lorsqu'un tribunal se penche sur la question des dommages-intérêts punitifs, il doit mettre en corrélation les faits de l'affaire et les buts visés par de tels dommages-intérêts et se demander en quoi, dans ce cas particulier, leur attribution favoriserait la réalisation de l'un ou l'autre des objectifs du droit, et quelle est la somme la moins élevée qui permettrait d'atteindre ce but, car l'attribution de toute somme plus élevée serait irrationnelle*[4]. » En droit québécois, ce principe est posé à l'article 1621 du Code

---

[1992] R.R.A. 763 (C.A.); *Prat c. Poulin*, [1997] R.J.Q. 2669 (C.A.); *Stéfanik c. Hôpital Hôtel-Dieu de Lévis*, [1997] R.J.Q. 1332 (C.A.).

[1] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.*

[2] Par ex. le gouvernement a été condamné à verser 2,5 millions de dollars à un homme victime d'une erreur judiciaire : *Hinse* c. *Québec (P.GJ,* [2011] R.J.Q. 794 (C.S.).

[3] *Markarian* c. *Marchés Mondiaux CIBC inc., op. cit*., par. 659 ; Voir également *Rizzuto c. Rocheleau*, [1996] R.R.A. 448 (C.S.), page 459

[4] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit*., par. 71

civil qui affirme que le montant ne doit pas dépasser ce qui est nécessaire pour assurer la fonction dissuasive des dommages punitifs. La jurisprudence considère qu'en application de l'article 1621 du Code civil, le montant doit permettre aux dommages d'assurer leur fonction préventive, mais sans dépasser cette limite : « *Doit être accordé ce qui est nécessaire pour dissuader*[1]. »

961. – Facteurs à prendre en compte pour l'évaluation – Ensuite, la disposition dresse une liste de facteurs qui peuvent être pris en compte pour déterminer ce montant : « *Ils s'apprécient en tenant compte de toutes les circonstances appropriées, notamment de la gravité de la faute du débiteur, de sa situation patrimoniale ou de l'étendue de la réparation à laquelle il est déjà tenu envers le créancier, ainsi que, le cas échéant, du fait que la prise en charge du paiement réparateur est, en tout ou en partie, assumée par un tiers* ». Cependant, il ressort de l'arrêt *Markerian* que cette liste n'est pas limitative : « *L'énumération des facteurs que l'on retrouve à l'article 1621 n'est pas limitative ainsi qu'on le voit du texte même du deuxième alinéa. Celui-ci énonce clairement que le tribunal doit «tenir compte de toutes les circonstances appropriées», donc non seulement de ce qui est énuméré à l'article 1621. D'autre part, l'énumération est précédée du mot « notamment »*[2] »

962. – La gravité de la faute – Ainsi, pour évaluer le juste montant qui doit être alloué, la gravité de la faute est un des éléments principalement pris en compte. Pour déterminer le degré de gravité, plusieurs facteurs peuvent être pris en compte par la jurisprudence canadienne[3] : le fait que la conduite répréhensible ait été préméditée et délibérée[4] ; l'intention et la motivation du défendeur[5] ; le caractère prolongé de la conduite inacceptable du défendeur[6] ; le fait que le défendeur ait caché sa conduite répréhensible ou tenté de la dissimuler[7] ; le fait que le défendeur savait ou non que ses actes étaient fautifs[8] ; le fait que le défendeur ait ou non tiré profit de sa conduite

---

[1] *Markarian c. Marchés Mondiaux CIBC inc., op. cit.*, par. 658
[2] *Markarian c. Marchés Mondiaux CIBC inc., op. cit.*, par. 661
[3] *Relevés dans Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit.*, par. 113
[4] *Patenaude c. Roy*, [1994] 123 D.L.R. (4th) 78 (C.A. Qué.), p. 91.
[5] *Recovery Production Equipment Ltd. c. McKinney Machine Co.* [1998] ABCA 239, par. 77
[6] *Mustaji c. Tjin* [1996], 30 C.C.L.T. (2d) 53 (C.A.C.-B.); *Québec (Curateur public) c. Syndicat national des employés de l'Hôpital St-Ferdinand, op. cit.; Matusiak c. British Columbia and Yukon Territory Building and Construction Trades Council*, [1999] B.C.J. No. 2416 (QL) (C.S.).
[77] *Gerula c. Flores* [1995] 126 D.L.R. (4th) 506 (C.A. Ont.), p. 525 ; *Walker c. D'Arcy Moving & Storage Ltd.* [1999], 117 O.A.C. 367 (C.A.), *United Services Funds (Trustees) c. Hennessey*, [1994] O.J. No. 1391 (QL) (Div. gén.), par. 58.
[8] *Williams c. Motorola Ltd.* [1998], 38 C.C.E.L. (2d) 76 (C.A. Ont.) ; *Procor Ltd. c. U.S.W.A.* [1990], 71 O.R. (2d) 410 (H.C.), p. 433.

répréhensible[1] (*tort for profit*) ; ou encore le fait que le défendeur savait que sa conduite répréhensible portait atteinte à un intérêt auquel le demandeur attachait une grande valeur[2].

963. – La situation financière du défendeur – Dans certains cas, l'on prendra également en compte les ressources financières du défendeur, mais uniquement s'il invoque lui-même des difficultés financières, et si ces ressources ont un lien direct avec la conduite répréhensible du défendeur ou s'il existe d'autres circonstances permettant rationnellement de conclure que la condamnation d'un riche défendeur à une somme peu élevée n'aurait pas d'effet dissuasif[3]. Ce dernier cas renvoie à l'expression employée par la Cour suprême dans l'arrêt *Whiten* : « *pour rappeler à un défendeur riche et puissant ses responsabilités, il faut […] frapper […] plus fort*[4] »

964. – L'état de vulnérabilité du demandeur – Le caractère proportionnel du montant alloué peut également tenir compte du degré de vulnérabilité du demandeur, en terme financier ou autre, particulièrement lorsqu'il y a inégalité entre les parties. Cela pourra notamment être le cas en présence d'investisseurs peu expérimentés. Cet aspect doit être mis en lien avec l'idée d'un rapport de confiance particulier entre les deux parties à la relation contractuelle.

965. – L'existence d'autres sanctions – Contrairement à d'autres pays de *common law*, le Canada tient également compte de l'existence des sanctions civiles ou criminelles qui auraient pu déjà être prononcées, même si elles ne font pas nécessairement obstacle à l'allocation de dommages et intérêts punitifs. Ainsi, les dommages et intérêts punitifs sont attribués uniquement si « *toutes les autres sanctions ont été prises en considération et jugées insuffisantes pour réaliser les objectifs de châtiment, de dissuasion et de dénonciation*[5]. » Au Canada, le prononcé de dommages et intérêts punitifs est loin d'être systématique. Ce n'est que, si malgré le prononcé d'autres sanctions, les objectifs de dissuasion, de punition et de dénonciation ne sont pas remplis que des dommages punitifs pourront être prononcés. Cela signifie également que le montant

---

[1] *Claiborne Industries Ltd. c. National Bank of Canada* [1989], 69 O.R. (2d) 65 (C.A.).
[2] *Horseshoe Bay Retirement Society c. S.I.F. Development Corp*. [1990], 66 D.L.R. (4th) 42 (C.S.C.-B.) ; *Kates c. Hall* [1991], 53 B.C.L.R. (2d) 322 (C.A.)
[3] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit*., par. 119
[4] *Ibid*., par. 654
[5] *Whiten c. Pilot Insurance Co., op. cit*., par. 123 ; V. également *Hill c. Église de scientologie de Toronto, op. cit*., par. 196

d'autres types de dommages et intérêts déjà prononcés, par exemple à titre compensatoire, aura un impact sur le quantum des dommages punitifs.

966. – Proposition – Fort de l'exemple canadien, il en ressort que la consécration de dommages et intérêts punitifs dans le cadre des recours en responsabilité en lien avec les marchés financiers est tout à fait envisageable.
Instaurer des dommages et intérêts punitifs permettra de renforcer l'efficacité du système de sanction en conférant une fonction dissuasive et punitive à la responsabilité civile, tout en incitant les victimes à agir, ce qui améliorera aussi la réparation des préjudices financiers. Il ne s'agit pas de créer un principe général, mais davantage de reprendre l'exemple québécois en limitant le recours aux dommages et intérêts punitifs aux seuls cas où la loi le prévoirait expressément.

967. – L'existence d'une faute d'une particulière gravité – Le champ d'application des dommages et intérêts punitifs devra être circonscrit aux fautes les plus graves, pour lesquelles le tribunal considère que leur auteur doit être puni en plus de devoir réparer le préjudice subi, afin de montrer sa désapprobation. Nous pensons que le terrain de prédilection d'une telle sanction sera celui des litiges relatifs à la commercialisation de produits financiers ainsi que les cas de fautes lucratives.
Concernant, les critères à prendre en compte pour savoir si un comportement justifiera le prononcé de dommages et intérêts punitifs, l'on pourra s'inspirer des critères développés en droit canadien. Il devra évidemment être tenu compte du fait que l'auteur de la faute en a retiré un profit, mais aussi du lien de confiance existant entre le demandeur et le défendeur (vulnérabilité du demandeur face à l'inégalité de compétence), la gravité du comportement du défendeur (action délibérée, prolongée dans le temps, préméditation, motivation, etc.).

968. – La détermination du montant des dommages – L'instauration de dommages et intérêts punitifs, selon la manière dont ils sont organisés, peut révéler différentes fonctions de la sanction. Ainsi que l'a fait remarquer un auteur, l'on peut leur donner une dimension morale en les calquant sur la gravité de la faute commise. Ils peuvent également avoir une fonction restitutive s'ils dépendent du bénéfice retiré par le coupable de la faute. Enfin, ils auront une fonction dissuasive lorsque leur montant est fixé en considération du profit réalisé par l'auteur – voire au-delà – et en fonction

de sa situation patrimoniale[1]. Comme en droit canadien, le montant des dommages et intérêts punitifs ne devra pas excéder ce qui est strictement nécessaire pour parvenir à l'objectif punitif et dissuasif.

969. – Équilibre entre sanctions et activités de marché – Cela est particulièrement important dans le domaine des marchés financiers, où il est constamment nécessaire de maintenir l'équilibre entre une sanction suffisamment efficace, et l'innovation économique et financière. Ainsi que l'explique l'analyse économique du droit, si l'auteur d'une faute est condamné à une réparation trop faible, il ne sera pas incité à respecter la règle de droit. À l'inverse, le fait de devoir verser des sommes d'argent trop élevées risque d'avoir un impact sur le prix des produits et pourrait même conduire à l'abandon de certaines activités risquées, mais utiles[2]. L'analyse économique se révèle parfaitement adaptée à la problématique des préjudices financiers. En effet, si l'instauration de dommages et intérêts punitifs dans ce domaine est souhaitable, ils ne doivent pas dissuader les activités de marché qui sont indispensables au développement de notre économie.
Dès lors, suivant la balance qui doit être faite de ces deux objectifs, en présence d'une faute lucrative, le montant des dommages et intérêts punitifs devrait avoir, en principe, pour limite celui du profit réalisé par l'auteur. Dans les autres cas, il pourra être calqué sur la gravité de la faute commise, notamment dans les cas d'abus flagrant de la position d'infériorité de certains investisseurs.
En outre, il faudra également tenir compte des sanctions éventuellement déjà prononcées, même si elles ne devront pas constituer un obstacle au versement de dommages et intérêts punitifs. C'est uniquement au regard de l'objectif punitif et dissuasif que ce critère sera applicable. Comme au Canada, les dommages et intérêts punitifs ne pourront être octroyés que si les autres sanctions n'ont pas permis d'atteindre les objectifs.

970. – Compensation de la réduction de l'effet dissuasif par les assurances – Enfin, les dommages et intérêts punitifs ont une fonction préventive que la seule responsabilité civile n'a plus aujourd'hui en raison du développement des assurances. L'effet de dissuasion n'existe plus à partir du moment où l'auteur sait

[1] *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, sous la dir. Cécile Chainais, Dominique Fenouillet, vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012, n° 77
[2] C. Jauffret-Spinosi, « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

qu'il ne devra pas verser lui-même l'indemnisation. Dès lors, il est impératif que les dommages et intérêts punitifs ne puissent pas faire l'objet d'une assurance.
Par exemple, aux États-Unis, il est fréquent qu'une assurance puisse couvrir le paiement de dommages et intérêts punitifs sauf en cas de faute intentionnelle. De la même manière, le prononcé de dommages et intérêts punitifs en droit boursier devra se limiter au cas de fraudes, et particulièrement aux cas de fautes lucratives. Ainsi, pour que l'efficacité de leur fonction dissuasive et normative soit garantie, il conviendra d'interdire que ce type de dommages puisse être assuré.

971. – Conclusion section 2 – L'exemple canadien démontre qu'il est parfaitement possible pour un système juridique d'utiliser les dommages et intérêts punitifs, sans pour autant tomber dans les dérives américaines. Or, dans le contentieux financier, les dommages punitifs se révèlent être un dispositif présentant de nombreux avantages. Ils apportent une réponse efficace aux fautes lucratives et leur effet dissuasif est certain. En outre, ils présentent un caractère fortement incitatif pour les victimes à dénoncer et à poursuivre les fraudes qui leur ont causé un préjudice. Ainsi, introduire les dommages et intérêts punitifs en droit des marchés financiers permettra tant d'améliorer la réparation des préjudices que le système de sanction par leur effet dissuasif et punitif. Il convient cependant d'adopter une position mesurée quant à leur pratique, à l'image de ce qui existe au Canada en prévoyant que leur application sera limitée aux préjudices subis dans le cadre des activités de marchés par les investisseurs, qu'ils ne pourront être prononcés qu'en présence d'une faute d'une particulière gravité ou une faute lucrative et que leur montant ne devra pas excéder ce qui est strictement nécessaire pour atteindre ces objectifs dissuasif et punitif.

972. – Conclusion Chapitre 1 – Les conditions de la responsabilité civile de droit commun ne sont pas adaptées à la plupart des préjudices subis par les investisseurs du fait des fautes commises par les professionnels des marchés financiers. L'aléa boursier rend la définition et l'évaluation du préjudice très incertaines ce qui a conduit la jurisprudence à recourir à la notion de perte de chance, ne permettant pas de réparer l'intégralité du préjudice. Fort de l'exemple canadien, il est possible d'envisager la création d'un régime de responsabilité spécifique aux abus de marché afin de remédier à ces difficultés. En outre, la pratique canadienne des dommages et intérêts punitifs démontre tout leur intérêt dans le secteur financier afin de remédier au problème des fautes lucratives et des comportements particulièrement

répréhensibles notamment à l'égard de certaines catégories d'investisseurs vulnérables. Par leur effet dissuasif, punitif et préventif, les dommages et intérêts punitifs concourront à une meilleure efficacité du système de sanction, les auteurs potentiels de faute pouvant y voir une menace réelle. De plus, ils pourront améliorer la réparation des préjudices en incitant les victimes à agir, là où elles ne l'auraient peut-être pas fait pour de simples dommages et intérêts compensatoires.

CHAPITRE 2

L'ADAPTATION DE L'ACTION COLLECTIVE AU DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

973. – L'adaptation des conditions de la responsabilité civile à la particularité des abus de marché et l'introduction des dommages et intérêts punitifs seront d'excellents moyens d'améliorer la réparation des préjudices, en rendant les recours plus faciles et plus attractifs. Cependant, la spécificité de préjudices financiers nécessite également de réfléchir à un traitement à une échelle plus globale. L'on sait que ces préjudices sont souvent faibles, mais qu'ils peuvent toucher des milliers de personnes. Dès lors, il apparaît indispensable de prévoir un traitement collectif de ces préjudices. L'action collective ou action de groupe permet à un groupe de personnes ayant subi un dommage identique causé par la faute d'une même personne, d'agir dans le cadre d'une instance unique.

974. – Plan – Ainsi que l'expérience étrangère et notamment canadienne le démontre, l'action collective est un outil qui présente de nombreux avantages susceptibles d'améliorer le système de sanction des violations à la législation sur les marchés financiers (Section 1). Cela conduit à s'intéresser à la configuration de l'action collective en droit des marchés financiers, mais à la condition qu'elle présente certaines caractéristiques (Section 2).

SECTION 1

L'INTÉRÊT DE L'ACTION COLLECTIVE DANS LE SECTEUR FINANCIER

975. – Plan – L'intérêt de l'action collective est maintenant largement admis et il semble qu'elle peut constituer un outil particulièrement intéressant pour améliorer l'efficacité de la réparation des préjudices financiers (§1). Cependant, contrairement au Canada, la France a très longtemps montré de fortes réticences à l'égard d'une telle action, de telle sorte qu'il a fallu attendre 2014 pour qu'elle se dote d'une action de groupe (§2).

§1 – Les avantages du traitement collectif en matière de préjudices financiers

976. – L'amélioration de la réparation des préjudices financiers – L'existence d'une action collective constitue un atout majeur dans l'amélioration de la réparation des préjudices financiers subis par les investisseurs. Ainsi qu'un auteur canadien a pu l'écrire : « *L'action collective est l'outil moderne pour formuler, cristalliser, et résoudre les litiges à grande échelle*[1]. » Une réparation efficace des préjudices est une condition indispensable à l'établissement d'un régime de sanction acceptable et bien compris en matière de marchés financiers. Or, force est de constater qu'il s'agit là d'une grande faiblesse du système français actuel. Il est clair que les dispositifs en place n'apportent pas de réponse judicieuse. Il suffit pour s'en convaincre de reprendre l'exemple de l'affaire *Benefic*. Plus de 300 000 épargnants ont été touchés. Pourtant l'affaire n'a donné lieu qu'à 94 procès civils et deux procédures pénales, alors même que le manquement de l'entreprise à ses obligations était avéré[2].
Certains auteurs reconnaissent volontiers que la matière boursière constituerait un terrain propice à l'action collective, notamment pour la défense des intérêts des petits

[1] J.-C. Kleefeld, « Class Actions as Alternative Dispute Resolution », *Osgoode Hall Law Journal*, 39 Osgoode Hall L.J. 817, p. 817 : « The class action is society's modern tool for formulating, crystallizing, and resolving large-scale civil disputes. »
[2] L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information du Sénat n° 499, 26 mai 2010, p. 49-50

épargnants[1]. Cela est particulièrement vrai concernant les violations d'obligations d'informations. D'ailleurs, dans la pratique américaine des *class actions* à l'encontre de sociétés cotées, les fondements les plus souvent invoqués reposent sur une violation par les émetteurs des obligations de communication au marché ou sur la communication d'informations trompeuses.
De plus, l'on sait que faute de recours civil efficace, les épargnants français ont tendance à se tourner vers la constitution de partie civile au pénal pour obtenir plus facilement réparation, ce qui entraîne un dévoiement regrettable de la voie pénale[2].

977. – Les avantages reconnus à l'action collective – Selon la doctrine canadienne, l'action collective permet d'atteindre trois objectifs. D'abord, elle favorise l'accès à la justice, en réunissant des litiges dont les dommages ou les préjudices sont trop faibles par rapport aux bénéfices que les victimes pourraient retirer d'une action en justice individuelle. Ensuite, l'action collective est perçue comme un moyen de réaliser des économies au plan judiciaire (« *principle of judicial economy* ») en réduisant les coûts pour les tribunaux qui sinon auraient dû faire face à un nombre très important d'actions, et au risque de divergences de décisions. Enfin, l'action collective doit permettre d'obtenir une modification des comportements, par la menace d'une condamnation à une forte indemnisation et une image ternie par la forte médiatisation de ce type de recours[3].

978. – L'action collective en matière financière – La poursuite de ces trois objectifs répond précisément à certaines attentes afin d'améliorer la réparation des préjudices financiers.

979. – L'accès à la justice – En France comme au Canada, l'action collective est reconnue comme un outil poursuivant l'objectif d'accès à la justice pour tous, en ce qu'elle offre à certaines personnes un accès au juge. Sans ce moyen, elles n'auraient vraisemblablement pas agi, principalement en raison du coût de la procédure par

[1] V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 33
[2] N. Spitz, « Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants », in coll. *Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques ?*, Centre européen de droit et d'économie de l'ESSEC, 28 avr. 2011, in *RLC* 2011, n° 28
[3] J.-C. Kleefeld, « Class Actions as Alternative Dispute Resolution », *op. cit.*, p. 825 ; V. aussi *Banque Canadienne Impériale de Commerce c. Green*, [2015] 3 RCS 801, par. 59

rapport à la faiblesse de leur préjudice[1]. Or, ce phénomène est très présent en matière boursière.

Le domaine boursier est un terrain privilégié des préjudices de masse, où un même fait fautif peut toucher plusieurs milliers de personnes. En outre, ces préjudices multiples sont souvent d'un montant assez faible, mais « *le dénominateur commun est assez aisément déterminable compte tenu de la fongibilité des instruments financiers de même catégorie, marqués par une communauté d'origine, liée au comportement volontaire ou non d'auteurs déterminés*[2]. »

De plus, et cet aspect est spécifique au système français, l'existence d'une action de groupe, parce qu'elle permet de mutualiser les moyens et de réduire le coût de l'action en justice, permettra certainement de limiter le phénomène de dévoiement de la justice pénale en France. En effet, le Rapport Coulon expliquait que l'action de groupe permettrait de faire diminuer le nombre de constitutions de partie civile, souvent privilégiée par les victimes parce qu'elle coûte moins cher qu'une procédure civile[3].

980. – Rétablir l'égalité des armes – Également, dans le domaine de la consommation, il est majoritairement admis que les recours collectifs peuvent permettre de réduire les inégalités du rapport de force entre les consommateurs, dont la faiblesse des préjudices ne permet pas de justifier un recours individuel, et les professionnels fautifs[4]. Le même type de situation est susceptible de se rencontrer dans le domaine financier où une inégalité des armes existe très souvent entre les victimes et les émetteurs, leurs dirigeants ou les professionnels des marchés en général dont la connaissance du secteur et les moyens financiers sont infiniment plus importants[5].

Dès lors, l'action collective permettrait de rétablir une certaine égalité pendant le procès, et notamment de remédier à une disparité de ressources, par la mutualisation des moyens des victimes qui n'ont souvent pas les mêmes ressources financières que les défendeurs. On constate actuellement que les victimes sont très hésitantes à aller demander réparation, car la procédure est compliquée, longue et coûteuse. L'action

[1] P.-C. Lafond, « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 11

[2] Ch. Arsouze, P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *op. cit.*

[3] J.-M. Coulon, Rapport, La Dépénalisation de la vie des affaires, op. cit., p. 90

[4] Par ex. E. Claudel, « Action de groupe et autres dispositions concurrence de la loi consommation : un dispositif singulier », *RTD Com*. 2014, p. 339

[5] Ch. Arsouze, P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *op. cit.*

de groupe est donc un moyen efficace pour les victimes de pouvoir mutualiser les coûts de leur action.
Partant, en favorisant l'accès à la justice de victimes qui n'auraient autrement pas agi seules, l'action de groupe permet de lutter contre les fautes lucratives qui souvent reposent sur la multiplication de préjudices individuels faibles.

981. – Une économie pour la justice – En outre, il a été relevé que l'action de groupe permet aux tribunaux de réaliser des économies de coûts[1], ce qui est parfaitement conforme à l'approche économique du droit. Elle engendre aussi un gain de temps et d'efficacité, car un seul juge traitera plusieurs litiges, évitant les risques de divergences de solutions et conduisant à une harmonisation des litiges, ce qui devrait conduire à réduire les recours.
Couplée à la création d'une juridiction spécialisée pour le contentieux financier, il sera possible d'augmenter encore les économies et la mutualisation des moyens. De plus, la justice gagnera en efficacité, car la réunion des litiges en un seul, devant le juge spécialisé permettra de mettre un terme aux divergences de jurisprudences inévitables en cas de multiplication des recours.

982. – Promotion de la fonction punitive et préventive de la responsabilité civile – Enfin, l'action de groupe contribue à promouvoir la fonction punitive et préventive de la responsabilité civile. Selon un auteur « *on change alors de perspective : on passe d'une logique de protection des victimes à une logique de marché, de régulation, de sanction et d'effectivité du droit*[2]. » Ainsi que Suzanne Carval l'a expliqué, l'action de groupe « *constitue un levier indispensable à l'effectivité des sanctions civiles, et peut ainsi contribuer à l'assainissement des pratiques commerciales. Le clef de son succès réside – a fortiori si elle fonctionne en opt-in – dans le nombre de consommateurs qu'elle permet d'indemniser, lequel doit être aussi élevé que possible*[3]. »
Enfin, couplée à l'introduction de dommages et intérêts punitifs, l'action de groupe renforcerait fortement la fonction punitive de la responsabilité civile ce qui pourrait également avoir un effet dissuasif quant à la commission de fautes lucratives dans le domaine financier[4].

---

[1] V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », art. préc.
[2] M. Bacache, « Action de groupe et responsabilité civile », *RTD Civ*. 2014, p. 450
[3] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136
[4] D. Fasquelle, « L'existence de fautes lucratives en droit français », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 27

983. – Incitation à des pratiques vertueuses – Dès lors, parce qu'elle renforce la fonction préventive de la responsabilité civile, l'action collective est de nature à encourager les pratiques vertueuses. Un auteur considère qu'elle pourrait « *servir de stimulant aux entreprises, aiguillonnées par la crainte du procès, pour qu'elles attachent une plus grande rigueur à la qualité de leurs produits, de leurs services et de leurs processus de fabrication*[1]. » Cela contribuerait assurément à augmenter l'efficacité des marchés financiers en incitant les acteurs à adopter de bonnes pratiques. Il ne faut pas non plus négliger « *l'arme médiatique*[2] » que constitue l'action de groupe, à même d'accroître encore son caractère incitatif, peut-être même parfois plus encore qu'une arme judiciaire.

984. – Favorisation de l'efficience et de la compétitivité des marchés financiers français – En outre, une action de groupe pourra se révéler particulièrement bénéfique à l'efficience des marchés français eux-mêmes, ainsi qu'à leur compétitivité. En effet, avec la globalisation des marchés, si un investisseur estime qu'il n'est pas suffisamment protégé sur son marché domestique, plus rien ne l'empêche d'investir sur des marchés étrangers plus protecteurs, créant ainsi un phénomène de « *forum shopping*[3]. » Aussi, l'action collective est désormais nécessaire si l'on souhaite que les marchés français restent compétitifs et qu'ils continuent d'attirer des investisseurs et des émetteurs.

985. – « *Forum shopping* » – En témoigne le fait que certains actionnaires, à défaut d'action collective en France, ont parfois cherché à profiter de la possibilité de lancer une *class action* aux États-Unis afin d'obtenir réparation de leur préjudice causé par des sociétés pour lesquelles pouvait être établi un lien avec les États-Unis[4]. Ce fut le cas dans l'affaire *Vivendi*, société française cotée à Paris et à New-York. Des actionnaires français ont été autorisés par les tribunaux américains à se joindre à l'action en 2007. La société Vivendi avait alors elle-même intenté une action en France contre les actionnaires, les accusant de « *forum shopping* ». La cour d'appel de Paris a considéré qu'il existait des éléments de nature à justifier la compétence du

[1] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014, p. 940
[2] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *op. cit.* ; Ch. Bourdel, « Première bougie pour l'action de groupe : un bilan en demi-teinte », *AJ Contrats d'affaires – Concurrence – Distribution* 2015, p. 488
[3] Ch. Arsouze, P. Ledoux, « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *op. cit.*
[4] H. de Vauplane, « Class action : un actionnaire peut-il poursuivre sa société devant une juridiction étrangère ? », *Revue Banque*, mars 2010, n° 722, p. 81

juge américain[1]. La même chose avait été tentée par des actionnaires dans le cadre de l'affaire *Alstom*, mais les tribunaux américains avaient exclu la participation des actionnaires français en 2008[2].

L'application extraterritoriale du droit américain a même été poussée à l'extrême avec les « *foreign-cubed class actions*[3] ». Mais la Cour suprême des États-Unis a porté un coup d'arrêt à certains excès dans un arrêt du 24 juin 2010, *Morrison vs National Bank of Australia*, en remettant en cause la jurisprudence développée par les tribunaux inférieurs sur l'application extraterritoriale de la réglementation boursière américaine. Cependant, il serait naïf de croire que les *class actions* américaines ne concurrencent plus notre système juridique. D'une part, cette jurisprudence a une portée plus réduite que celle qu'on a tendance à lui donner. D'autre part, le législateur américain envisageait déjà de la renverser : en votant *le Dodd-Frank Act* promulgué le 21 juillet 2010, il a non seulement confirmé la compétence de la *SEC* pour des faits extraterritoriaux, mais a aussi commandé un rapport à la *SEC* sur l'opportunité de consacrer l'application extraterritoriale des *class actions* qui a été sanctionné par la Cour suprême[4].

986. – Instauration d'actions collectives en Europe – En outre, la « menace » ne provient plus uniquement des États-Unis. De plus en plus de pays européens se sont dotés d'une action collective dans le domaine financier depuis les années 2000. Par exemple, l'Allemagne a adopté des « procédures modèles dans les litiges de droit financier », entrées en vigueur le 1er novembre 2005. Elles permettent de faciliter la réparation des préjudices subis collectivement par les investisseurs en faisant juger les questions juridiques communes à plusieurs demandes similaires par une cour supérieure dont le jugement s'impose ensuite aux cours inférieures chargées de se prononcer individuellement sur chaque demande. En 2003, la Suède a également introduit dans sa législation une action de groupe. Et la concurrence viendrait

[1] CA Paris, 28 avril 2010, n° 10/01643 : *D*. 2010, p. 2323, note L. d' Avout ; *Ibid*. 2011, p. 1374, note F. Jault-Seseke ; *Rev. sociétés* 2010, p. 367, note V. Magnier ; *D*. 2011, p. 265, note N. Fricero ; *RTD Com*. 2010, p. 753, note N. Rontchevsky ; *JCP G* n° 36, 5 Sept. 2011, doctr. 944, comm. J.-F. Dubos et F. Crépin

[2] *In re Alstom SA Securities Litigation*, 253 FRD 266 (SDNY 2008)

[3] Il s'agit de class actions présentant une triple source d'extranéité : des investisseurs étrangers ; des transactions sur des titres financiers réalisées sur des systèmes de négociation étrangers ; et une société émettrice mise en cause dont le siège social est situé à l'étranger. Pour une explication détaillée, v. N. Spitz, « Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants », in coll. *Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques ?*, *op. cit*., n° 28

[4] *Ibid*.

surtout des Pays-Bas dont l'action collective remporte un certain succès auprès des victimes étrangères[1].

987. – Facteur de compétitivité – Ces exemples démontrent que dans le contexte globalisé des marchés financiers, où il n'est pas rare que plusieurs juridictions de nationalités différentes puissent être concernées par un même litige, et dès lors que de plus en plus d'États disposent d'une action collective, la France n'avait d'autre choix que se doter d'un tel outil si elle entend assurer non seulement la compétitivité des marchés français, mais également leur efficience.
Aux États-Unis de nombreuses *class actions* concernent la matière boursière et des études publiées dans les années 2000 ont démontré leur caractère bénéfique pour les acteurs économiques, en raison de leur effet dissuasif, ce qui participe d'un meilleur fonctionnement des marchés financiers. Ces recherches considèrent même que cet effet dissuasif contribuerait de manière significative à réduire le coût du capital sur les marchés financiers américains, améliorant le financement de leur économie[2]. L'action de groupe est assurément susceptible de renforcer l'efficacité et l'efficience des marchés français.

988. – Conclusion – Les avantages de l'action collective pour l'amélioration de la réparation des préjudices boursiers, et partant l'efficacité du système de sanction des violations à la législation financière, sont évidents et partagés par la doctrine majoritaire, française comme canadienne.
Mais alors qu'au Canada l'action collective fait partie intégrante de la tradition juridique, la France a longtemps connu de nombreuses réticences. Et même encore récemment, en 2012, avant l'adoption de la loi Hamon, Michel Prada expliquait être favorable à l'introduction en droit français d'une action collective, mais il émettait des réserves quant aux dérives que l'on peut constater aux États-Unis : « *S'agissant de l'action de groupe, j'ai de la sympathie pour l'idée que des investisseurs puissent se regrouper et agir ensemble pour voir reconnaître leurs droits dans le cas de dysfonctionnements. Ce qui est un peu inquiétant néanmoins, ce sont les dérives connues aux États-Unis où l'instrument devient sa propre finalité et nourrit une culture de guerre juridique généralisée. Sous cette réserve, j'y suis favorable d'autant que, en France, notre système d'indemnisation au civil n'est pas très performant*[3]. »

---

[1] W. A. Kaal et R. W. Painter, « Forum competition and choice of law competition in securities law after Morrison v. National Australia Bank », *Minnesota Law Review*, nov. 2012, n° 132
[2] N. Spitz, *La réparation des préjudices boursiers, op. cit*., n° 126 et s.
[3] M. Prada, « 20 ans de marchés financiers : la fin d'un cycle ? », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 12, p. 637

Sur ce point, la France a donc accusé un retard notable par rapport au Canada, car avant l'adoption de la loi Hamon qui a finalement créé l'action de groupe en 2014[1], toutes les tentatives qui ont été initiées pour introduire une forme de recours collectif ont systématiquement échoué. À l'inverse, le Canada est depuis longtemps sensibilisé au dispositif de l'action collective, particulièrement les provinces de *common law*, même si le Québec a fini par se doter lui aussi d'un recours collectif, et ce, bien avant la France.

§2 – La France et le Canada face à la *class action* : deux traditions opposées

989. – Plan – Alors qu'au Canada, le principe d'une action collective a très tôt été hérité du droit britannique et s'est parfait au cours de XX^e^ siècle (A), l'on sait qu'en France, les pouvoirs publics et une grande partie de la doctrine ont été longtemps très réticents à l'introduction d'une action collective en droit français. L'on estimait qu'elle était contraire au principe selon lequel « *nul ne plaide par procureur* », mais surtout l'on redoutait les effets pervers et les abus constatés à l'étranger, et plus spécifiquement aux États-Unis (B).

A – Au Canada : une tradition bien ancrée

990. – L'héritage de l'action représentative britannique – Au Canada, les provinces de *common law* ont hérité dès le XVIII^e^ siècle de l'action représentative britannique née au XVII^e^ siècle, considérée comme l'ancêtre de l'action collective nord-américaine[2]. Dès son apparition, son objectif a été de faciliter la procédure et l'administration de la justice en évitant une multiplicité de poursuites judiciaires. L'action représentative a été codifiée en 1873 selon la formule suivante : « *Lorsque de*

[1] Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014, JO 18 mars, art. 1er et 2 - C. consom., nouv. art. L. 423-1 s.

[2] Pour un historique précis de l'apparition et du fonctionnement de l'action représentation voir P.-C. Lafond, « Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale », *Revue de droit de l'Université de Sherbrooke*, (1998-99) 29 R.D.U.S., p. 5-11. Le point de départ de cette action a été l'affaire Brown c. Vermuden. Il s'agit d'un jugement rendu à la suite d'une action exercée par le vicaire d'une paroisse contre tous les mineurs en réclamation de la dîme impayée. Quatre des mineurs furent nommés pour présenter la défense au nom de tous (donc, une action représentative en défense), à la suite de quoi le jugement fut rendu contre tout le monde. M. Vermuden s'oppose à ce jugement au motif qu'il n'était pas constitué partie à l'action principale. Ce qui donne lieu au jugement en cause qui donna raison au vicaire.

nombreuses parties ont le même intérêt dans une action, l'une ou plusieurs d'entre elles peuvent poursuivre ou être poursuivies ou peuvent être autorisées par le tribunal à se défendre dans cette action, au nom et au profit de toutes les parties ainsi intéressées[1]. » L'action représentative reposait donc sur la notion de communauté d'intérêts.

991. – Action représentative dans les provinces de *common law* – Au Canada, toutes les provinces, à l'exception du Québec, ont hérité de l'action anglaise et formulé leur propre règle en s'inspirant des *Règles de la Cour suprême du Royaume-Uni*, notamment la règle 9 du Décret XVI[2]. Par exemple, l'Ontario l'importe en 1881[3], et elle restera en vigueur jusqu'à l'adoption d'une loi spécifique sur les *class actions*, le *Class Proceedings Act* de 1992[4]. Pendant longtemps, l'action représentative a été la seule action existante au Canada pour traiter ensemble plusieurs litiges ayant un intérêt commun. La jurisprudence anglaise a donc eu une influence déterminante sur l'évolution du recours collectif au Canada. Cette action n'a jamais fait l'objet d'un régime juridique détaillé et était généralement exprimée par une règle unique très succincte. Par exemple en Ontario, le fondement de l'action représentative reposait sur la règle 75 des *Rules of Practice* de la Cour suprême de l'Ontario qui disposait : « *Lorsque plusieurs personnes possèdent un intérêt commun, l'une ou plusieurs d'entre elles peuvent intenter une poursuite ou être poursuivies ou être autorisées par le tribunal à défendre cet intérêt au nom et au profit de tous*[5]. » De même, en Alberta la règle 42 des *Alberta Rules of Court* disposait : « *Lorsque plusieurs personnes ont un intérêt commun dans l'objet de l'action projetée, une ou plusieurs d'entre elles peuvent poursuivre, être poursuivies ou être autorisées par la cour à agir en défense au nom ou pour le compte de toutes*. »

992. – La nécessité d'un intérêt commun – Selon ces règles, le seul critère à appliquer pour savoir si le recours collectif est possible est celui du « *même intérêt*[6]. » La règle 75

[1] « *Where there are numerous parties having the same interest in one action, one or more of such parties may sue or be sued or may be authorized by the Court to defend in such action on behalf of or for the benefit of all parties so interested* », *Supreme Court of Judicature Act*, 1873 (R.U.), 36 & 37 Vict., c. 66, sch. A, s. 10 (entrée en vigueur : 1874); plus souvent cité sous 1874-1875 (R.U.), Ord. XVI, r. 9 of Amendment of 38 & 39 Vict., c. 77.

[2] « Lorsque plusieurs personnes ont le même intérêt dans une même cause ou matière, une ou plusieurs de ces personnes peuvent poursuivre, être poursuivies, ou être autorisées par la Cour ou l'un de ses juges à agir en défense en ladite cause ou matière, au nom ou pour le compte de toutes les personnes ainsi intéressées. »

[3] *Ontario Judicature Act*, 44 Vict., c. 5, Schedule : *Rules of Court*, Ord. XII, r. 10 (Ont.), devenue *Rules of Civil Procedure*, R.R.O. 1990, Reg. 194, r. 12.01.

[4] *Class Proceedings Act*, 1992, S.O. 1992, c. 6.

[5] *Rules of Practice and Procedure*, R.R.O. 1980, Reg. 540

[6] *G.M. (Canada) c. Naken*, [1983] 1 R.C.S. 72, p. 80

a été interprétée par les cours de l'Ontario, notamment dans l'affaire *Drohan v. Sangamo Co. Ltd.* en 1972, où le juge Grant énonce ceci : « *On a déjà dit que les mots « personnes ayant le même intérêt » n'ont pas trait à un rapport entre des personnes, mais seulement à un intérêt dans l'issue de l'action (…) Cet intérêt est plus qu'un intérêt analogue ou à peu près semblable ; il doit s'agir d'un intérêt commun en ce sens que toutes les personnes représentées obtiendront quelque avantage même si ce peut être dans des proportions différentes et à des degrés divers*[1]. »

993. – Imprécision du critère de l'intérêt commun – L'action représentative permettait au représentant d'un groupe de personnes d'initier une poursuite en leur nom, de les lier à l'affaire, et ce à l'insu et sans l'autorisation des membres absents, mais uniquement lorsqu'il était possible de dégager un intérêt commun. On notera qu'aucun contrôle judiciaire permettant de veiller à ce que leurs intérêts des victimes soient respectés n'était prévu[2].

Cette situation a fini par être dénoncée par la doctrine canadienne à partir des années 1980[3], et notamment dans la célèbre décision *G.M. Canada c. Naken* par le juge Estey qui a relevé le caractère inapproprié de la règle 75 dans le cas d'un recours collectif complexe mettant en jeu plus de 4000 victimes[4] : « *La règle [75] exige que les demandeurs et ceux qu'ils disent représenter aient le même intérêt, mais la règle ne définit pas ce qu'est ce « même intérêt ». Il n'est pas nécessaire que l'intérêt ait trait au même objet matériel, tel la même voiture. Cependant, il ne suffit pas que les membres du groupe aient des « intérêts semblables » dans le sens qu'ils aient avec l'appelante des arrangements contractuels différents qui donnent lieu à des réclamations différentes, mais semblables en vertu de contrats relatifs au même modèle de voiture*[5]. »

C'est le caractère trop lacunaire de la règle qui lui avait été reproché dans l'arrêt *Naken,* car elle n'était pas adaptée à des affaires complexes et de grande envergure : « *Je conclus que la règle, qui ne comporte qu'une seule phrase d'une trentaine de mots, ne peut absolument pas servir de fondement à une action qui a la complexité et le degré d'incertitude de celle-ci*.[6] » D'ailleurs la Cour suprême du Canada a plus récemment repris les arguments développés dans la décision *Naken* à propos de la Règle 42 en

[1] *Drohan v. Sangamo Co. Ltd.*, [1972] 3 O.R. 399 p. 402
[2] Commission du Droit de l'Ontario, « Étude des recours collectifs en Ontario – Questions à considérer », nov. 2013, p. 2
[3] J.-C. Kleefeld, « Class Actions as Alternative Dispute Resolution », *Osgoode Hall Law Journal*, 39 Osgoode Hall L.J. p. 817
[4] G.*M. (Canada) c. Naken, op. cit.*, par. 105
[5] *Ibid.*, p.73
[6] *Ibid.*, par. 104

Alberta, dans la décision *Western Canadian Shopping Centres Inc. v. Dutton* en 2001 où les juges réaffirmaient leur volonté d'une législation complète sur les recours collectifs[1]

994. – Succès limité de l'action représentative – Ainsi, la procédure ayant conservé la conception héritée du XIX^e^ siècle et l'interprétation restrictive qui s'y rattache[2], cela a longtemps eu pour effet, dans les provinces qui l'appliquaient, que l'action représentative rencontrait de nombreux obstacles et un succès plutôt réduit.

995. – Le recours collectif québécois – Parallèlement, à la fin des années 1970, le Québec, province de droit civil, qui n'avait pas hérité de la *class action* issue de l'action représentative, décide de se doter d'un recours collectif. Est ainsi adoptée la *Loi sur le recours collectif,* le 8 juin 1978, qui est venue ajouter un Livre neuvième au Code de procédure civile québécois. Le recours a été en partie inspiré par le droit américain, précisément la règle 23 des *Federal Rules of Civil Procedure* de 1966[3] et les articles 901 à 909 des *New York Civil Practice Law and Rules* de 1976. Souvent pris en exemple, le succès du recours collectif québécois provient certainement du fait qu'il a pu profiter des évolutions des actions de *common law*, tout en cherchant à éviter leurs défauts déjà bien identifiés à l'époque.

996. – Une volonté politique – L'adoption d'une action collective était réclamée dès le milieu des années 1970, notamment le Barreau du Québec, qui avait adopté en 1974 une résolution visant la modification du Code de procédure civile, et la Commission des services et certaines associations, qui, la même année, avait publié dans son rapport annuel une proposition législative de *class action*. Le fait que ce mouvement ait eu lieu à cette époque correspond à un contexte politique favorable. Les groupes de consommateurs, d'environnementalistes, d'associations de locataires et d'autres organisations regroupant des citoyens ordinaires se multipliaient, alors même que le droit québécois refusait encore de permettre aux associations de représenter les droits individuels de leurs membres devant les tribunaux[4].

---

[1] *Western Canadian Shopping Centres Inc. v. Dutton, op. cit.*, par. 33 et s.
[2] P. C. Lafond, « Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale », *op. cit.*, p. 14
[3] 28 U.S. Code (1966)
[4] P.-C. Lafond, « Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale », *op. cit.*, p. 19-20

Le gouvernement social-démocrate qui venait d'être élu en 1976 au Québec, prônait l'idée d'une justice sociale, voyant dans l'action collective un moyen d'y parvenir[1]. À cette époque, la loi sur les recours collectifs est présentée comme un instrument de réforme sociale. Son adoption n'a cependant pas fait l'unanimité, et un important lobbying des milieux commerciaux et professionnels s'y est farouchement opposé[2]. La loi adoptée en juin 1978 est entrée en vigueur le 19 janvier 1979[3]. Elle a été modifiée quatre ans plus tard[4] pour y apporter certains correctifs et surtout créer le fonds d'aide aux recours collectifs[5].

997. – Un succès mitigé au départ – Présentée comme un outil de justice sociale, l'action collective québécoise a pourtant mis du temps à trouver son succès. À sa création, les juges étaient très réticents et il a fallu une dizaine d'années pour qu'elle s'installe véritablement dans le paysage judiciaire québécois. Au moment de sa mise en place, le ministère de la Justice estimait à environ 580 le nombre de recours par année qui pourraient être exercés. Mais, finalement, les premières années, ce sont seulement une vingtaine de dossiers qui ont été ouverts chaque année[6].
Trente ans plus tard, le recours collectif québécois est pourtant un succès. En 2014-2015, 480 recours collectifs étaient actifs au Québec, soit une augmentation par rapport à la période 2013-2014, qui comptait 453 dossiers[7] et l'on compte plusieurs affaires concernant les valeurs mobilières[8]. Le Québec a d'ailleurs souvent été pris en exemple et décrit en des termes très élogieux, notamment en France, comme « *la législation la plus achevée en la matière*[9] », « *la plus progressiste en matière d'action de*

[1] C. Younes, « Le recours collectif québécois : les réalités collectives à travers le prisme du droit », *Canadian Journal of Law and Society*, 15 n° 1 Can. L.J. & Soc'y, 2000, p. 111
[2] P.-C. Lafond, « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 11 ; P.-C. Lafond, *Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale*, *op. cit*., p. 23
[3] A.C. 72-79 du 11 janvier 1979, (1979) 111 GO II, 459
[4] *Loi modifiant le Code du travail, le Code de procédure civile et d'autres dispositions législatives*, LQ 1982, c. 37, art. 20 à 26, sanctionnée le 23 juin 1982 et entrée en vigueur le 30 juillet 1982 par proclamation du gouvernement publiée à (1982) 114 GO II, 2595, en ce qui concerne les dispositions relatives au recours collectif.
[5] Voir *infra* n° 1077
[6] P.-C. Lafond, Le recours collectif. Le rôle du juge et sa conception de la justice. Impact et évolution, Y. Blais, 4e éd., Québec, 2006
[7] Fonds d'aide aux recours collectifs, Rapport annuel 2014-2015, Montréal, 2015, p. 15.
[8] Par ex. *Vincent Blais c. Joyce Tsang et al*. et *Anas Nsair (Steven Bodzin) c. Barrick Gold*. V. Fonds d'aide aux recours collectifs, Rapport annuel 2014-2015, Montréal, 2015, p. 11
[9] F. Caballero, «Plaidons par procureur! De l'archaïsme procédural à l'action de groupe», *RTD. Civ.* 1985, p. 247

groupe au Canada, sinon dans le Commonwealth[1] », ou encore comme « *le bastion avancé de l'action de groupe dans le monde*[2]. »

998. – L'exemple québécois suivi par les autres provinces – Finalement, la majorité des provinces ont fini par suivre l'exemple québécois, et disposent aujourd'hui d'une législation complète sur les recours collectifs : d'abord l'Ontario en 1992[3], suivi de près par la Colombie-Britannique[4] en 1995. Puis le Saskatchewan[5] et Terre-Neuve en 2001[6] se sont également dotés d'une loi sur les recours collectifs. L'Alberta[7] et le Manitoba[8] ont fait de même en 2003, le Nouveau-Brunswick en 2006[9], la Nouvelle-Écosse en 2007[10]. Désormais, seules les provinces de l'Ile-du-Prince-Édouard, du Yukon, des Territoires du Nord-Ouest et du Nunavut continuent d'appliquer l'action représentative.

999. – Les recours collectifs relatifs aux valeurs mobilières – Au Canada, les valeurs mobilières sont un des terrains privilégiés de l'action collective qui peut se révéler très efficace, notamment lorsqu'elle a pour fondement le régime de responsabilité spécifique prévue par les LVM. La création d'une présomption de connaissance issue du fait de la loi facilite le recours alors que normalement le délit de *common law* relatif aux déclarations mensongères nécessite d'apporter la preuve de la « *confiance individuelle* » envers l'information présumée trompeuse[11]. En témoigne d'ailleurs le nombre de recours exercés depuis l'entrée en vigueur du régime de responsabilité applicable au marché secondaire en 2005 : à la fin de l'année 2011, 35 recours collectifs avaient été initiés en Ontario[12].

---

[1] [Traduction de : «the most progressive class action legislation in Canada, if not in the Commonwealth, at the present time»] Ontario Law Reform Commission, *Report on Class Actions*, Toronto, Ministry of the Attorney General, 1982, vol. 2 à la p. 398 cité par P.-C. Lafond, *Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale*, Éditions Thémis, (1998-99) 29 R.D.U.S., p. 23

[2] F. Caballero, «Plaidons par procureur! De l'archaïsme procédural à l'action de groupe», *RTD. Civ.* 1985, p. 247

[3] *Loi de 1992 sur les recours collectifs*, L.O. 1992, Chapitre 6 (LRC)

[4] *Class Proceedings Act*, R.S.B.C. 1996, c. 50

[5] *Loi sur les recours collectifs*, L.S. 2001, c C-12.01

[6] *Class Actions Act*, S.N.L. 2001, c C-18.1

[7] *Class proceedings Act*, S.A. 2003, c C-16.5

[8] *Loi sur les recours collectifs*, C.P.L.M. c CI30

[9] *Loi sur les recours collectifs L.N-B 2006*, c C-5.15, remplacée en 2011 par LRN-B 2011, c 125

[10] *Class Proceedings Act*, S.N.S. 2007, c 28

[11] Commission du Droit de l'Ontario, « Étude des recours collectifs en Ontario – Questions à considérer », *op. cit.*, p. 17

[12] *Ibid.*, p. 17

1000. – Exemples – *Kerr c. Danier Leather*[1] a été le premier recours collectif intenté en Ontario en matière de valeurs mobilières pour présentation inexacte des faits dans un prospectus en application de l'article 130 (1) de la LVM de l'Ontario. Cependant, la cour d'appel de l'Ontario a annulé le jugement de première instance où les administrateurs et dirigeants avaient été condamnés à 14 millions de dollars de dommages et intérêts. La décision a été confirmée par la Cour suprême.
L'on peut également citer l'affaire *Securities Class Actions c. Avantage Link Inc* (anciennement *Jitec Inc.)*, dans laquelle la Cour Supérieure du Québec a autorisé, en septembre 2002, un recours collectif contre Jitec inc, son président et trois maisons de courtage en valeurs mobilières. Les actionnaires accusaient les défendeurs d'avoir commis une fraude en maintenant artificiellement à la hausse le prix de l'action, sciemment ou par négligence.

1001. – Manquements aux obligations d'information – Comme aux États-Unis, les recours collectifs en matière de valeurs mobilières au Canada ont le plus souvent trait à des manquements aux obligations de divulgation ou à la diffusion d'informations fausses ou trompeuses. Par exemple, dans l'affaire *Comité syndical national de retraite Bâtirente inc. c. Société financière Manuvie*[2], la Cour Supérieure du Québec a autorisé, en 2011, l'exercice d'un recours collectif en dommages et intérêts contre un émetteur, ses administrateurs et dirigeants pour ne pas avoir divulgué des faits importants au marché secondaire et effectué des déclarations fausses et trompeuses. Également, la Cour Supérieure a autorisé l'exercice d'un recours collectif dans l'affaire *Paris c. Lafrance*[3], contre les administrateurs d'une société ayant fait faillite.

Il est notable qu'alors que les provinces de *common law* ont très tôt disposé d'une forme de recours collectif. Mais parce qu'elles ne l'ont presque pas réformé, celui-ci était devenu complètement inadapté et donc inutilisé. La réforme est venue du Québec, la seule province à ne jamais avoir appliqué l'action représentative, et de surcroît une province de droit civil. En France, l'évolution s'est faite beaucoup plus lentement, car le principe même d'une action collective a toujours suscité d'importants débats.

---

[1] *Kerr c. Danier Leather Inc*., [2007] 3 R.C.S. 331, 2007 CSC 44
[2] *Comité syndical national de retraite Bâtirente inc. c. Société financière Manuvie*, 2011, QCCS 3446 [2011] J.Q. n° 9021
[3] *Paris c. Lafrance*, 2011 QCCS 4619, [2011] J.Q. n° 11482

B – En France : entre réticences et tentatives avortées

1002. – L'action collective : une idée ancienne[1] **–** En réalité, les débats sur l'opportunité d'instaurer une action collective en France, remonte aux années 1980, soit à peu près à la même époque que l'adoption de la *Loi sur les recours collectifs* au Québec.

Une proposition de loi, qui n'a pas été retenue, avait été rédigée en ce sens en 1985 par F. Caballero qui retenait un système fondé sur *l'opt-out*, à l'image de la *class action* américaine. Un premier jugement serait intervenu sur la recevabilité de l'action de groupe. Puis, un second jugement aurait été rendu, au fond, ayant autorité de la chose jugée à l'égard de tous les membres du groupe qui n'auraient pas explicitement fait savoir qu'ils entendaient être exclus de l'action de groupe[2].

Puis à la fin des années 1980, le projet refait surface au moment de la refonte du droit de la consommation, sous la plume de la commission dirigée par J. Calais-Auloy. Cette fois-ci le modèle retenu est plus éloigné de la pratique américaine[3]. Cette proposition était en réalité très proche du dispositif consacré par la loi Hamon[4]. L'action devait être limitée au droit de la consommation. Elle n'aurait pu être exercée que par des associations de consommateurs agréés suivant le système de *l'opt-in*. Un premier jugement aurait statué sur le principe de la responsabilité puis chaque victime aurait pu se présenter devant le juge pour qu'il fixe la somme devant lui être allouée.

1003. – Substituts à l'action collective – Finalement, l'action collective en tant que telle n'a pas été adoptée. Mais conscients de certains des avantages de pouvoir traiter collectivement plusieurs litiges, l'on a créé l'action en représentation conjointe, d'abord réservée au droit de la consommation (art. L. 422-1 s. c. consom.), de l'environnement (art. L. 142-3 c. env.), puis étendue au droit boursier (art. L. 452-2 CMF·)[5].

---

[1] Pour une description détaillée de la chronologie des différents rapports sur la question depuis 1980, voir L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information du Sénat n° 499, 26 mai 2010, p. 21-26

[2] F. Caballero, « Plaidons par procureur ! De l'archaïsme procédural à l'action de groupe », art. préc.

[3] Le projet a été détaillé dans deux rapports de 1985 et 1990 : Propositions pour un nouveau droit de la consommation, Doc. fr., 1985 ; Propositions pour un code de la consommation, Doc. fr., 1990

[4] Voir *infra* n° 1017 et s.

[5] Pour une présentation détaillée de cette action, L. Boré, « L'action en représentation conjointe : *class action* française ou action mort-née ? », *D*. 1995. p. 267

1004. – L'action syndicale – Cependant, en matière boursière, même avant l'adoption de l'action en représentation conjointe en 1994, un premier dispositif dans ce sens avait été mis en place. La loi du 28 juin 1989 avait établi au profit des associations agréées une faculté d'action en réparation des préjudices subis collectivement par les investisseurs, dite « action syndicale. » L'action syndicale, prévue à l'article L. 452-1 du Code monétaire et financier laisse une marge de manœuvre relativement importante aux associations. Elles peuvent agir devant toute juridiction, même par constitution de partie civile. De plus, elles sont investies d'un pouvoir de représentation élargi, puisqu'il comprend toutes les personnes non membres de l'association dès lors qu'elles se trouvent dans une situation analogue à celle que défend l'association.

1005. – Protection d'un intérêt collectif – Cependant, l'action syndicale ne protège pas la somme de plusieurs intérêts individuels comme le fait la *class action* américaine ou le recours collectif québécois. L'action syndicale vise la protection d'un intérêt collectif des investisseurs. Parce qu'il s'agit de réparer des préjudices collectifs, et de défendre un intérêt commun, le principe de l'action syndicale peut être rapproché de l'action représentative canadienne. Dès lors, elle n'a jamais pu permettre de résoudre la question du fait fautif ayant causé un dommage identique, mais personnel, à plusieurs investisseurs[1]. C'est pour résoudre ce problème que l'on a étendu l'action en représentation conjointe au droit boursier.

1006. – L'action en représentation conjointe – Cette action existe encore aujourd'hui. Elle a d'abord été instituée en droit de la consommation par la loi n° 92-60 du 18 janvier 1992. Puis elle a été étendue aux associations agréées de défense des investisseurs en valeurs mobilières et en produits financiers par la loi n° 94-679 du 8 août 1994. Elle permet à des associations agréées au plan national, mandatées par au moins deux personnes physiques ayant subi un préjudice individuel, d'agir en représentation devant toute juridiction au nom de ces personnes. L'action fonctionne selon le système de *l'opt-in*, seules les personnes ayant exprimé leur désir de participer à l'action sont concernées. Pour ce faire, elles doivent donner un mandat exprès et écrit à l'association, qui n'a pas le droit de solliciter de mandat à grande échelle. En effet, l'article L. 452-2 du Code monétaire et financier dispose que le « *mandat ne peut être sollicité par voie d'appel public télévisé ou radiophonique, ni par voie d'affichage, de tract ou de lettre personnalisée*. »

[1] V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 33

1007. – Échec de l'action en représentation conjointe – La doctrine s'accorde à dire que cette action est un échec[1]. Effectivement les règles applicables constituent autant d'obstacles qui ne pouvaient qu'entraver son succès[2].

1008. – L'obligation d'obtenir un mandat – D'abord, l'action fonctionne selon le système de *l'opt-in*, ce qui réduit les possibilités de pouvoir réunir un groupe très large de victimes, et ce d'autant plus que les mandats doivent être donnés avant que l'action ne soit engagée, ce qui est de nature à réduire encore fortement le nombre de mandants.

1009. – Interdiction de la sollicitation – De plus, pour obtenir ces mandats, l'association n'a pas le droit de solliciter les mandants par voie d'appel public télévisé, radiophonique, ni par voie d'affichage, de tract ou de lettre personnalisée. Dans ces conditions, il est extrêmement difficile de trouver les éventuels mandants[3] d'autant que la jurisprudence applique ces règles avec rigueur. Les juges n'hésitent pas à annuler des procédures en raison de la sollicitation indue de mandats par l'association. Par exemple, a pu être censurée l'utilisation d'un site internet créé par l'association mis à la disposition des potentielles victimes pour qu'elles puissent évaluer leur préjudice et lui donner mandat[4].

1010. – Réticences des associations – On ajoutera également que les associations sont très réticentes à intenter cette action[5] notamment en raison des conditions très rigoureuses de formation des associations d'investisseurs[6], mais aussi parce que le paiement des indemnités se fait directement aux investisseurs sans imputation

---

[1] V. par ex. J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public, op. cit.*, p. 428 ; J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires, op. cit*., p. 91

[2] J. Méadel, « L'introduction de l'action de groupe en droit français : vraie réforme ou faux-semblants », *Mélanges AEDBF VI*, Litec 2013, p. 456-458

[3] Toutes ces raisons de l'échec de l'action en représentation conjointe ont été relevées dans les travaux parlementaires au moment de la discussion ayant mené à l'adoption de la loi du 17 mars 2014. Voir notamment, L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information du Sénat n° 499, *op. cit.*, p. 15-18

[4] Cass. 1ère Civ., 26 mai 2011, n° 10-15.676 : *Bull. civ*. I, n° 98 ; *D*. 2011. 1548, obs. X. Delpech ; *D*. 2012, p. 840, obs. E. Poillot ; *RTD com*. 2011. 627, obs. B. Bouloc

[5] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014, p. 940

[6] Voir l'art. L. 452-1 CMF qui décrit les conditions : une association d'actionnaires de sociétés cotées doit regrouper des actionnaires qui justifient d'une inscription nominative depuis au moins deux ans et qui détiennent ensemble au moins entre 1 et 5 % des droits de vote selon le montant du capital de la société. Quant aux associations de défense des investisseurs, elles sont agréées pour une durée de trois ans par le préfet du département après avis du ministère public et de l'Autorité des marchés financiers et doivent à cette fin justifier de six mois d'existence, de deux cents membres cotisant individuellement et de dirigeants remplissant des conditions d'honorabilité et de compétence.

possible des frais de justice subis par l'association, ce qui la laisse avec une charge très importante qu'elle ne peut pas toujours supporter[1].

1011. – Assouplissement insuffisant des règles – Certes, la loi de sécurité financière en 2003 avait semblé assouplir ces exigences en ajoutant à l'article L. 452-2 un nouvel alinéa 3 qui autorise la sollicitation de mandats « des actionnaires » par voie d'appel public télévisé ou radiophonique, d'affichage, de tract ou de lettre personnalisée dans le cadre des recours en réparation intentés par les associations d'actionnaires de sociétés cotées (art. L. 225-120 du Code de commerce). Mais, seuls les actionnaires bénéficient de cette souplesse, que ne peuvent pas utiliser les associations de défense des investisseurs[2].

1012. – Constat d'échec – Enfin, les chiffres parlent d'eux-mêmes, en vingt ans, seule une dizaine d'actions représentation conjointe ont été lancées[3]. Un auteur a pu faire remarquer, que le contentieux financier était pourtant constitué de plus en plus par des « *actions de masse*[4]. » Par exemple, portées par des associations de défense des investisseurs telles que l'ADAM ou l'APPAC, les affaires *Gaudriot* et *Sidel* ont réuni respectivement 122 et 700 demandeurs. Il est évident que le contentieux financier a besoin d'un dispositif qui permette de gérer efficacement des actions de masse, ce qui n'était assurément pas le cas de l'action en représentation conjointe.

1013. – Nouvelles discussion pour l'introduction d'une action de groupe – Fort de l'échec de ces diverses tentatives, de nouveaux projet d'action de groupe ont été produits dans les années 2000 et plusieurs commissions ont appelé de leurs vœux la mise en place d'une action collective[5]. En 2003, Luc Chatel proposait la mise en place d'un « *recours collectif soigneusement encadré* », sur le modèle du recours collectif

---

[1] N. Spitz, « Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants », in coll. *Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques ?*, *op. cit.*, n° 28 ; L. Boré, « L'action en représentation conjointe : class action française ou action mort-née ? », *D*. 1995, p. 267

[2] B. Lebars, « Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice ? », *LPA*, 14 nov. 2003, n° 228, p. 102

[3] L. Boré, « Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ? », *Gaz. Pal*. 16 mai 2003, n° 136, p. 29

[4] A. Pietrancosta, « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* 2007, n° 3, p. 21

[5] V. J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires*, *op. cit.*, p. 84 ; J. Attali, *Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française*, janv. 2008, p. 143. En ligne : http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000041.pdf

québécois[1]. Depuis 2005 les pouvoirs publics ont relancé le débat de manière significative, ce qui a donné lieu à deux nouveaux projets en 2006[2] et 2008[3], mais sans jamais parvenir à un résultat avant 2014.

1014. – Conclusion Section 1 – Il apparaît évident qu'un traitement collectif de certains recours en réparation de préjudices ayant la même origine présente des avantages sérieux et, désormais bien reconnus dans la poursuite de l'objectif d'amélioration de la réparation des préjudices financiers. Sur le principe même d'un recours collectif, la France et le Canada possèdent deux héritages opposés. Alors que la France s'est toujours montrée très réticente, le Canada a très tôt transposé l'action collective britannique et le Québec a été la première province à se doter d'un régime complet applicable aux recours collectifs. En France, après diverses tentatives avortées, les pouvoirs publics ont finalement décidé de créer une action de groupe à la française. Il conviendra dès lors de vérifier si ce nouvel outil est à même de répondre aux besoins du secteur financier en terme de renforcement du système de sanction.

[1] L. Chatel, Rapport de la mission parlementaire sur « l'information, la représentation et la protection du consommateur », *De la conso méfiance à la conso confiance*, juil. 2003

[2] *Rapport d'information sur les « class actions »*, n° 249, 2005-2006, consultable sur le site du Sénat : http://www.senat.fr/noticerap/2005/r05-249-notice.html

[3] J. Attali, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, décision 191

SECTION 2

DE LA CONFIGURATION DE L'ACTION COLLECTIVE ADAPTÉE EN DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

1015. – Plan – L'instauration d'une action de groupe en France après tant d'années d'hésitations et de retours en arrière constitue assurément un pas dans la bonne direction. Cependant, dans le cadre de cette étude et suivant la volonté de créer un système de sanction des violations à la législation financière plus efficace, l'on peut s'interroger sur la capacité à l'action de groupe telle qu'elle est prévue aujourd'hui à répondre à cet objectif. Il nous faut d'abord analyser l'action de groupe *de lege lata* (§1), pour pouvoir ensuite l'envisager *de lege ferenda* (§2).

§1 – L'action de groupe de *lege lata*

1016. – Plan – En premier lieu, il convient d'analyser le champ d'application de l'action de groupe (A), puis d'expliquer son régime (B).

A – Le champ d'application de l'action de groupe

1017. – La loi du 17 mars 2014[1] **–** L'action de groupe[2] a finalement été introduite en France par la loi n° 2014-344 Consommation, dite « loi Hamon » du 17 mars 2014. Elle

[1] Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014, JO 18 mars, art. 1er et 2 - C. consom., nouv. art. L. 423-1 s.

[2] Sur le nouveau dispositif mis en place par la loi, voir par ex. S. Amrani-Mekki, « Action de groupe : mode d'emploi », *Procédures* 2014. Étude 16 ; M. J. Azar-Baud, « L'action de groupe au service des consommateurs », *LPA* 2014, n° 128, p. 29 ; « Ce que l'action de groupe va changer », *Revue de l'Union internationale de juristes*, juill. 2014 ; « L'entrée triomphale (?) de l'action de groupe en droit français », *D*. 2013. 1487 ; « L'introduction d'une action de groupe en droit de la consommation », *Gaz. Pal.* 3 sept. 2013, p. 16-25 ; « Réflexions autour de l'efficacité de l'action de groupe », Actes du colloque, *Effectivité et efficacité du droit de la consommation*, La Rochelle, 9-10 oct. 2014, in *Le droit de la consommation après la loi du 17 mars 2014*, Presses universitaires de Rennes, 2015, p. 105 s. ; C. Aubert de Vincelles et N. Sauphanor-Brouillaud, « Loi du 17 mars 2014 : nouvelles mesures protectrices du consommateur », *D*. 2014. 879 ; M. Bacache, « Action de groupe et responsabilité civile, *RTD civ*. 2014. 450 ; A.-S. Choné-

est entrée en vigueur le 1er octobre 2014. Ses modalités d'application ont été précisées par le décret n° 2014-1081 du 24 septembre 2014[1]. Les règles applicables à cette nouvelle action ont été codifiées aux articles L. 423-1 et s. du Code de la consommation. L'action a donc été exclusivement conçue pour réparer les préjudices des consommateurs.

1018. – Préjudice des consommateurs – Suivant l'un des objectifs poursuivis par la loi du 17 mars 2014[2], l'action de groupe est née du constat selon lequel les consommateurs qui ne subissent qu'un préjudice patrimonial faible n'intentent pas d'action individuelle en réparation. Les raisons en sont simples : les victimes ne pourront espérer qu'un résultat faible, à la hauteur de leur préjudice, alors que l'action les contraindra à engager des frais élevés et souvent prohibitifs. La conséquence est nette : très peu d'actions sont intentées, alors même que les profits sont colossaux pour les professionnels.

1019. – Champ d'application limité – L'action de groupe a été insérée dans le Code de la consommation aux articles L. 423-1 et suivants. Elle peut être exercée devant les juridictions civiles par une association de défense des consommateurs représentative au niveau national et agréée, afin d'obtenir la réparation des préjudices individuels subis par des consommateurs placés dans une situation similaire ou identique et ayant pour cause commune un manquement d'un même professionnel à ses obligations légales ou contractuelles dans deux situations limitativement énumérées : soit à l'occasion de la vente de biens ou de la fourniture de services ; soit lorsque ces préjudices résultent de pratiques anticoncurrentielles. Les seuls préjudices pouvant être réparés sur ce fondement sont des préjudices patrimoniaux résultant des dommages matériels subis par les consommateurs (art. 423-1, C. conso.). Ainsi, le champ d'application de l'action de groupe française est relativement limité.

Grimaldi et L. Raschel, « L'action de groupe à la française : tout vient à point à qui sait attendre ! », *RCA* 2014. Étude 4 ; V. Lasserre et P. Le More, « Premières observations sur la mise en oeuvre de l'action de groupe en matière de consommation », *CCC* 2014. Étude 11 ; D. Mainguy et M. Depincé, « L'introduction de l'action de groupe en droit français », *JCP E* 2014. 1144 ; V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014. 940 ; V. égal. dossier Le contrat et l'action de groupe : étude d'un cas, *RDC* 2015, p. 391

[1] X. Delpech, « L'action de groupe à la française désormais en vigueur ! », *AJ Contrats d'affaires, Concurrence – Distribution* 2014, p. 254 ; S. Amrani-Mekki, « Décret sur l'action de groupe - La procédure... enfin !, *JCP* 2014. 1030 ; E. Claudel, « La procédure d'action de groupe explicitée », *RTD Com*. 2015, p. 81

[2] P. Moscovici, Exposé des motifs du projet de loi relatif à la consommation, 2 mai 2013, n° 1015 : « Eu égard à la faiblesse des montants sur lesquels portent ces litiges, les consommateurs renoncent souvent à toute action individuelle sur le terrain judiciaire »

1020. – Application de l'action de groupe aux préjudices financiers – Si l'on ne peut que se féliciter de l'introduction d'une action collective en droit français, certaines interrogations subsistent quant à son applicabilité au droit des marchés financiers. Le droit financier et boursier n'est pas expressément visé dans les secteurs dans lesquels l'action de groupe a vocation à s'appliquer. Aussi, avant toute chose, il convient de déterminer si les préjudices financiers entrent dans son champ d'application.

1021. – Travaux parlementaires – Si les textes n'indiquent pas explicitement si l'action est ouverte au droit financier, les travaux parlementaires réalisés à l'occasion de l'adoption de la loi sur la consommation sont davantage éclairants. Y est exprimé clairement la volonté que le droit bancaire, financier et boursier entre dans le champ d'application de la loi, étant donné qu'il fait partie des matières susceptibles de recouvrir des préjudices de masse trouvant leur origine dans un même comportement fautif[1]. Il est noté : « *qu'une même infraction à la législation bancaire ou financière peut causer un nombre élevé de préjudices identiques dont le montant individuel reste trop faible pour justifier l'introduction d'une action en responsabilité, ce qui permet à la société fautive d'échapper à l'indemnisation qu'elle devrait pourtant verser*[2]. » De plus, il y est relevé que dans le domaine financier et boursier, l'action de groupe pourra permettre de remédier, au moins en partie, à l'asymétrie qui existe entre l'épargnant et la banque ou la société dont il détient des parts[3].

1022. – Types de préjudices financiers – Différents types de préjudices financiers sont spécifiques à cette matière : ceux causés par des manquements aux obligations professionnelles liées à la commercialisation d'instruments financiers, les abus de marché et les manquements aux obligations professionnelles liées à la fourniture de services d'investissement.

1023. – Application aux abus de marché – Afin de tenir compte des spécificités du droit bancaire et financier, un rapport du Sénat proposait de limiter l'action de groupe en matière de droit boursier aux seules infractions boursières portant atteinte à la transparence des marchés et définies aux articles L. 465-1 et L. 465-2 du Code monétaire et financier, c'est-à-dire le délit d'initié, le délit de communication d'informations privilégiées, le délit de diffusion de fausses informations et le délit de

[1] L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information du Sénat n° 499, 26 mai 2010, p. 42
[2] *Ibid*., p. 49
[3] *Ibid*. p. 50

manipulation et d'entrave au libre établissement des cours[1]. S'ajouteraient à ces infractions tous les manquements commis au titre de la commercialisation des produits financiers. Certains auteurs ainsi que le rapport de l'AMF sur l'indemnisation des préjudices des investisseurs, estiment que l'action de groupe serait parfaitement adaptée aux victimes d'abus de marché, mais moins pour ce qui concerne les victimes de manquements professionnels lors de la commercialisation de produits financiers, sauf lorsque le manquement constitue un défaut d'information ou une information qui ne respecte pas les normes professionnelles. En revanche, certains auteurs sont plus réservés pour les violations des obligations de conseil, car il s'agit de manquements individuels[2].

1024. – Action réservée au consommateur – Cependant, le texte définitif n'a pas expressément repris cette proposition. Pour certains auteurs, les actions en dommages et intérêts des investisseurs ne seraient pas concernées par le texte, car l'action serait applicable au seul droit de la consommation, entendu strictement[3]. Pourtant, la formulation employée par l'article L. 423-1 laisse penser que l'action de groupe pourrait être ouverte au moins en partie au contentieux financier. Selon plusieurs auteurs, il n'y aurait pas de raisons d'exclure les investisseurs particuliers du champ d'application de l'action de groupe, notamment au regard des objectifs du droit des marchés financiers, qui vise à organiser une protection de l'investisseur, tout comme celle recherchée par le droit de la consommation[4]. La fourniture de services financiers par les prestataires de services d'investissements devrait logiquement entrer dans « *la fourniture de services* » visée à l'article L. 423-1 du Code de la consommation.

1025. – La notion de consommateur – La difficulté se situerait davantage au niveau de la définition de la notion de consommateur, car l'action de groupe leur est exclusivement réservée. En droit financier, le consommateur est « *une personne physique ou morale de droit privé qui se procure ou qui utilise des biens ou des services pour un usage non professionnel*[5]. »

---

[1] *Ibid*., p. 51

[2] En ce sens : AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, *op. cit.*, p. 30-31 ; A. Reygrobellet, « Commercialisation des produits financiers – La réparation et les sanctions », *Bull Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 184

[3] D. Martin, « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *op. cit.*, p. 420 ; J. Méadel, « L'introduction de l'action de groupe en droit français : vraie réforme ou faux-semblants », Mélanges AEDBF VI, Litec 2013, p. 461

[4] M. Bacache, « Action de groupe et responsabilité civile », *RTD Civ.* 2014, p. 450 ;

[5] H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3e éd., 2001, § 323

La loi du 17 mars est venue donner une définition générale du consommateur dans un article préliminaire, ajouté au Livre Ier du Code de la consommation (art. 3 de la loi). Le consommateur est « *toute personne physique qui agit à des fins qui n'entrent pas dans le cadre de son activité commerciale, industrielle, artisanale ou libérale*. » Le droit français a repris la définition retenue par le droit européen notamment dans la directive 2011/83/UE du 25 octobre 2011 relative aux droits des consommateurs. Au regard de cette définition, l'action de groupe est refusée aux personnes morales. De plus, elle est limitée aux personnes cocontractantes du responsable ou faisant partie d'une même chaîne de contrats de biens ou de services.

1026. – Application de l'action de groupe réservée aux investisseurs non professionnels – Appliquée au domaine financier, cela signifie que l'action de groupe ne pourrait être ouverte qu'aux personnes physiques pouvant être qualifiées de consommateurs et liées aux professionnels fautifs par un lien contractuel. Or, au regard de la définition donnée du consommateur, cela devrait concerner l'investisseur non professionnel[1].

1027. – Nécessité d'un lien contractuel – Il semble qu'il faille alors en déduire que les préjudices générés par les abus de marché ne devraient pas pouvoir entrer dans le champ de l'action. En effet, les investisseurs victimes pourront avoir un lien contractuel avec l'émetteur des titres ou la personne qui les aura commercialisés, mais généralement pas avec la personne physique à l'origine du délit d'initié, de la diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou de la manipulation de marché. Cependant, si le dirigeant est l'auteur de l'abus de marché, l'actionnaire lésé pourra engager sa responsabilité sur le fondement de son devoir de loyauté[2]. La difficulté réside toutefois dans le fait qu'il n'est pas certain que la Cour de cassation reconnaîtra un préjudice distinct de celui causé à la société. Cependant, l'investisseur victime pourrait aussi tenter de mettre en cause l'émetteur personne morale pour la faute commise par son dirigeant, par exemple, à charge pour la société de se

[1] J.-J. Daigre, « La commercialisation des produits financiers : survol introductif », *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 155

[2] V. Cass. com. 27 févr. 1996 *Vilgrain*, n° 94-11.241 : *Defré*nois 1996, p. 1205, note Y. Dagorne-Labbe ; *JCP N*, 1996, II, p. 1050, note J. Ghestin ; *JCP E*, 1996, II, 838, note D. Schmidt et N. Dion ; *Petites Affiches*, 1997, no 21, p. 7, note D. R. Martin – Cass. com. 18 déc. 2012, n° 11-24.305 : *Rev. soc*. 2013, p. 362, obs. Th. Massart ; *D*. 2013, p. 2812, note Y. Serra ; *D*. 2013, p. 288, note T. Favario – Cass. com. 12 mai 2004 : *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 218, p. 1115, note D. Schmidt ; *JCP E* 2004, 1510, n°3 obs. J.-J. Caussain, Fl. Deboissy et G. Wicker – Cass. com. 11 juil. 2006 n° 05-12.024 : *Dr. Sociétés* 2007, n° 1, obs. H. Lécuyer ;

retourner contre le dirigeant. Toutefois, en tant qu'actionnaire, agir contre la société revient en quelque sorte à agir contre soi-même.

1028. – Manquements aux obligations d'information – Il semble que dans le domaine boursier, l'action de groupe devrait avoir vocation à s'appliquer principalement aux manquements aux obligations d'information dans le cadre de la commercialisation de produits financiers à des personnes physiques. C'est certainement dans ce domaine qu'une telle action est la plus nécessaire, car c'est là que l'on rencontre le plus de préjudices de masse et dont le montant individuel est très faible, tout en touchant des épargnants qui n'ont pas nécessairement les ressources pour agir en justice. C'est également souvent dans ces hypothèses que les asymétries de connaissances et de moyens sont les plus flagrantes.

1029. – Incertitudes – Il faut toutefois rester prudent, car à l'exception de la commercialisation de produits financiers par les établissements de crédit ou compagnies d'assurance, il est encore difficile de se prononcer avec certitude sur le champ d'application de l'action de groupe au domaine financier et boursier. L'action de groupe est entrée en vigueur au 1er octobre 2014 et pour l'instant le peu de procédures qui ont été intentées portent principalement sur les secteurs des télécoms, de l'assurance-vie, du logement ou encore de l'hébergement touristique[1].

1030. – Nécessité d'une disposition légale expresse – Il serait opportun de prévoir expressément dans la loi que l'action de groupe peut s'appliquer aux préjudices causés aux investisseurs. Pour une efficacité optimale, l'action de groupe devrait pouvoir être intentée dans le cas de fautes commises par les professionnels en lien avec la distribution et la gestion d'instruments financiers, mais également lorsque la commission d'un abus de marché par un dirigeant a causé un préjudice aux actionnaires. Utilisé en complément du nouveau régime de responsabilité spécifique proposé, ce dispositif aurait un fort effet dissuasif auprès des professionnels.

Il convient à présent d'analyser le fonctionnement de cette action de groupe.

[1] Au 1er octobre 2015, seules six procédures étaient ouvertes. Voir Portail de l'Économie et des Finances : http://www.economie.gouv.fr/action-groupe-procedure-indemnisation-dossiers

B – Le régime de l'action de groupe

1031. – Procédure de l'action de groupe – La procédure de l'action de groupe française peut être résumée de la manière suivante. Une association agréée forme une demande devant le TGI du lieu de résidence du défendeur (art. L. 211-15, COJ et art. R. 423-2, C. Conso). Notons dès à présent que le déclenchement de l'action de groupe suspend la prescription des actions individuelles en réparation des préjudices résultant des manquements constatés par le jugement (art. L.423-20 C. conso.). La procédure se décompose en trois phases : le jugement sur la responsabilité (I), l'adhésion des victimes au groupe (II), et la mise en œuvre du jugement (III).

I - Le jugement relatif à la responsabilité

1032. – Le jugement sur la responsabilité – La première phase de la procédure française est contentieuse. Dans un jugement unique, le juge constate que les conditions de recevabilité de l'action sont réunies et il statue sur la responsabilité du professionnel. Les consommateurs ne sont pas parties à cette phase. Le jugement définit le groupe des consommateurs à l'égard desquels la responsabilité du professionnel est engagée et en fixe les critères de rattachement. Le juge détermine également les préjudices susceptibles d'être réparés pour chaque consommateur ou catégorie de consommateurs constituant le groupe ainsi que leur montant (art. L. 423-3, Code de la consommation). S'il estime que la responsabilité du professionnel est engagée, le juge ordonne par la même décision les mesures de publicité adaptées pour informer les consommateurs susceptibles d'appartenir au groupe de cette décision (art. L. 423-4, C. conso.). Enfin, le juge fixe le délai dans lequel doit intervenir la réparation des préjudices des consommateurs lésés (art. L. 423-7, C. conso.).

1033. – Jugement d'autorisation au Canada – La France a opté pour une procédure différente de ce qui existe traditionnellement dans les pays qui connaissent l'action collective, notamment au Canada. En effet, classiquement la procédure est divisée en plusieurs phases de jugement. D'abord, dans une première décision, le juge autorise (au Québec) ou certifie (dans les provinces de *common law*) l'exercice du recours

collectif[1]. L'étape de l'autorisation est fondamentale, car c'est à ce moment que le juge va décider si le recours doit être permis, et dans l'affirmative, de quelle manière seront définis le groupe ainsi que les questions communes qui seront soumises à la Cour[2]. Dans un second jugement, sauf, règlement amiable, il se prononcera sur le fond du recours.

1034. – Absence de jugement d'autorisation en France – La France a fait le choix de ne pas retenir la phase initiale de recevabilité du recours, notamment dans le but d'éviter les « *âpres combats de procédure* » nés du fait que le professionnel en cause tente de stopper la procédure dès cette étape[3]. Cependant, l'on notera que l'AMF dans son rapport de 2011 ainsi qu'une partie de la doctrine, préconisaient une procédure en deux étapes telle qu'elle existe au Canada, par exemple[4].

1035. – Facilitation des recours au Québec – D'ailleurs, le Québec a trouvé une solution à ce risque en modifiant les règles de preuve applicables à la requête en autorisation. C'est notamment pour cette raison que la doctrine canadienne considère que l'exercice des recours collectifs est beaucoup plus facile au Québec que dans les autres provinces[5]. D'abord, il semble que les juges québécois ont toujours eu tendance à interpréter largement les conditions d'autorisation[6]. De plus, lorsque le recours est autorisé, le défendeur ne peut pas faire appel de la décision alors que dans le cas contraire, le demandeur le peut (art. 1010, CPCQ).

---

[1] Ontario, *Class Proceedings Act,* op. cit., art. 5; Alberta, *Class Proceedings Act*, SA 2003, c C-16.5, art. 5; Colombie Britannique, *Class Proceedings Act,* RSBC 1996, c 50, art. 4; Manitoba, *Class Proceedings Act.* CCSM c C-130, art. 4; New Brunswick, *Class Proceedings Act*, RSNB 2011, c 125, s 6; Terre-Neuve et Labrador, *Class Actions Act,* SNL 2001, c C-18.1, art. 5; Nouvelle Écosse, *Class Proceedings Act,* SNS 2007, c 28, art. 7; art. 1003 CPC du Quebec ; Saskatchewan, *Class Actions Act,* SS 2001, c C-12.01, art. 6.

[2] Le Rapport Coulon préconisait d'ailleurs de confier au juge le contrôle préalable de la recevabilité de l'action. V. J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires*, *op. cit.*, p. 96

[3] Cons. const., Commentaire de la décision n° 2014-690 DC du 13 mars 2014, *Loi relative à la consommation*, p. 6

[4] AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, *op. cit.*, p. 32 ; J. Méadel, « L'introduction de l'action de groupe en droit français : vraie réforme ou faux-semblants », *Mélanges AEDBF VI*, Litec 2013, p. 463

[5] C. Héon, « Du recours collectif à l'arbitrage collectif : l'impact sur les assurances spécialisées », in *La justice en marche : du recours collectif à l'arbitrage collectif, en passant par la médiation*, Les journées Maximilien-Caron 2006, dir. N. Antaki et E. Darankoum, Éditions Thémis, 2005, p. 13 ; E. Yiannakis, N. Bourdreau, « Paradise lost? Rethinking Quebec's Reputation as a Haven for Class Actions », *The Canadian Class Action Review*, vol. 9, n° 2, février 2014, p. 387 : « Québec is often signled out as a class action paradise », en ligne : http://www.fasken.com/files/Publication/b6333d2b-d82c-41ef-b098-13dafd2bab21/Presentation/PublicationAttachment/82aa6117-d4d1-4bf2-944c-22b1b011fe98/ParadiseLost.pdf

[6] *Ibid*., p. 390 : « Québec is often singled out as a class action paradise »

1036. – Une procédure allégée – Mais ce sont surtout les règles de procédure au stade de l'autorisation applicable au Québec, différentes des autres provinces[1], qui ont fait que la province a pu être qualifiée de « *paradis du recours collectif*[2]. » Jusqu'en 2003, le requérant devait accompagner sa demande d'autorisation d'une déclaration assermentée et le défendeur pouvait interroger le requérant en application de l'article 93 du Code de procédure civile québécois. Le défendeur pouvait également déposer une contestation écrite de la requête en autorisation dont les allégations de fait devaient être appuyées par une déclaration assermentée. La procédure avait pu être qualifiée de relativement formaliste et les défendeurs avaient tendance à abuser de leurs droits de contestation en multipliant les actes ce qui avait pour conséquence que la demande d'autorisation pouvait s'étendre sur plusieurs mois.
Mais, depuis janvier 2003 et l'adoption de plusieurs amendements au Code de procédure civile[3], le requérant n'a plus besoin d'appuyer sa requête en autorisation sur une déclaration assermentée. De plus, les contestations peuvent être désormais présentées uniquement oralement[4]. L'objectif était de permettre que les recours soient plus rapides et moins couteux[5] en évitant que la contestation de la requête en autorisation ne puisse plus se transformer en véritable processus d'enquête.

1037. – Assouplissement en *common law* – En revanche, dans les provinces de *common law*, de tels amendements n'ont pas été adoptés. La demande de certification donne ainsi toujours lieu à une recherche intensive de preuves dans laquelle les parties dépensent des centaines de milliers de dollars[6]. Cependant, plusieurs décisions de la Cour suprême rendues en 2001[7] puis en 2013[8] ont offert une interprétation permettant de libéraliser davantage les exigences relatives à la

---

[1] C. Héon, « Du recours collectif à l'arbitrage collectif : l'impact sur les assurances spécialisées », in *La justice en marche : du recours collectif à l'arbitrage collectif, en passant par la médiation*, Les journées Maximilien-Caron 2006, dir. N. Antaki et E. Darankoum, Éditions Thémis, 2005, p. 13
[2] E. Yiannakis, N. Bourdreau, « Paradise lost? Rethinking Quebec's Reputation as a Haven for Class Actions », *op. cit.*, p. 387. Cependant les auteurs nuancent cette affirmation en démontrant qu'environ un recours sur deux n'est pas autorisé.
[3] *Loi portant réforme du Code de procédure civile*, L.Q. 2002, c.7, art. 150
[4] A. Durocher, Cl. Marseille, « Autorisation d'exercer un recours collectif », fasc. 30, *JurisClasseur Québec*, Procédure civile II, Montréal, LexisNexis Canada, avril 2012, n° 7-8
[5] E. Yiannakis, N. Bourdreau, « Paradise lost? Rethinking Quebec's Reputation as a Haven for Class Actions », *op. cit.*, p. 391-392
[6] J. Foreman, G. Meisenheimer, « The Evolution of the Class Action Trial on Ontario », *Western Journal of Legal Studies*, vol. 4, issue 2, article 3, 2014
[7] *Hollick v Toronto (City)*, [2001] 3 SCR 158 ; *Western Canadian Shopping Centres v Dutton, op. cit. ; Rumley v British Columbia*, [2001] 3 SCR 184
[8] *Pro-Sys Consultants v Microsoft Corporation*, [2013] 3 SCR 477 ; *Infineon Technologies v Option consommateurs*, [2013] 3 SCR 600 ; *Sun-Rype Products v Archer Daniels Midland Company*, [2013] 3 SCR 545

certification et l'autorisation dans le but de faciliter la poursuite des objectifs assignés au recours collectif : l'accès à la justice, les économies du système judiciaire et la modification des comportements[1]. Ainsi, l'on voit qu'il est possible de maintenir la phase d'autorisation tout en facilitant l'accès au recours. Or la phase d'autorisation du recours apparaît comme une étape fondamentale d'un recours collectif.

1038. – Conditions d'autorisation ou certification du recours canadien – Les conditions pour obtenir la certification sont sensiblement les mêmes que les conditions pour obtenir un jugement d'autorisation au Québec (art. 5(1), LRCO ; art. 5(1), CPA Alberta). Lors du premier jugement, le tribunal accorde l'autorisation d'exercer le recours si cinq conditions sont réunies : le groupe doit être identifiable, il doit y avoir des questions communes à traiter collectivement, il faut démontrer l'apparence sérieuse de droit, que l'application d'autres procédures comme le mandat ou la jonction des parties serait trop compliquée (par exemple en raison du trop grand nombre de membres du groupe). Enfin, il faut démontrer que le représentant désigné sera à même d'assurer une représentation adéquate (art. 1003, CPCQ).

Le recours québécois se distingue encore de la procédure américaine ou de celle applicable dans les autres provinces canadiennes, où le mécanisme de certification du recours intervient après la libre introduction de l'instance[2]. Dans les faits, le juge va contrôler *a posteriori* si l'action qui a été intentée doit être maintenue comme *class action* ou non. Il a été relevé par un auteur canadien que ce schéma présente le désavantage de permettre d'initier une procédure hors du contrôle du tribunal qui durera parfois plusieurs mois et d'amener l'initiateur à s'attribuer lui-même le statut de représentant[3].

1039. – Le jugement final sur la responsabilité – C'est seulement dans un second temps, par un jugement dit final, dont les règles sont prescrites aux articles 1027 à 1040 du CPCQ, que le tribunal décrit le groupe et lie le membre qui ne s'en n'est pas exclu (art. 1027, CPCQ). Il peut prononcer une condamnation à des dommages-intérêts ou au remboursement d'une somme d'argent (art. 1028, CPCQ).

---

[1] E. Yiannakis, N. Bourdreau, « Paradise lost? Rethinking Quebec's Reputation as a Haven for Class Actions », *op. cit.*, p. 387

[2] Par ex. art. 2 (1) et 2 (2), *Loi sur le recours collectif* de l'Ontario

[3] P.-C. Lafond, « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité », art. préc.

En France, le juge devra se prononcer sur la responsabilité et déterminer les préjudices réparables avant que le groupe ne soit défini, ce qui présente certains inconvénients. En effet, la phase d'adhésion des victimes au groupe intervient après la détermination de la responsabilité et du préjudice.

II - L'adhésion des victimes au groupe

1040. – L'adhésion des victimes au groupe – En France, la deuxième phase de la procédure n'est pas contentieuse, elle concerne l'adhésion des victimes au groupe. Si le juge considère que la responsabilité du professionnel est engagée, il ordonne par la même décision, les mesures visant à informer les consommateurs susceptibles d'appartenir au groupe et fixe le délai, entre deux et six mois, dont disposent les consommateurs pour adhérer au groupe et obtenir réparation. L'adhésion au groupe vaut mandat aux fins d'indemnisation au profit de l'association requérante, mais n'implique pas l'adhésion à l'association (art. L. 423-4 et L. 423-5 C. conso.).

1041. – *L'opt-in* – Contrairement à l'intégralité des recours collectifs canadiens qui repose sur le système de *l'opt-out*, la France a fait le choix de *l'opt-in* ou de l'inclusion. Cela signifie que les victimes doivent expressément se déclarer pour être représentées dans l'action de groupe. À l'inverse, dans le système de *l'opt-out*, sont comprises dans l'action toutes les personnes concernées par les critères de rattachement sans qu'elles aient à en manifester la volonté. Il s'agit d'une représentation sans mandat. Mais les victimes peuvent toujours décider de ne pas adhérer au groupe et devront dans ce cas exprimer ce choix expressément. En France, la démarche est inverse, les personnes souhaitant se joindre au recours doivent manifester leur volonté.
Ce n'est qu'après la réalisation de cette étape cruciale que le jugement de responsabilité pourra être mis en œuvre.

III - La mise en œuvre du jugement

1042. – Recouvrement individuel – Enfin, le professionnel doit procéder à l'indemnisation individuelle des préjudices subis par chaque consommateur soit directement, soit par l'intermédiaire de l'association (art. L. 423-11, C. conso.). Ce

n'est qu'à ce stade que le professionnel saura exactement le montant qu'il devra verser.

1043. – Recouvrement collectif – Au Canada, et notamment au Québec, le recouvrement des dommages et intérêts ne s'effectue pas nécessairement sur une base individuelle. Dans le jugement final, le tribunal décrit le groupe, ce qui lie le membre qui ne s'en n'est pas exclu (art. 1027 CPCQ). C'est également à ce moment que le juge peut prononcer une condamnation à des dommages-intérêts ou au remboursement d'une somme d'argent. Il peut ordonner que les réclamations des membres soient recouvrées collectivement ou fassent l'objet de réclamations individuelles (art. 1028 CPCQ).

1044. – Le reliquat – Lorsque le recouvrement se fait collectivement, il est possible que des sommes ne soient jamais réclamées. Elles forment alors le « reliquat » (art. 1033 CPCQ). Il est prévu que le juge peut disposer de ce reliquat de la façon qu'il détermine, mais il doit toujours tenir compte de l'intérêt des membres. Il ne peut en disposer qu'après avoir donné aux parties ou à toute personne l'occasion de se faire entendre (art. 1036 CPCQ ; art. 34(5), CPA Alberta). Ce reliquat peut notamment être alloué aux frais du recours collectif ou au gouvernement (art. 35(5), CPA C-B). Dans certaines provinces, en Ontario ou Colombie-Britannique par exemple, il est prévu que le reliquat doit être remis à la partie contre laquelle le jugement a été rendu (art. 26(10), LRCO ; art. 35(5), CPA C-B).

1045. – Règlement contentieux des difficultés – Enfin, en cas de difficultés nées à l'occasion de la mise en œuvre du jugement, le juge qui a statué sur la responsabilité devra les trancher (art. L. 423-12 à L. 423-14, Code de la consommation). Le caractère collectif de l'action est maintenu à ce stade, le juge devant statuer « *dans un même jugement sur toutes les demandes d'indemnisation auxquelles le professionnel n'a pas fait droit* » (art. L. 423-12).

1046. – Les objectifs d'une action collective boursière – Appliquée au secteur financier, l'action collective poursuivra plusieurs objectifs : un meilleur accès à la justice et une réparation plus efficace des investisseurs ayant subi des préjudices souvent faibles, un renforcement de la fonction dissuasive et punitive de la responsabilité civile notamment dans le cas de fautes lucratives – de surcroît si elle peut être complétée par des dommages et intérêts punitifs – et, un renforcement de la

fonction normative de la responsabilité civile en incitant les acteurs à modifier leurs comportements. Afin d'atteindre ces divers objectifs, l'action de groupe doit présenter certains caractères dont son efficacité dépend. Or, à l'analyse des textes, il apparaît rapidement que la réforme, bien qu'elle aille dans la bonne direction, a été opérée *a minima*. Certaines règles empêchent cette action de pouvoir déployer tout son potentiel, dans le domaine des marchés financiers, mais également de manière plus générale.

Les lacunes de la loi française apparaissent très clairement lorsque l'on compare l'action de groupe aux recours collectifs existant dans les différentes provinces canadiennes, et particulièrement le recours collectif québécois.

§2 – L'action de groupe *de lege ferenda*

1047. – Les lacunes de la procédure française – Après un peu plus de deux ans d'existence, plusieurs auteurs considèrent que le bilan de l'action de groupe à la française est plutôt mitigé[1]. Il est vrai qu'à la fin de l'année 2015, seules six actions avaient été introduites. En outre, plusieurs faiblesses ont été identifiées. D'ailleurs, certains défauts de l'action conjointe qui avaient contribué à son échec ont été repris dans le dispositif de l'action de groupe de la loi Hamon, ce qui laisse perplexe quant à l'efficacité réelle que pourrait avoir cette *class action* à la française. Or, afin que l'action collective puisse avoir un impact significatif sur la mise en place d'un système de sanction efficace applicable aux violations à la législation financière, l'action de groupe française devrait faire l'objet de plusieurs modifications, pour lesquelles il est possible de s'inspirer des recours collectifs canadiens.

1048. – Plan – Afin de rendre l'action de groupe pleinement efficace dans le domaine des marchés financiers, plusieurs pistes sont à explorer en vue d'en améliorer le rayonnement (A), l'exercice (B) et le résultat (C).

[1] Ch. Bourdel, « Première bougie pour l'action de groupe : un bilan en demi-teinte », *AJ Contrats d'affaires – Concurrence – Distribution* 2015, p. 488

A – Les améliorations quant au rayonnement de l'action

1049. – Plan – Le rayonnement de l'action de groupe peut être accru par l'extension de la qualité pour agir (I), le choix du système de l'*opt-out* (II) et les conditions de la publicité du jugement de responsabilité (III).

I - L'extension de la qualité pour agir

1050. – La qualité pour agir – En France, suivant la préconisation formulée dans le Rapport Coulon[1] et Attali[2], la possibilité d'intenter une action de groupe est réservée à une catégorie de personnes en particulier : les associations de défense des consommateurs représentatives au niveau national et agréées en application de l'article L. 411-1 du Code de la consommation. Il est certain que le fait de réserver l'exercice de l'action aux seules associations agréées de consommateurs aura pour effet de réduire sensiblement le nombre des actions de groupe.

1051. – Le nombre restreint d'associations agréées – D'abord, il n'existe que quinze associations ayant cette qualité, et sur les quinze, seule la moitié est capable de se lancer un tel contentieux.

1052. – Le choix discrétionnaire d'intenter une action – Ensuite, il a été souligné que le risque de perte du procès et les retombées médiatiques qui découleront de ces actions, peuvent dissuader certaines associations. Or, les associations disposent d'un pouvoir discrétionnaire pour choisir les actions qu'elles souhaitent intenter. Il est évident que la sélection des dossiers par les associations se fera selon leurs propres intérêts. Par exemple, elles pourront préférer se lancer dans une action qu'elles sont sûres de gagner, ou dans celles qui leur permettent d'attirer l'attention des pouvoirs publics sur les questions qui les préoccupent. Dès lors, certains dossiers risquent de ne jamais être traités parce qu'ils n'entrent pas dans les intérêts des associations[3], ce qui constitue un frein à l'extension de l'action.

---

[1] J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires, op. cit*., p. 96

[2] J. Attali, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, *op. cit.*, p. 144

[3] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136 ; V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014, p. 940 ; D. Mainguy et M. Depincé, « Pour l'action de groupe en droit français », *JCP E* n° 20, 16 mai 2013, act. 355

1053. – Des compétences juridiques parfois insuffisantes – En outre, un auteur a pu relever que ces associations ne détiennent pas toujours les compétences juridiques suffisantes pour appréhender des questions complexes de droit de la responsabilité.

1054. – Des ressources limitées – Une autre difficulté a été identifiée : leurs ressources sont limitées. Or, d'après la loi, elles n'auront droit qu'à l'indemnisation de leurs frais non compris dans les dépens, par le professionnel défendeur, éventuellement avec l'allocation de provision (art. L. 423-8 c. conso.). Cela signifie qu'elles ne devraient avoir droit à aucune somme en cas d'échec, et qu'elles risquent, même en cas de succès de ne pas recouvrer l'intégralité des frais engagés, les sommes allouées par les juges sur le fondement de l'article 700 du Code de procédure civile étant, souvent, très inférieures aux frais réellement engagés par le justiciable[1]. Enfin, il a été relevé qu'exercer une action de groupe entraîne une lourde responsabilité et les associations n'ont souvent pas d'assureurs qui acceptent de couvrir ce risque[2], contrairement aux avocats.

1055. – La nécessité d'ouvrir l'action à d'autres personnes – Certains auteurs se demandent si le législateur n'a pas voué l'action à l'échec en restreignant à ce point la qualité pour agir[3]. Pour toutes les raisons précédemment invoquées, il semble indispensable d'élargir la qualité pour agir à d'autres personnes. L'on a proposé des associations agréées et représentatives au niveau local, des associations *ad hoc*, des personnes publiques chargées de la défense des consommateurs ou encore des personnes physiques faisant partie des victimes[4]. Cette dernière proposition, qui existe déjà au Canada et aux États-Unis, est particulièrement intéressante dans le cadre des recours collectifs en matière boursière.

1056. – Le représentant dans les recours collectifs canadiens – En principe[5] le représentant du recours collectif au Canada est une personne membre du groupe[1].

---

[1] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014, p. 940

[2] L. Boré, « Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ? », *Gaz. Pal*. 16 mai 2003, n° 136, p. 29

[3] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136

[4] *Ibid*. ; V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », *op. cit.* ; D. Mainguy et M. Depincé, « Pour l'action de groupe en droit français », *JCP E* n° 20, 16 mai 2013, act. 355. *Contra* : AMF, *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, *op. cit.*, p. 31

[5] Sous la réserve du Manitoba et de la Colombie-Britannique qui prévoient la possibilité pour le juge de nommer comme représentant une personne non membre du groupe si cela est nécessaire pour que le groupe ne subisse pas une grave injustice, art. 2 (4), CPA, Manitoba ; 2 (4), CPA Colombie-Britannique

Cela constitue déjà une différence notable avec l'action de groupe française où le représentant du groupe est une association agréée de consommateurs. Elle ne devrait jamais pouvoir être considérée comme un membre du groupe. Cela est regrettable, car la solution canadienne semble davantage à même de s'assurer de l'intérêt et de l'investissement du représentant s'il est lui même victime.
De plus, dans le cadre du recours québécois, il est expressément prévu que la qualité pour agir est entendue plus largement qu'en France. En effet, le représentant peut être une personne physique, mais également une association ou une personne morale de droit privé de 50 salariés et moins (art. 1048 du CPCQ). Ainsi, la qualité pour agir est bien plus large qu'en France.

1057. – Les qualités exigées du représentant – Le recours québécois n'est pas réservé à une catégorie de personnes présumées capables de représenter le groupe. Dès lors, afin de s'assurer qu'il détient les qualités nécessaires, le Code de procédure civile prévoit qu'avant d'autoriser le recours, le juge doit vérifier que « *le membre auquel il entend attribuer le statut de représentant est en mesure d'assurer une représentation adéquate des membres* » (art. 1003 d), CPCQ). Cela permet ainsi d'ouvrir le recours à un grand nombre de personnes, tout en s'assurant de leur capacité à représenter le groupe.
Ainsi, le représentant potentiel doit démontrer sa capacité à garantir une représentation adéquate des membres du groupe. Ce caractère adéquat s'apprécie au regard de trois facteurs : « *l'intérêt à poursuivre, la compétence et l'absence de conflit avec les membres du groupe*[2]. »

1058. – Caractère représentatif du requérant – D'abord, le caractère représentatif du requérant est un facteur déterminant[3]. L'on préférera confier la représentation du groupe à une personne qui en fait partie, c'est-à-dire qui a elle-même subit la situation et saisit mieux la problématique[4].

---

[1] Art 999 CPCQ ; art. 2 (1), LRO ; art. 2 (1), CPA, Colombie-Britannique ; art. 2 (1), CPA, Alberta ; art. 4 (1), CPA, Saskatchewan ; art. 2 (1), CPA, Manitoba ; art. 3 (1), CPA, Nouveau-Brunswick ; art. 4 (1), CPA, Nouvelle-Écosse ; art. 3 (1), CAA, Terre-Neuve et Labrador
[2] Ces facteurs ont été précisés par la jurisprudence au Québec : V. *Handicap-vie-dignité c. Hôpital St-Charles Borromée*, J.E. 2000-31, REJB 1999-15619, [1999] J.Q. n° 5380 (C.S.), par. 48. En revanche ils figurent expressément dans les *Lois sur le recours collectif* des autres provinces : art. 5 (1) LRO ; art. 4 (1), CPA, Colombie-Britannique ; art. 5 (1), CPA, Alberta ; art. 6 (1), CPA, Saskatchewan ; art. 4, CPA, Manitoba ; art. 6 (1), CPA, Nouveau-Brunswick ; art. 7 (1), CPA, Nouvelle-Écosse ; art. 5 (1), CAA,, Terre-Neuve et Labrador
[3] J. Méadel, *Les marchés financiers et l'ordre public, op. cit.*, p. 425
[4] *Croteau c. Air Transat AT Inc.*, [2007] R.J.Q. 1175, J.E. 2007-1151 (C.A.)

1059. – Capacité à gérer le recours et implication – Ensuite, il ressort de la jurisprudence qu'une fois l'appartenance du prétendant représentant au groupe démontrée, les critères déterminants pour sa capacité à représenter le groupe sont sa « *capacité à gérer convenablement le recours et son intérêt sincère et légitime*[1] ». Il a par exemple été considéré que « *le requérant qui démontre qu'il s'est impliqué à fond dans le dossier, qu'il a fait preuve d'efforts sérieux, qu'il a la connaissance du milieu qu'il cherche à représenter et qu'il a investi un temps précieux dans sa démarche* » peut assurer une représentation adéquate du groupe[2]. L'on comprend que la capacité d'une personne à représenter le groupe se mesure à son degré d'implication dans l'affaire, au temps passé, à son intérêt et aux efforts fournis pour démontrer la légitimité du recours. La prise en compte de tels critères reposant sur l'implication réelle et la détermination du requérant pour déterminer s'il est apte à représenter le groupe est plus à même de permettre de trouver la personne la plus adaptée qu'un critère objectif et abstrait comme celui des associations agrées en France.

Ainsi, contrairement à l'action de groupe française où toute association agréée, mais uniquement celle-ci, est considérée, en tant que telle, comme représentative, dans la *class action* québécoise, toute association, ou personne mentionnée précédemment, peut se présenter devant le tribunal, qui décidera dans le premier jugement, si le demandeur peut représenter le groupe. Cette solution est particulièrement intéressante du point de vue français, car elle permet d'assurer un recours plus important à l'action collective tout en garantissant les droits du défendeur et les principes processuels par l'instauration d'un contrôle a priori du juge.

1060. – Rôle du régulateur dans les recours collectifs – De plus, l'on pourrait également imaginer ouvrir la qualité pour agir dans le cadre d'une action de groupe à l'AMF qui enclencherait l'action au nom des épargnants lésés. Si l'on retient le dispositif existant au Canada qui permet au régulateur, dans le cadre des actions individuelles en responsabilité, de porter le recours au nom de l'investisseur lésé, il pourrait être très intéressant de transposer cette règle à l'action collective en matière boursière.
Encore une fois, le régulateur est le plus à même de disposer des compétences et d'avoir accès à des moyens de preuves déterminants. En outre, son implication dans

[1] *Association des journalistes indépendants du Québec c. Cedrom-SNI*, [1999] R.J.Q. 2753 (C.S.), par. 18
[2] *Château c. Placements Germarich Inc.*, [1990], J.Q. n° 2141 (C.A.) ; *Guilbert c. Vacances Sans Frontière Ltéee*, [1991] R.D.J. 513, [1991] J.Q. n° 860 (C.A.) ; *Bellavance c. Klein*, J.E. 97-172, [1996] J.Q. n° 4137 (C.A.)

ce domaine pourrait être à même de créer un sentiment de crainte chez les opérateurs de marchés malhonnêtes, qu'une simple action intentée par un investisseur unique qui a perdu toutes ses économies et qui connaît peu le secteur financier.

1061. – L'intérêt d'ouvrir le recours aux personnes physiques victimes – Dans la plupart des cas au Québec, le représentant est une personne physique. Alors même que les associations québécoises n'ont pas besoin d'être agréées pour exercer le recours, l'on constate que ces associations ne sont presque jamais à l'origine d'un recours collectif. Si la France entend donner une quelconque efficacité à son action de groupe, elle devra élargir le champ des personnes pouvant l'initier, particulièrement aux personnes physiques victimes. En effet, dans le contexte des actions en réparation de préjudices boursiers, il a pu être constaté de quelle manière une implication accrue du rôle des victimes serait susceptible de participer au renforcement de l'efficacité du système de sanction[1]. Ainsi leur permettre de représenter le groupe dans une action collective participerait assurément à ce mouvement de développement de « procureurs privés ». En laissant les personnes les plus intéressées aux litiges en prendre la charge, l'on évite le risque que certains litiges ne soient jamais présentés devant le juge, faute d'intérêt des associations.

II - Privilégier le système de l'opt-out

1062. – Le choix malheureux de *l'opt-in* – Le choix de *l'opt-in* constitue également un frein majeur au succès de l'action de groupe française. Si l'on souhaite que l'action soit efficace, le nombre de consommateurs y participant doit être le plus élevé possible. Or, dans les faits, il est très difficile de regrouper un grand nombre de victimes. Et plus encore dans les pays qui pratiquent *l'opt-in* où le pourcentage des consommateurs qui se joignent à la procédure ne dépasse souvent pas 10%[2].

1063. – Respect de la règle « nul ne plaide par procureur » – La France a préféré *l'opt-in*[3] afin d'éviter les dérives américaines. En outre, certains doutaient de la

[1] Voir *supra* n° 568
[2] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136
[3] En faveur de cette solution, V. : AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, *op. cit*., p. 32 ; J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires, op. cit*., p. 96 ; J. Attali, Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française, *op. cit*., p. 143

constitutionnalité de *l'opt-out*[1]. En effet, la règle permettant une représentation sans mandat des victimes, qui sont alors automatiquement placées dans le groupe sans aucune intervention de leur part, a pu être considérée comme contraire au principe « *nul ne plaide par procureur* ». L'article 31 du Code de procédure civile dispose que seules peuvent agir les personnes qui ont un intérêt légitime au succès ou au rejet d'une prétention, ce qui implique le caractère personnel et direct de l'intérêt défendu. Pourtant le Conseil constitutionnel a pu valider les actions intentées par des groupements, tels que les syndicats, au nom d'autrui à deux conditions. Le particulier pour le compte duquel le syndicat entend agir doit avoir pu donner son accord et conserver sa liberté de se retirer de l'action[2]. C'est pour respecter ces exigences que le système de *l'opt-in* a été choisi.

1064. – Valeur légale de l'article 31 du Code de procédure civile – Mais selon Suzanne Carval l'inconstitutionnalité de la technique n'est pas réellement démontrée[3]. La règle « nul ne plaide par procureur » n'a pas été constitutionnalisée par le Conseil constitutionnel[4]. Avoir retenu *l'opt-in* semble avant tout relever d'un choix politique plutôt que juridique.

1065. – Solution possible : le jugement d'autorisation – D'ailleurs le Québec a trouvé le moyen de contourner la règle grâce à la première phase du jugement d'autorisation. En effet, la province connaît comme la France la règle selon laquelle « *nul ne peut plaider sous le nom d'autrui* » (art. 59, CPCQ), sous la réserve des cas où plusieurs personnes ont un intérêt commun et le législateur permet à l'une d'entre elles d'agir en justice pour le compte de toutes, mais uniquement si elle en a reçu mandat (art. 59, al. 2, CPCQ). La procédure d'autorisation du recours collectif par le tribunal a donc été prévue afin de pallier le fait que le recours collectif est un moyen de procédure qui permet à une personne d'agir sans mandat pour le compte des autres (art. 999, CPCQ)[5].

---

[1] J.-M. Coulon, Rapport, *La Dépénalisation de la vie des affaires*, *op. cit.*, p. 96 ; L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information n° 499, *op. cit.*, p. 31

[2] Décision n° 89-257 DC du 25 juillet 1989, *Loi modifiant le code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion*, cons. 23 à 26 – Décision n° 2007-556 DC du 16 août 2007, *Loi sur le dialogue social et la continuité du service public dans les transports terrestres réguliers de voyageurs*, cons. 13

[3] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », art. préc.

[4] Cons. const., Commentaire de la décision n° 2014-690 DC du 13 mars 2014, *Loi relative à la consommation*, p. 10

[5] A. Durocher, Cl. Marseille, « Autorisation d'exercer un recours collectif », fasc. 30, *JurisClasseur Québec*, Procédure civile II, Montréal, LexisNexis Canada, avril 2012, n° 2

1066. – Les avantages de *l'opt-out* – Ainsi, il faudrait sérieusement songer à privilégier cette voie, car *l'opt-out* est le seul moyen permettant de garantir que la totalité des dommages causés par le défendeur soit réparée. Suzanne Carval proposait de conserver *l'opt-in,* mais de créer à côté une possibilité *d'opt-out* assortie de garanties. Le législateur devrait alors énumérer les cas dans lesquels *l'opt-out* est possible. L'auteur propose les situations suivantes : lorsque le nombre de consommateurs lésés peut être déterminé de manière exacte sans qu'ils aient à se manifester ; ou lorsque le dommage globalement causé peut être évalué sans qu'il soit nécessaire de connaître le nombre de victimes concernées. Il faudrait également prévoir la possibilité pour les victimes de s'exclure du groupe[1].

1067. – *L'opt-in* pour les actions de groupe boursières – Ces propositions sont intéressantes, mais dans le domaine boursier, il serait plus profitable au succès de l'action de groupe de supprimer le système de *l'opt-in* et de le remplacer par *l'opt-out*, en prévoyant la faculté pour les membres de s'exclure du groupe. C'est la solution qui a été retenue de manière générale dans les recours collectifs canadiens. Les recours collectifs provinciaux fonctionnent tous selon le système de *l'opt-in* avec une faculté d'exclusion pour les membres qui ne souhaiteraient pas s'y joindre[2]. Cette faculté doit être insérée dans l'avis aux membres publié à la suite du jugement d'autorisation au Québec (art. 1006 CPCQ), et dans l'ordonnance de certification dans les provinces de *common law* (par ex. en Ontario, art. 8(1), LRCO). Ces documents fixent aussi le délai dans lequel il est possible aux membres de s'exclure du groupe. Pour parvenir à une solution équilibrée, l'on pourrait maintenir le principe de *l'opt-out*, mais prévoir que dans le cas particulier des préjudices financiers qui auront vocation à être traités par le Tribunal des marchés financiers, *l'opt-in* s'appliquera.

Particulièrement dans le domaine boursier, le système de *l'opt-out* ne devrait pas poser de grandes difficultés. Par exemple si le cours de bourse d'une action varie en raison de la diffusion d'une information fausse ou trompeuse, il sera aisé de définir le groupe d'investisseurs touché par cette manœuvre. L'on pourra facilement se référer aux registres de l'émetteur pour relever les mouvements d'achat et de vente pendant la période concernée. De même, dans les espèces relatives à la commercialisation

[1] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », art. préc.

[2] Par ex. Art. 1006 CPC Québec ; Art. 8(1) et 9, *Loi sur les recours collectifs, Ontario* ; art. 16 (1), *Class Proceedings Act*, Colombie-Britannique ;

d'instruments financiers sur la base d'informations fausses ou trompeuses, il sera relativement aisé d'identifier tous les membres du groupe.

Choisir la voie de *l'opt-in* constitue l'unique moyen de s'assurer que l'ensemble des préjudices sera pris en compte dans le montant de l'indemnisation. Cela permettra de renforcer la réparation des victimes, mais également la fonction punitive de la responsabilité civile, notamment en apportant une réponse efficace au problème des fautes lucratives, car si peu de victimes rejoignent le groupe, ces fautes resteront impunies.

III – Les conditions de publicité du jugement de responsabilité

1068. – L'importance de la publicité du jugement de responsabilité – L'action de groupe française prévoit également que dans le jugement par lequel le juge établit la responsabilité du professionnel, celui-ci détermine la façon dont l'information des potentielles victimes s'effectuera (art. L. 423-4, R. 423-6 et R. 423-13, C. conso.). L'efficacité de cette publicité et sa capacité à rassembler un maximum de victimes va déterminer le succès de l'action, *a fortiori* dans un système appliquant *l'opt-in*. Selon un auteur, au regard des expériences à l'étranger, les modes traditionnels de publicité, tels que des encarts dans la presse écrite, ne sont pas suffisamment efficaces. Il vaudrait mieux avoir recours à l'affichage de communiqués sur des sites internet, l'envoi de mails ou encore de SMS[1].

1069. – L'avis aux membres – Au Canada, le jugement d'autorisation ou l'ordonnance de certification, décrit le groupe dont les membres seront liés par tout jugement, identifie les principales questions qui seront traitées collectivement et ordonne la publication d'un avis aux membres[2]. Dans les autres provinces, l'ordonnance de certification précise en plus le nom du représentant, la nature des demandes ou défenses présentées au nom du groupe et la manière dont les membres du groupe peuvent se retirer du recours et dans quels délais.
L'avis aux membres indique la description du groupe, les principales questions qui seront traitées collectivement, la possibilité pour un membre d'intervenir au recours collectif, le district dans lequel le recours collectif sera exercé, le droit d'un membre

[1] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », art. préc.
[2] Par ex. Art. 1005 CPC Québec ; art. 8(1), art. 8(1), *Loi sur les recours collectifs*, Ontario ; art. 9(1), *Class Proceedings Act*, Colombie-Britannique

de s'exclure du groupe, les formalités à suivre et le délai pour s'exclure et le fait qu'un membre qui n'est pas un représentant ou un intervenant ne peut être appelé à payer les dépens du recours collectif[1].

1070. – Les modes de publicité admis au Canada – Au Québec, il est prévu qu'il revient au juge de déterminer « *la date, la forme et le mode de publication en tenant compte des coûts qui y sont rattachés, de la nature de la cause, de la composition du groupe et de la situation géographique de ses membres*[2]. » Le Code de procédure civile québécois ne donne aucune indication sur la manière dont l'avis doit être communiqué aux victimes. Dans les autres provinces, il est en revanche précisé que l'avis peut être donné par voie postale, par voie d'affichage ou de publication, par annonce publicitaire ou par prospectus, sous la forme d'avis personnel donné à un échantillon représentatif du groupe ou selon les modes que le tribunal estime appropriés[3]. Ainsi, dans toutes les provinces, la diffusion de l'avis aux membres peut se faire selon différents moyens et le tribunal dispose d'un pouvoir d'appréciation pour décider du mode de publicité qu'il considère le plus adapté.

1071. – L'utilisation croissante des nouveaux moyens de communication – La majorité des avis est publiée dans les quotidiens qui sont susceptibles d'être lus par les membres du groupe, ou sur le site Internet des procureurs du requérant. Plus récemment, les juges ont ordonné au défendeur de publier l'avis sur son site Internet[4]. Dans le prolongement de cette évolution, la Cour supérieure du Québec a ordonné dans un jugement du 3 mars 2015, autorisant un recours collectif contre la société Air Canada, que la société utilise son fichier clients pour envoyer un avis par voie électronique à tous ceux qui avaient acquis un billet pendant la période de commission de l'infraction. À Air Canada, qui faisait valoir qu'on la forçait ainsi à se faire une mauvaise publicité, la Cour a répondu : « *La diffusion de l'avis par la voie des journaux, c'est bien. Mais existe-t-il vraiment un véhicule de diffusion plus efficace qu'un*

---

[1] Par ex. Art. 1006 CPC Québec ; art. 17(6), *Loi sur les recours collectifs*, Ontario ; art. 9(6), *Class Proceedings Act,* Alberta

[2] Art. 1046 CPC Québec ; art. 17(3), *Loi sur les recours collectifs*, Ontario ; art. 19(3), *Class Proceedings Act,* Colombie-Britannique ; art. 20(2) *Class Proceedings Act,* Alberta

[3] Art. 17(4), *Loi sur les recours collectifs*, Ontario ; art. 19(4), *Class Proceedings Act* Colombie-Britannique ; art. 20(4), *Class Proceedings Act,* Alberta

[4] *Union des consommateurs c. Vidéotron ltée*, 2011 QCCS 2957, [2011] J.Q. n° 7578 ; *Huneault c. Fonds AGF inc.*, 2010 QCCS 4413, [2010] J.Q. n° 9352 ; *Fournier c. Banque Scotia*, 2010, QCCS 120, [2010] J.Q. n° 258 ; *McColl c. Grand Prix F1 du Canada inc.,* 2007 QCCS 401, [2007] J.Q. no 774. Contra : *Option Co nsommateur c. Banque de Montréal*, 2008 QCCS 6432, [2008] J.Q. no 14528.

courriel adressé par Air Canada aux personnes s'étant procuré un billet durant la période de temps limitée visé par le recours tel qu'autorisé ? Le tribunal pense que non[1]. »

1072. – Absence de restriction dans les moyens de publicité – Comme au Québec, les textes applicables à l'action de groupe française ne précisent pas les voies par lesquelles la publicité peut être effectuée. Il s'agit là d'une avancée considérable par rapport à l'action en représentation conjointe, qui est particulièrement bienvenue. Cependant, il faudra attendre pour déterminer quels moyens de communication les juges vont privilégier pour savoir si la publicité peut être pleinement efficace. Il serait préférable pour assurer l'efficacité de l'action de groupe que les juges mettent en avant les nouveaux moyens de communication. Par exemple, l'on pourrait songer à la publication de l'avis sur le site internet de l'émetteur ou de commercialisateur, ou encore l'envoi de mails aux potentiels membres du groupe. L'AMF préconisait d'ailleurs l'utilisation de tout média, dont l'Internet, mais recommandait l'exclusion du démarchage individuel à domicile et sur le lieu de travail afin d'éviter les abus américains[2], opinion à laquelle nous nous joignons volontiers. L'utilisation de l'Internet permet une communication rapide, peu coûteuse et relativement peu invasive de la vie privée.

B – Les améliorations quant à l'exercice de l'action

1073. – Plan – L'efficacité de l'action de groupe dépend également de ses conditions d'exercice. Or, celles-ci pourraient être rendues plus efficaces en facilitant le financement de l'action de groupe (I). Dans le cadre du marché commun, il convient également de réfléchir à la possibilité de l'exercer au niveau européen (II).

I - Faciliter le financement de l'action de groupe

1074. – Le financement de l'action de groupe – Si l'on souhaite que l'action collective ait le rayonnement le plus large possible, il faut également prendre en compte la question du financement de ces procédures, surtout dans l'hypothèse où le recours collectif serait ouvert aux personnes physiques. Même si l'action collective permet de mutualiser les moyens, il convient de réfléchir à des modes de financement qui

[1] Cour supérieure du Québec, 3 mars 2015, *Union des consommateurs et M. Silas c/ Air Canada*, § 26
[2] AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, op. cit., p. 32

permettront d'assurer sa pérennité, car comme les particuliers, le coût de la procédure sera certainement un élément susceptible de freiner l'action des associations agréées.

1075. – L'absence de dispositions dans la loi Hamon – Il est regrettable que la loi Hamon n'ait rien prévu en ce sens, car les associations agréées chargées de porter ces recours devant la justice pourraient bien hésiter face aux coûts que cela peut représenter, surtout en cas d'échec. En cas de succès, les associations pourront se voir allouer une somme au titre des dépens et le juge pourra condamner le professionnel à lui verser une provision à valoir sur les frais non compris dans les dépens (art. L. 423-8, C. conso.). D'une part, il n'est pas certain que ces sommes soient suffisantes à couvrir l'intégralité de leurs frais, notamment les honoraires d'avocats. D'autre part, en cas d'échec, l'association devra supporter elle-même l'intégralité des coûts.

1076. – La création d'un fonds d'aide au financement des actions de groupe – Certains regrettent que la loi n'ait pas prévu de dispositif d'aide au financement de l'action, telle que la création d'un fonds dédié[1]. Sur ce point, la France pourrait s'inspirer des modèles québécois et ontarien qui disposent chacun d'un fonds d'aide au financement du recours collectif. Le Québec a créé le Fonds d'aide aux actions collectives en 1983, par une modification de la loi sur les recours collectifs[2], et l'Ontario a suivi son exemple lors de l'adoption de la loi sur les recours collectifs en 1992 en créant un Fonds d'aide aux recours collectifs (FARC)[3].

1077. – Le Fonds d'aide aux actions collectives québécois – Au Québec le Fonds d'aide aux actions collectives est un organisme public qui relève du ministre de la Justice. L'existence du fonds permet de garantir le financement des recours aux personnes physiques répondant à certains critères, principalement financiers. En revanche, lorsque le recours est exercé par une personne morale ou une association, elles ne peuvent obtenir aucune aide du Fonds (art. 1048 CPCQ). Cet organisme a « *pour objet d'assurer le financement des recours collectifs en la manière prévue par le présent*

[1] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », art. préc.; M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », art. préc.
[2] *Loi modifiant le Code du travail, le Code de procédure civile et d'autres dispositions législatives*, L.Q. 1982, c. 37, art. 20 à 26, sanctionnée le 23 juin 1982 et entrée en vigueur le 30 juillet 1982 par proclamation du gouvernement publiée à (1982) 114 GO II, 2595, en ce qui concerne les dispositions relatives au recours collectif.
[3] Par une modification de la *Loi sur le Barreau*, L.R.O. 1990, chap. L.8, art. 59.1 à 59.5

titre ainsi que de diffuser des informations relatives à l'exercice de ces recours » (art. 7, *Loi sur le recours collectif*, LRQ, c. R-2.1).

Le financement public du recours collectif était un aspect très important de la réforme pour le législateur québécois qui a conçu ce recours avant tout comme un instrument d'accès à la justice. Dès lors, il n'était pas envisageable que le manque de moyens constitue un obstacle à son exercice. Ainsi que Suzanne Carval l'explique fort justement, aux États-Unis également, il est inconcevable que les auteurs de comportements répréhensibles restent impunis uniquement parce que leurs méfaits sont de faible importance[1].

1078. – Le palliatif à l'absence des « *contingency fees* » – Un auteur canadien relève à ce sujet qu'il ressort des débats parlementaires que la création du Fonds d'aide aux recours collectifs visait d'abord à compenser l'absence au Québec du financement des actions collectives par des fondations d'intérêt public ainsi que la pratique des « *contingency fees* »[2] dont l'effet incitatif n'est plus à prouver. Il permet aux avocats d'obtenir une part importante des dommages et intérêts octroyés au groupe demandeur. Dès lors, la perspective de cette rémunération plus que conséquente incite les cabinets d'avocats à s'investir dans ces recours sans toucher d'honoraires avant le résultat du procès ou de la transaction.

L'on sait que la France souhaitait à tout prix empêcher un système tel que celui des « *contingency fees* », afin d'éviter les dérives des cabinets d'avocats américains. Cela aurait de toute façon été impossible en raison de la prohibition du pacte de *quota litis*. D'ailleurs, la France pourrait aussi s'inspirer de la législation québécoise qui autorise le juge à contrôler le montant des honoraires des avocats qui doivent être approuvés par le tribunal afin d'en garantir le caractère raisonnable, y compris dans le cadre d'une transaction[3]. Cette règle visait là encore à éviter les dérives américaines. Dans ce sens, il a également été prévu que les avocats ne peuvent pas solliciter individuellement et directement des clients[4].

1079. – La création d'une aide publique – Mais la création d'un fonds d'aide répond avant tout à des impératifs de justice sociale. Selon un auteur : « *la création du Fonds s'inscrit dans la tradition étatiste québécoise dans laquelle l'État assume la responsabilité de*

[1] S. Carval, *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée, op. cit*., p. 195, n° 185

[2] C. Younes, « Le recours collectif québécois : les réalités collectives à travers le prisme du droit », *op. cit.*, p. 135

[3] *Loi sur le recours collectif*, LRQ, c. R-2.1, art. 32, al. 2

[4] *Code de déontologie des avocats*, R.R.Q., 1981, c. B-1, r. 1 et modifications, art. 4.02.01(i), (l), (m) et (n), 5.05.

promouvoir égalité et justice sociale[1]. » Il est fondamental de prendre la question du financement de l'action de groupe en compte, particulièrement si l'on étend la qualité pour agir aux personnes physiques. Si tel devait être le cas, l'on pourrait imaginer un système proche de celui de l'aide juridictionnelle. Une aide serait accordée en fonction des ressources du requérant. Même si l'action devait être portée par une association, la création d'une aide publique pourrait les inciter à intenter davantage de recours. Ainsi, la France s'inscrivant également dans une tradition étatiste, de service public, il nous semble que la création d'un Fonds d'aide au financement de l'action de groupe permettrait de promouvoir l'action de groupe dans le respect de la tradition française.

II - Une action de groupe européenne

1080. – Des préjudices transfrontières – L'on a déjà évoqué la question de l'internationalisation de la finance[2]. Cela a notamment pour conséquence qu'un même fait fautif peut causer un préjudice à des investisseurs se trouvant dans des juridictions différentes. En France, cela sera notamment vrai au niveau européen et au Canada, sans aucun doute au niveau des provinces. Or, la structure fédérale du Canada fait que chaque province a une juridiction exclusive pour tout ce qui relève de sa compétence. Il en va de même évidemment concernant la juridiction de chaque État membre de l'Union européenne.

1081. – Une prise en compte de la donnée transfrontière pour une sanction plus efficace – Pourtant, tenir compte du caractère internationalisé des marchés financiers et partant des litiges qui les mettent en cause est désormais fondamental si l'on souhaite que le système global de sanction soit efficace. L'action de groupe peut constituer une réponse efficace à ces cas d'infractions trans-provinces ou trans-États membres.

1082. – L'absence d'action collective « nationale » au Canada – Il n'existe pas pour l'instant d'action collective fédérale au Canada, aucune loi provinciale ne le prévoyant. Pourtant, il est déjà arrivé à plusieurs reprises que des recours collectifs basés sur les mêmes faits, soient simultanément intentés dans plusieurs provinces.

[1] C. Younes, « Le recours collectif québécois : les réalités collectives à travers le prisme du droit », *op. cit.*, p. 135
[2] Voir *supra* n° 513 et s.

Malgré l'absence de législation, dans les provinces de *common law,* les tribunaux optent parfois pour la création d'un recours collectif national dès lors que le recours intenté a, avec la juridiction provinciale concernée, un lien étroit et substantiel ainsi que la courtoisie judiciaire tels que définis par la Cour suprême du Canada dans les affaires *Moran c. Pyle National (Canada) Ltd*.[1] et *Morguard Investments Ltd. c. de Savoye*[2]. Dans un tel cas, tenant compte également de la similarité des lois provinciales, certains tribunaux, notamment en Ontario ont considéré que le recours collectif national était possible.

1083. – Reconnaissance par la jurisprudence – Les recours collectifs nationaux ont été reconnus par les tribunaux ontariens d'abord dans l'affaire *Nantais c. Telectronics Proprietary* (Canada) Ltd.[3.] Le Québec est plus réservé sur la question, notamment à cause du bi-juridisme, si bien que les juges ne se montrent pas systématiquement favorables à de tels recours nationaux[4]. La Cour suprême du Canada les a reconnus implicitement dans la décision *Dutton c. Western Canadian Shopping*[5].

1084. – Avantages – Les avantages de tels recours nationaux sont évidents : éviter la multiplicité des procédures, parvenir à un jugement pour toutes les provinces ou les États membres et éviter les jugements contradictoires. Cela présenterait également des avantages pour les parties. Les demandeurs disposeraient d'un levier de négociation plus important et le défendeur pourrait réduire ses coûts de défense avec une procédure unique.

1085. – Inconvénients – Cependant, cela poserait certains inconvénients que l'on ne peut ignorer. Notamment pour les demandeurs il peut être plus difficile de s'exclure du groupe et d'être correctement informés. De plus, une telle centralisation posera la question de la ou des législations applicables et pourra augmenter le risque de « *forum shopping* », sauf à ce que les législations soient identiques. La création d'un tel recours collectif européen ne semble pas envisageable pour l'instant, ni même souhaitée par l'Union européenne.

---

[1] *Moran c. Pyle National (Canada) Ltd*. [1975], 1 R.C.S. 393
[2] *Morguard Investments Ltd. c. de Savoye* [1990] 3 R.C.S. 1077
[3] *Nantais c. Telectronics Proprietary (Canada) Ltd*., [1995] 25 O.R. (3d) 331
[4] Les tribunaux québécois ont déjà refusé à plusieurs reprises les jugements des autres provinces en recours collectifs : *Hocking c. Haziza*, [2008] QCCA 800 ; *Société canadienne des postes c. Lépine*, [2009] 1 R.C.S. 549. Pour des exemples en sens inverse ou les tribunaux ont autorisé des recours collectifs visant des groupes nationaux : *Brito c. Pfizer Canada Inc*., [2008] QCCS 2231 ; *Nguyen c. CP Ships Ltd*. [2008] QCCS 3817
[5] *Dutton c. Western Canadian Shopping, op. cit*.

1086. – Un recours collectif européen – Consciente de ces nouveaux enjeux, la Commission européenne avait lancé une consultation publique en février 2011[1] ayant pour objet « *l'élaboration d'une approche cohérente des recours collectifs dans l'Union européenne* » afin d'apporter une réponse aux cas d'infractions au droit de l'Union pouvant donner lieu à de multiples actions en justice. L'exemple des marchés financiers était d'ailleurs cité pour montrer que les ordres juridiques nationaux connaissent des différences importantes, qui sont encore plus marquées lorsque plusieurs personnes entendent demander réparation dans une même affaire. À la suite de cette consultation, la Commission a formulé une recommandation en 2013, dans laquelle elle invitait les États à prévoir des recours collectifs dans différents domaines, dont les services financiers. Cependant, il ne s'agit pas de créer un recours harmonisé, mais de conserver les mécanismes nationaux. La Commission recommande aux États de respecter plusieurs principes communs, notamment selon que leurs recours collectifs permettent de faire cesser les violations, par une action en cessation, et de réclamer des dommages et intérêts pour réparer ces violations par une action en réparation. La Commission recommandait également de privilégier le système de *l'opt-in* et d'interdire les dommages et intérêts punitifs[2].

1087. – Proposition de la création d'une base de donnée pancanadienne – Face aux incertitudes concernant le recours national canadien, d'autres solutions moins problématiques ont été mises en place. Ainsi, en 2005, la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada prônait la création d'une base de données pancanadienne afin d'aider les avocats à déterminer si une poursuite avait déjà été intentée dans un autre ressort[3]. Ainsi, depuis le 1er janvier 2007, un tel outil a été créé. IL permet à quiconque d'obtenir des renseignements sur tous les recours collectifs intentés depuis le 1er janvier 2007 au Canada. Cette base de données est un projet pilote créé par la Section du litige civil de l'Association du Barreau canadien à la suite de la recommandation formulée dans le cadre de la Conférence pour l'harmonisation des lois au Canada. Elle comprend la liste de tous les recours collectifs déposés au Canada après le 1er janvier 2007 et transmis à l'Association du Barreau canadien. Ils y restent inscrits jusqu'à leur rejet par le tribunal[4].

---

[1] Commission européenne, « La Commission sollicite des avis sur l'avenir des recours collectifs en Europe », Bruxelles, 4 févr. 2011, IP/11/132

[2] *Ibid*.

[3] Commission du Droit de l'Ontario, « Étude des recours collectifs en Ontario – Questions à considérer », nov. 2013, p. 18-20

[4] Site de l'Association du Barreau canadien, onglet « Base de données sur les recours collectifs » : http://www.cba.org/Publications-Resources/Class-Action-Database/About

1088. – Le recours collectif multi-territorial – De plus, certaines provinces ont pris en compte le fait qu'un recours collectif impliquant un seul défendeur pouvait avoir des victimes situées partout dans le pays. En Alberta et au Saskatchewan, la possibilité de recours collectifs multi-juridictionnels est envisagée. Il s'agit d'une action introduite au nom d'un groupe qui se compose de personnes résidant dans la province et de personnes n'y résidant pas.
Il est prévu que si un recours collectif de cette nature a déjà débuté ailleurs au Canada et qu'il a le même objet ou un objet semblable que celui de l'action visée, le tribunal devra déterminer s'il est préférable que les plaintes soient traitées dans le cadre du recours ouvert ailleurs ou si le recours multi-juridictionnel doit être traité dans la province (art. 5(6) et 9.1, CPA Alberta ; art. 6 (2), 6 (3) et 6.1, CPA Saskatchewan). Pour prendre sa décision, le juge doit être guidé par les objectifs suivants : les intérêts de toutes les parties des ressorts visés doivent être pris en considération, éviter le risque de jugements inconciliables, promouvoir l'économie des ressources judiciaires. Il doit également tenir compte de l'état de progrès de chaque action, des lieux où se trouvent les représentants et les membres du groupe ainsi que les preuves et les témoins (art. 9.1, CPA Alberta ; art. 6.1, CPA Saskatchewan). L'on constate que la détermination de la province dans laquelle le recours multi-juridictionnel devra se tenir prend largement en compte des considérations liées à la bonne administration de la justice et à la réalisation d'économies. Il s'agit de savoir quel sera le lieu qui permettra le traitement le plus efficace du recours. Ce dispositif semble très intéressant, mais difficile à transposer dans l'Union européenne. Il est envisageable au Canada, notamment parce que les législations provinciales sur les recours collectifs sont très proches, ce qui n'est pas nécessairement le cas dans l'Union européenne.

1089. – Un système *d'opt-in* pour les non résidents – En revanche, la Colombie-Britannique permet aux non-résidents de la province de s'inscrire volontairement à un recours collectif intenté dans cette province et qui les concernerait. Dans cette hypothèse, c'est le système de *l'opt-in* qui a donc été retenu (art. 16(2), CPA C-B).

1090. – Adoption du système *d'opt-in* pour les résidents d'États membres – Le rapprochement des législations des États membres de l'UE relatives à l'action collective est assurément un pas dans la bonne direction, mais il nous semble que l'on pourrait aller un peu plus loin en s'inspirant du dispositif tel que celui mis en place en Colombie-Britannique, en le complétant par la création d'une base de

données commune aux États européens des actions collectives en cours. Ce dispositif semble particulièrement intéressant dans le cadre d'une action de groupe boursière où les victimes peuvent se trouver sur le territoire de différents États, mais surtout dans le cadre de l'Union européenne. L'on sait que la législation est déjà largement harmonisée. L'on gagnerait certainement en économie de moyens et en efficacité à permettre à un seul État de mener le recours collectif en ouvrant aux résidents des autres États membres la possibilité de se joindre au recours sur la base de *l'opt-in*. L'information pourrait circuler dans l'Union grâce à la mise en place de la base de données.

C – Les améliorations quant au résultat de l'action

1091. – Plan – Dans le domaine des marchés financiers, pour être efficace, l'action de groupe devrait être améliorée dans la perspective du résultat qu'elle entend atteindre. Ainsi, elle pourrait être utilisée comme un moyen en vue de favoriser la résolution amiable des litiges (I). Il conviendrait également d'apporter des améliorations relatives à la détermination et à l'évaluation du préjudice (II).

I - La transaction

1092. – La possibilité de transiger – Au regard de l'expérience canadienne ou américaine, il ressort que la possibilité de transiger fait partie intégrante du succès de l'action collective. D'ailleurs, aux États-Unis, la majorité des *class actions* se résolvent par des transactions, généralement parce que le professionnel souhaite éviter un préjudice d'image important[1].

1093. – Les défauts du dispositif de la loi Hamon – La loi Hamon a prévu cette possibilité, mais le dispositif semble là encore imparfait. Il est possible de recourir à une procédure de médiation à laquelle seule peut participer l'association qui a introduit l'action, qui négociera au nom du groupe (art. L. 423-15, C. conso.). Lorsque la médiation aboutit à un accord, celui-ci doit prévoir les mesures de publicité nécessaires pour informer les consommateurs concernés de la possibilité d'adhérer au groupe, ainsi que les délais et modalités de cette adhésion (art. L. 423-16, C. conso.). Puis, la transaction doit faire l'objet d'une homologation par le juge.

[1] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », art. préc.

Cela signifie que la transaction intervient avant que le groupe ne soit délimité, empêchant ainsi le défendeur d'avoir une idée, au moment de la négociation, du montant exact qu'il devra payer. De plus, la transaction n'empêche pas les mesures de publicité, les victimes devant se manifester après la conclusion de l'accord. Dès lors, la société pourra toujours subir un préjudice d'image. Ces règles n'inciteront certainement pas les professionnels à transiger.

1094. – Le recours fréquent à la transaction au Canada – Comme aux États-Unis, il arrive très fréquemment au Canada que le recours n'aille pas jusqu'à son terme, les défendeurs préférant passer par un règlement amiable[1]. Effectivement, aux États-Unis entre 1995 et 2010, en matière boursière seules neuf actions collectives ont abouti à un verdict[2]. De même, en 2012 en Ontario, il a été relevé que parmi les recours collectifs, seuls 17 ont mené à un procès et 63 au Québec[3].

1095. – La procédure de transaction au Canada – Au Canada, les législations sur le recours collectif prévoient qu'une transaction peut être conclue entre le défendeur et le groupe par l'intermédiaire de son représentant. En pratique, c'est seulement une fois que le juge aura autorisé le recours et défini le groupe, et avant qu'il se prononce sur le fond, qu'une transaction sera envisagée. L'on retrouve ici l'importance de l'étape supplémentaire de l'autorisation qui permet de régler le litige par une transaction une fois l'autorisation donnée, mais avant qu'il ne soit statué sur le fond.
Sa validité est conditionnée par l'approbation du tribunal et peut être subordonnée à la publication d'un avis donné aux membres du groupe si le juge l'estime nécessaire[4]. Cet avis est une obligation au Québec et il doit contenir les éléments d'informations suivants : le fait qu'une transaction sera soumise au tribunal pour approbation à une date et à un lieu déterminés ; la nature de la transaction et le mode d'exécution prévu ; la procédure que suivront les membres pour prouver leur réclamation ; et le fait que les membres peuvent faire valoir au tribunal leurs prétentions sur la transaction proposée et sur la disposition du reliquat, le cas échéant (art. 1025 CPCQ). S'il existe également une forme de publicité de l'accord, la procédure

[1] P.-C. Lafond, « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité », art. préc.
[2] L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information n° 499, *op. cit.*, p. 31
[3] J. Foreman, *Summary of Class Action Trial Activity Across Canada*. En ligne : http://harrisonpensa.com/wp-content/uploads/2012/07/Summary-of-Common-Issues-Trial-Activity-Across-Canada-Jul-11-12-FINAL-Read-Only.pdf
[4] Art. 1025, CPC Québec ; art. 35, *Class Proceedings Act* Colombie-Britannique ; art. 35, *Class Proceedings Act,* Alberta ; art. 38, *Class Proceedings Act,* Saskatchewan ; art. 35, *Class Proceedings Act,* Manitoba ; art. 29, *Class Proceedings Act,* Ontario ; art. 37, *Class Proceedings Act,* Nouveau-Brunswick ; art. 38, *Class Proceedings Act,* Nouvelle-Écosse ; art. 35, *Class Proceedings Act,* Terre-Neuve et Labrador

canadienne permet au défendeur de connaître au moment où il transige le montant qu'il devra verser, les contours du groupe ayant déjà été définis dans le jugement d'autorisation du recours (art. 1005, CPCQ).

1096. – Risque de chantage au procès – En France, cette utilisation de la menace d'une action collective pour forcer les défendeurs à transiger est souvent perçue comme un « *chantage au procès*[1] » qui fait échapper ces litiges à la justice. Cependant, il nous semble que ces transactions peuvent être très bénéfiques pour les victimes. Elles leur permettent d'obtenir une indemnisation plus rapide et leur évitent les incertitudes de l'issue d'un procès, qui de surcroît peut s'étendre sur une longue période. Or, dans la perspective d'améliorer le système de sanction tout en préservant et en promouvant l'efficience et la compétitivité des marchés français, la transaction est un moyen adéquat pour régler rapidement et discrètement les litiges, assurant ainsi une indemnisation plus rapide aux victimes. D'autant que l'exemple québécois démontre que la conclusion d'une transaction ne signifie pas nécessairement que les auteurs de comportements graves échapperont à la justice en payant. Par exemple, l'affaire *Securities Class Actions c. Avantage Link Inc*. mentionnée précédemment, s'est finalement terminée par un règlement qui a été approuvé par la Cour supérieure du Québec pour un montant global de 9 850 000 $. Mais parallèlement à cette procédure, l'ancien PDG de Jitec, à l'origine des faits fautifs, a fait l'objet d'une condamnation pénale à payer près de 900 000 $ d'amende au titre de 47 chefs d'accusations retenus contre lui, qui a été confirmée en appel par la Cour supérieure du Québec le 28 avril 2009[2].

1097. – Favoriser la transaction – Ainsi, le découpage canadien de la procédure en un jugement d'autorisation suivi d'un jugement de responsabilité apparaît davantage favorable au développement de la transaction. En effet, une fois le recours autorisé, le défendeur connaît le groupe de victimes et peut évaluer le montant qu'il pourra devoir payer. La France n'ayant pas retenu ce système, il faudrait pouvoir définir le groupe avant le prononcé du jugement de responsabilité, la transaction ayant lieu entre le début de l'instance et le prononcé du jugement.

---

[1] L. Béteille et R. Yung, Rapport d'information n° 499, *op. cit.*, p. 31

[2] Cour supérieure du Québec, *AMF c. Benoit Laliberté* (dossier n° 500-36-004807-080) et *Benoit Laliberté c. AMF* (dossier n° 500-36-004651-082), 28 avril 2009. Benoit Laliberté avait fait appel de la première décision qui l'avait reconnu coupable de 41 chefs d'accusation et l'AMF faisait appel, car il avait été acquitté pour sept chefs d'accusation. Dans la présente décision la Cour rejette l'appel de B. Laliberté et accueille le recours de l'AMF sauf pour un des chefs d'accusation.

II - La détermination et l'évaluation du préjudice

1098. – Plan – De manière générale, le succès de l'action de groupe dépendra également du type de préjudice pris en compte (a) et de son évaluation (b).

a) Le préjudice réparable

1099. – La détermination du préjudice – Selon l'article L. 423-1 in fine : « *L'action de groupe ne peut porter que sur la réparation des préjudices patrimoniaux résultant des dommages matériels subis par les consommateurs* », ce qui exclut la réparation des préjudices moraux, mais aussi de certains préjudices patrimoniaux résultant de dommages non matériels, mais par exemple corporels ou environnementaux. Cela signifie que le domaine de l'action est également limité par la nature des préjudices subis. En présence d'une action en réparation des préjudices boursiers, cette limite ne devrait pas susciter de difficultés, les préjudices subis par les investisseurs étant exclusivement patrimoniaux et résultant de dommages matériels.

1100. – Réparation des seuls préjudices patrimoniaux – Cependant, en limitant le dommage réparable aux préjudices patrimoniaux, cela pourrait signifier que seront compris essentiellement les pertes subies et les gains manqués[1]. Si les juges statuaient effectivement dans ce sens, l'on resterait face à un obstacle récurrent en matière de réparation des préjudices boursiers selon lequel la Cour de cassation n'accepte de réparer que la perte de chance[2].
D'ailleurs, la problématique de la détermination du préjudice a conduit à ce que le professeur Véronique Magnier ne soit pas favorable à l'application de l'action de groupe au domaine financier et boursier, car selon elle, ses règles s'accorderaient mal avec les spécificités du droit financier. Ainsi que l'explique cet auteur : « *si la faute du dirigeant a causé un préjudice social qui rejaillit sur la valeur du titre, ce n'est qu'indirectement, au travers de la baisse des cours, que les actionnaires subissent l'effet d'une faute. Or, la Cour de cassation considère que la dévalorisation du titre, résultant elle-même de la dépréciation du patrimoine social, n'est pas un préjudice individuel réparable (Cass. com. 1er avril 1997)*[3]. » Le professeur Magnier a relevé ici un véritable obstacle au succès des actions collectives en matière boursière. Il est vrai que la faute de gestion ne lèse

[1] V. Rebeyrol, « La nouvelle action de groupe », art. préc.
[2] Voir *supra* n° 501
[3] V. Magnier, « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », art. préc.

pas directement les investisseurs. Dès lors, pour qu'une action de groupe soit menée, il faudrait que la faute commise par les dirigeants porte directement atteinte à un droit de l'investisseur, comme c'est le cas par exemple en présence d'un manquement à une obligation d'information.
Cependant, ces obstacles pourront être surmontés si dans le cadre des actions collectives boursières, l'on prévoit expressément la possibilité de réparer également la perte de chance.
De plus, la création d'un régime de responsabilité spécifique aux préjudices issus des abus de marché[1] pourrait aussi permettre d'améliorer le dispositif. En effet, compte tenu de l'interprétation restrictive de la Cour de cassation lorsqu'elle est amenée à statuer sur l'existence d'un préjudice dans le domaine boursier, le succès de l'amélioration de la réparation des préjudices doit passer par une modification des règles aux conditions d'engagement de la responsabilité des auteurs. Or, au Canada, les recours collectifs en valeurs mobilières connaissent un succès certain, notamment grâce aux règles particulières prévues par le régime de responsabilité statutaire issu des LVM.

b) L'évaluation du préjudice

1101. – L'évaluation du préjudice – De plus, il a été relevé par certains auteurs que si l'on souhaite attirer le plus grand nombre de victimes dans la procédure, il est important de chiffrer les préjudices le plus tôt possible, au stade du jugement de responsabilité. Cela est particulièrement nécessaire dans le système de *l'opt-in* où il faut attirer les victimes potentielles et les inciter à se joindre à la procédure.

1102. – Formule unique – Plusieurs méthodes permettent d'évaluer le montant des dommages. S'il est identique pour chaque consommateur, il suffira de le multiplier par le nombre de consommateurs. Il en va de même lorsque le dommage peut être calculé par une formule unique. Cependant, il arrive que les dommages présentent des spécificités qui rendent impossible d'appliquer une formule unique pour chaque consommateur. Dans ce cas, certains auteurs considèrent que les juges français devraient privilégier une condamnation forfaitaire[2]. Les juges québécois n'hésitent pas à utiliser ce procédé, ainsi par exemple dans l'affaire *Pearl*[3].

[1] Voir *supra* n° 887 et s.
[2] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », art. préc.
[3] Pearl c. Investissements Contempra Ltée, [1995], R.J.Q. 2697, 2703 (C.S.)

1103. – L'évaluation forfaitaire du préjudice – Certains pourront arguer que l'évaluation forfaitaire du préjudice est contraire au principe de la réparation intégrale. Cependant, l'on sait que le juge judiciaire la pratique déjà dans certains cas, notamment en matière de préjudice financier où l'évaluation est parfois très complexe. En témoigne l'affaire *Sidel*[1], où quelque 700 actionnaires avaient agi en justice contre la société en réparation du préjudice subi par la diffusion par les dirigeants de fausses informations. L'on se souvient que dans cette espèce, la cour d'appel a confirmé l'analyse du tribunal correctionnel qui avait fixé forfaitairement le préjudice subi par chaque actionnaire à 10 € par action. Pour refuser d'évaluer le préjudice subi au montant des pertes supportées par les parties civiles au moment de la revente des titres, la cour d'appel renvoie au « *risque et [à] l'aléa propre à tout investissement boursier.* » Si dans le cadre d'une action individuelle le recours à l'indemnisation forfaitaire est regrettable, elle peut être nécessaire dans le cadre d'une action collective.

1104. – Facteur de succès de l'action collective – Ainsi que l'explique Suzanne Carval, cette possibilité d'indemnisation forfaitaire est nécessaire au succès de l'action de groupe : « *Pour des dommages matériels de faible ampleur, une évaluation à l'euro près n'a aucun sens. Ce qui compte est l'effet de masse, qui dépend de la standardisation de la réparation - dans la mesure strictement nécessaire bien sûr*[2]. » Suivant cette logique, l'auteur estime qu'il faudrait prévoir, dans le cadre de *l'opt-out*, le procédé de l'évaluation globale, que les anglais appellent le « *class-wide assessment* ». Dans ce cas, l'on ne s'intéresse pas aux situations individuelles, mais au fait dommageable pris dans sa globalité.

1105. – La licéité de l'évaluation forfaitaire – D'autant que l'article L. 423-1 du Code de la consommation ne semble pas y faire obstacle. Il dispose que le juge détermine les préjudices réparables « *pour chaque consommateur ou chacune des catégories de consommateurs constituant le groupe*. » Les droits des victimes qui auraient subi un dommage plus important sont préservés, l'article L. 423-22 permettant au consommateur qui adhère au groupe de demander réparation « *des préjudices n'entrant pas dans le champ défini par la décision du juge*. » Cela devrait permettre au juge d'indemniser de la même façon des consommateurs dont les dommages sont

[1] CA Paris 9e ch. sect. B, 17 oct. 2008, n° 06/09036, *Aff. Sidel*, *op. cit.*
[2] M.-J. Azar-Baud et S. Carval, « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136

suffisamment proches pour faire l'objet d'un traitement unique[1]. Cette possibilité existe déjà en Grande-Bretagne dans le *Consumer Rights Act* 2015 et en Belgique où la loi du 26 mars 2014 permet au juge d'opter pour « *une indemnité identique (forfait) déterminée pour chaque membre du groupe*. »

1106. – Évaluation du préjudice et fonction dissuasive – De l'évaluation du montant du préjudice dépend aussi le succès de la fonction dissuasive et punitive de l'action de groupe. Sur ce point, il est évident que la loi Hamon ne va pas jusqu'au bout de cette logique. Pour cela il aurait fallu aller consacrer les dommages et intérêts punitifs calculés au moins à hauteur du profit illicite réalisé, car le montant du profit dépasse souvent les sommes cumulées des préjudices subis par les victimes qui adhèrent au groupe[2].

1107. – Réparation de la perte de chance et évaluation forfaitaire – Dans le domaine particulier du droit des marchés financiers, le succès de l'action de groupe dépendra également de la manière dont le préjudice sera déterminé et évalué. Dans le cadre des actions collectives boursières, il conviendrait de prévoir la possibilité de réparer également la perte de chance et non pas seulement le préjudice patrimonial constitué des pertes subies et gains manqués. À défaut, l'action de groupe ne pourra avoir qu'un succès très relatif dans notre domaine. De même, il serait préférable de prévoir expressément la possibilité pour le juge de pouvoir prononcer une indemnisation forfaitaire dans les hypothèses où l'on se trouve face à un préjudice de masse, mais de faible montant.

1108. – Conclusion Section 2 – Après de nombreuses hésitations, la France a introduit l'action de groupe dans son système juridique. Cependant, elle apparaît limitée, tant dans son champ d'application que dans ses moyens. Essentiellement cantonnée au droit de la consommation, il n'est pas certain qu'elle puisse être appliquée en droit des marchés financiers, et si c'est le cas, son application sera restreinte. De plus, le régime prévu risque d'en limiter l'efficacité, ainsi qu'a pu le démontrer la comparaison avec le régime des recours collectifs provinciaux canadiens, et particulièrement québécois. Ces recours favorisent clairement un déclenchement facilité de l'action et lui permettent d'avoir un rayonnement très large par le choix de *l'opt-out* notamment. Dès lors, la France devrait prévoir expressément

[1] Ibid.
[2] M. Bacache, « Action de groupe et responsabilité civile », *RTD Civ*. 2014, p. 450

que le droit des marchés financiers entre dans le champ d'application de l'action de groupe et modifier certaines règles qui lui sont applicables afin de lui donner une pleine efficacité. Or, l'action collective, très fréquemment utilisée au Canada dans des litiges relatifs aux valeurs mobilières, a démontré son efficacité dans ce domaine.

1109. – Conclusion Chapitre 2 – Suivant l'exemple canadien, les avantages de prévoir un traitement collectif des préjudices financiers sont évidents : un meilleur accès à la justice, une meilleure réparation des préjudices de faibles montants et un effet dissuasif certain. Alors que le Canada connaît ce type d'action depuis très longtemps, la France a attendu 2014 pour finalement se doter d'une action de groupe. Cependant, le bilan est mitigé, de manière générale, et encore davantage dans le domaine financier. L'action de groupe française telle qu'elle est conçue ne répond pas à toutes les attentes du secteur, et son champ d'application est beaucoup trop restreint. Plusieurs modifications seraient à prévoir afin qu'elle soit pleinement efficace dans ce domaine, ainsi que le révèle la comparaison avec les recours collectifs canadiens. Ces changements sont nécessaires, car le traitement collectif des préjudices financiers apparaît aujourd'hui indispensable, pour assurer une réparation efficace, mais également la compétitivité des marchés français, de plus en plus d'États européens étant dotés d'une action collective. Partant, il convient de prévoir expressément que l'action collective est ouverte au droit des marchés financiers et de modifier certaines conditions afin de faciliter son application et de renforcer son efficacité.

1110. – Conclusion Titre 2 – La création du Tribunal des marchés financiers permettra de résoudre une difficulté persistante du contentieux financier français : la réparation des préjudices. Cela fait déjà longtemps qu'il est unanimement reconnu que la réparation des préjudices financiers est loin d'être satisfaisante. D'une part la création du TMF permettra une harmonisation du contentieux et une jurisprudence plus cohérente en empêchant la dispersion du contentieux et les risques de divergence de jurisprudence en résultant. D'autre part, la mise en place du TMF peut être l'occasion de réformer la responsabilité civile en droit des marchés financiers en dotant la nouvelle juridiction de pouvoirs innovants. D'abord, en adaptant les mécanismes de la responsabilité civile pour tenir compte des spécificités des marchés financiers. Sur ce point, l'exemple canadien démontre que l'instauration d'un régime spécifique de responsabilité pour les abus de marché et l'introduction des dommages et intérêts punitifs sont deux pistes de réflexion particulièrement intéressantes. En

outre, il convient de développer le traitement collectif des préjudices en lien avec les marchés financiers. Au Canada, l'action collective est pratiquée depuis très longtemps et, comme aux États-Unis, le droit des valeurs mobilières est l'un de ses terrains de prédilection. En effet, les préjudices financiers sont tout à fait adaptés à un traitement collectif, du fait qu'ils sont souvent de faible importance, mais pouvant toucher un nombre très important de personnes. Ainsi, la création du Tribunal des marchés financiers permettra d'améliorer la situation des grands oubliés de la régulation financière : les investisseurs lésés. Prendre en compte la question de la réparation des préjudices avec sérieux concourra assurément à l'amélioration du système de sanction.

1111. – Conclusion Partie 2 – Non seulement la France est contrainte de réformer le système de répression des violations à la législation financière conformément à la décision du 18 mars 2015 du Conseil constitutionnel, mais cette réforme est également nécessaire afin d'améliorer le système global de sanction. La solution retenue par le projet de loi consistant en un aiguillage des affaires entre la voie administrative et pénale s'avère insuffisante dans la poursuite de cet objectif plus large. Il est possible de s'inspirer du dispositif mis en place au Québec et au Nouveau-Brunswick consistant à séparer totalement l'organe de sanction de l'autorité de régulation, afin de prévenir tout risque de conflit d'intérêts et de partialité. Cependant, afin de parfaire l'évolution, la solution optimale consisterait en la création d'une juridiction *ad hoc*, spécialisée dans le contentieux financier. Cela permettra de s'assurer de la parfaite légitimité de l'entité grâce au statut des magistrats. De plus, la concentration de l'ensemble du contentieux entre les mains d'un seul organe assurera la cohérence et l'harmonisation du contentieux, notamment en matière d'abus de marché – en évitant tout cumul – et en matière de réparation des préjudices – en évitant la dispersion du contentieux. En outre, le fait d'ôter la fonction de sanction à l'autorité de marché lui permettra de pouvoir développer, à l'abri de toutes critiques, son rôle de gardien de l'ordre public boursier en renforçant ses pouvoirs en matière d'enquête, de poursuite et de règlement alternatif des litiges. La création du TMF ne constituera pas un obstacle à la coopération internationale et européenne qui continuera de se faire par le biais de l'AMF. Cependant, particulièrement dans le contexte européen, il serait intéressant de réfléchir au développement de la coopération, non seulement au stade de la surveillance et de l'enquête, mais également au stade du prononcé de la sanction, en s'inspirant des dispositifs de coopération existant entre les provinces canadiennes.

Ensuite, concernant les pouvoirs du TMF, la réforme de la répression des abus de marché prévoit un renforcement significatif des sanctions pénales qui permettront à la répression pénale de retrouver sa force et son caractère dissuasif. De même, les sanctions administratives sont déjà suffisamment sévères. En revanche, la création du TMF pourra être l'opportunité de renouveler les règles en matière de responsabilité civile afin d'améliorer la réparation des préjudices. Pour ce faire, la France pourrait prendre exemple sur le Canada qui accorde beaucoup d'importance à cette question, notamment en envisageant la création de régimes de responsabilité spécifiques aux abus de marché, en introduisant les dommages et intérêts punitifs et en instaurant une véritable action collective « boursière. »

CONCLUSION GÉNÉRALE

Résultats de la recherche

De l'étude comparée des systèmes de sanction en droit des marchés financiers en France et au Canada, il ressort que la place de l'autorité de régulation est prépondérante dans ce domaine. Ce constat est particulièrement vrai en France. Alors que le pouvoir judiciaire est en principe l'autorité en charge d'assurer l'application des lois, la France a, au fur et à mesure des réformes, transféré une grande partie de ses attributions à l'autorité de marché. Une telle évolution s'explique assurément par le développement phénoménal qu'a connu l'encadrement de certains domaines spécifiques par la régulation par des autorités spécialisées.
En revanche, les matières réservées au juge, la répression pénale et la réparation des préjudices, n'ont pas connu une telle évolution. Alors même que l'action de l'AMF a déjà maintes fois démontré son efficacité, la répartition actuelle du contentieux révèle ses limites. En effet, la répression pénale n'est plus en mesure de jouer son rôle, la réparation des préjudices est largement insuffisante. En outre, l'éclatement des procédures qui en résulte ne contribue pas à l'émergence d'une jurisprudence harmonisée et un système de sanction lisible pour les justiciables.

En optant pour la régulation par des autorités spécialisées, le Canada a connu une évolution similaire. Cependant, en matière de sanction, le contentieux est réparti de manière plus égale entre les autorités de marché et le pouvoir judiciaire. Contrairement à la France, la répression criminelle y est très présente et la réparation des préjudices des investisseurs est une question qui préoccupe tant les autorités de régulation que le juge. De plus, l'existence d'un encadrement décentralisé et provincial du secteur financier a amené les Commissions de valeurs mobilières à développer, très tôt, une coopération importante entre elles.

Face à la jurisprudence de la Cour EDH, la France a été contrainte de réformer la répression liée aux abus de marché en vue, principalement, de mettre fin au cumul de sanctions pénales et administratives. La solution de l'aiguillage qui a été retenue ne nous semble pas suffisamment ambitieuse sur le long terme. Pour assurer une efficacité satisfaisante et pérenne au système de sanction en droit des marchés financiers, des modifications d'ampleur peuvent être envisagées. Suivant cette

perspective, certains dispositifs de droit canadien se sont révélés particulièrement intéressants. Du dialogue des systèmes est ainsi née la proposition que nous formulons.

Propositions

Il est proposé la création d'une juridiction *ad hoc* spécialisée, à laquelle serait confié l'ensemble du contentieux relatif aux marchés financiers : le Tribunal des marchés financiers.

Composition

Les différentes chambres du TMF seraient composées de magistrats professionnels spécialisés qui auront, seuls, en charge la fonction de juger. En revanche, les professionnels ne seront pas totalement évincés. Certains seront présents au sein des formations de jugement, mais leur rôle sera exclusivement consultatif.

Compétence

La juridiction serait compétente pour qualifier les faits et sanctionner les manquements qui relèvent actuellement de la compétence de la Commission des sanctions (art. L.621-15-II, renvoyant au I de l'article L.621-14, ainsi que L.621-18-5- II et L.621-20-2 du CMF). Dans ce domaine, une modification des sanctions déjà existantes ne nous semble pas nécessaire.

Le TMF serait également compétent pour sanctionner les délits qui relèvent du juge pénal (art. L.465-1 à L.465-3-3 du même Code). En revanche, sa compétence ne devrait pas être étendue aux autres infractions de droit pénal général applicable aux sociétés cotées. Pour ce qui concerne les abus de marché, la loi du 21 juin 2016 a considérablement renforcé les sanctions pénales. Le TMF devrait détenir le même arsenal de sanctions.

Enfin, le TMF jugerait des actions en responsabilité civile. Il disposerait d'une compétence exclusive en matière d'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs, causés tant par les abus de marché que par les manquements aux obligations des professionnels dans le cadre de la commercialisation et de la gestion

de produits financiers. Dans ce domaine, le transfert des actions en réparation à une juridiction unique permettrait de mettre fin à l'éclatement du contentieux. Cependant, l'amélioration de la réparation des préjudices nécessiterait également d'adapter la responsabilité civile de droit commun aux spécificités du droit des marchés financiers.
Dans cette perspective, il est proposé qu'un régime de responsabilité civile statutaire soit créé en matière d'abus de marché afin de mieux tenir compte de leurs spécificités qui s'accordent parfois difficilement avec les règles de responsabilité de droit commun. Pour cela, il conviendrait de faciliter l'action des demandeurs par la mise en place de présomptions, et l'adoption d'une définition et d'une méthode d'évaluation objectives des préjudices. En outre, le domaine boursier est marqué par l'existence de préjudices de masse qui peuvent trouver leur origine dans des fautes lucratives. Pour tenir compte de ces spécificités, la nouvelle juridiction devrait, d'une part, pouvoir octroyer des dommages et intérêts punitifs. D'autre part, nous proposons d'adapter l'action de groupe au droit des marchés financiers.

Attributions de l'AMF

La création du TMF aurait nécessairement des conséquences, tant dans l'ordre interne que dans l'ordre international.

Dans l'ordre interne, le fait de retirer à l'AMF la fonction de sanction, permettrait de recentrer ses attributions et ses pouvoirs. L'AMF pourrait développer son rôle en matière de prévention des litiges (médiation, transaction). Mais surtout, cette réforme serait l'occasion de renforcer ses pouvoirs en matière de surveillance et de contrôle. Il pourrait notamment être envisagé d'accroître encore la coopération avec le Parquet national financier en renforçant les échanges avec les enquêteurs de l'AMF, en matière d'information, mais également sur le terrain par la création d'OPJ boursier.

Au cœur de l'instance judiciaire, l'AMF serait également présente. Étant désormais totalement étrangère au prononcé de la sanction, elle pourrait assumer pleinement le rôle de partie au litige devant le TMF. Dans les instances pénale, administrative mais aussi civile, elle pourrait développer son rôle de gardien de l'ordre public boursier, en devenant une véritable autorité de poursuite. Elle pourrait également apporter son expertise technique en tant que sachant.

La régulation financière étant largement globalisée, il convenait d'envisager quelles seraient les conséquences de la création du TMF sur la coopération internationale et surtout européenne. Les échanges se font principalement au niveau des autorités de marché. Le nouveau système proposé n'aurait pas vocation à modifier cette situation. Dans le domaine de la coopération européenne, le Canada se révèle riche de dispositifs intéressants qui permettraient d'améliorer et de renforcer le système de sanctions en adoptant des pratiques telles que les ordonnances et les audiences conjointes.

Institution organisée dès l'origine, le bon fonctionnement de la bourse hier, des marchés financiers aujourd'hui, ne peut se passer de sanction. Malgré le passage de l'autoréglementation à une réglementation par le haut et les réformes législatives successives, les fraudes financières perdurent. La réforme qui est proposée permettrait ainsi à la France de se doter d'un système de sanction cohérent, unifié et lisible, favorisant la prise en compte de l'internationalisation de la finance, plus à même de lutter contre ce phénomène.

* *
*

BIBLIOGRAPHIE

I. OUVRAGES GÉNÉRAUX, TRAITÉS ET MANUELS

AGUESSAU d'

- *Œuvres complètes du Chancelier d'Aguesseau*. Nouvelle édition, par M. Pardessus, Paris, Fantin et Cie, H. Nicolle, de Pelafol, 1819, t. XIII

AUCKENTHALER (F.)

- *Droit des marchés de capitaux*, LGDG, coll. Droit des affaires, 2004

BAUDOUIN (J.-L.) et DESLAURIES (P.)

- *La responsabilité civile*, 6e éd., Cowansville, 8e édition, Éditions Yvon Blais, 2014

BONNEAU (Th.)

- *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, coll. Droit de l'Union européenne, dir. F. Picod, 2ème édition, Bruylant, 2014

BONNEAU (Th.), DRUMMOND (F.)

- *Droit des marchés financiers*, coll. Corpus droit privé, Economica, 3ème éd., 2010

BRAUDEL (F.)

- *Civilisation matérielle, Économie et capitalisme – XVe – XVIIIe siècles*, Armand Collin, 1979

BRUN (H.) et TREMBLAY (G.) et BROUILLET (E.)

- *Droit constitutionnel*, Cowansville (Québec), Éditions Yvon Blais, 2008, 5e éd

BUCHÈRE (A.)

- *Traité théorique et pratique des opérations de la Bourse*, Paris, Chevalier-Marescq, 3e éd., 1892

CHANTEBOUT (B.)

- *Droit constitutionnel*, Sirey, 32e éd., 2015

CHAPUS (R.)

- *Droit administratif général*, Montchrestien, t. 1, 15e éd., 2001

CORNU (G.)

- *Vocabulaire juridique*, Association Henri Capitant, Quadrige Dicos Poche, 11e éd., 2016

COURET (A.), LE NABASQUE (H.)

- *Droit financier*, 2ème édition, Dalloz, 2012

DOMAT
- *Les Loix civiles dans leur ordre naturel*, Livre II, t. VIII

FAVOREU (L.), GAÏA (P.), GHEVONTIAN (R.), PFERSMANN (O.), ROUX (A.), SCOFFONI (G.) et MESTRE (J.-L.)
- *Droit constitutionnel*, Dalloz, Précis, 2015

FRISON-ROCHE (M.-A.)
- *Les 100 mots de la régulation*, PUF, 2011

GENTOT (G.)
- *Les Autorités administratives indépendantes*, Montchrestien, 2e éd. 1994

GROTIUS
- *Le droit de la guerre et de la paix*, nouvelle traduction par J. Barbeyrac, P. de Courp, Amsterdam, 1724, t. 2,

GUICHARD (S.)
- *Traité de droit processuel*, Droit commun du procès, éd. 2001

HOGG (P.)
- *Constitutional Law of Canada,* Thomson Carswell, 5th edtion, 2007

JEANDIDIER (W.)
- *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 6è éd., 2005

LAITHIER (Y.-M.)
- *Droit comparé*, Dalloz, coll. Cours, 2009

LEGRAND (P.)
- *Le droit comparé*, PUF, Que sais-je ?, 3ème édition, 2009

MAZEAUD (H.), MAZEAUD (L.), MAZEAUD (J.) et CHABAS (F.)
Leçons de droit civil, T. II, vol. 1, Montchrestien, 9e éd., 1998

MERLIN (P.-H.)
- *Répertoire universel et raisonné de jurisprudence*, tome VIII, 5e éd.,1827

POTHIER
- *Œuvres de Pothier*, Siffrein, Chanson et Videcoq, 1821-1824, t. I « Traité des obligations »

SCHWARTZ (B.)
- *Le droit administratif américain*, Librairie du recueil Sirey, 1952

SÉROUSSI (R.)
- *Introduction au droit comparé*, Dunod, 3ème édition, 2008

STARK (B.), ROLAND (H.) et BOYER (L.)
- *Obligations, t. 1. Responsabilité délictuelle*, 5e éd., 1996, Litec

THALLER
- Traité élémentaire de droit commercial, à l'exclusion du droit maritime, 5e éd. par J. Percerou, Paris, Librairie Arthur Rousseau, 1916

TROPLONG (R.-T.)
- *Le droit civil explique suivant l'ordre du code. Du contrat de société*, Bruxelles, société typographique belge, 1843

VAUPLANE de (H.) et BORNET (J.-P.)
- *Droit des marchés financiers*, Litec, 3e éd., 2001

VINEY (G.)
- *Traité de droit civil. Introduction à la responsabilité*, 3e éd., 2008, LGDJ

II. THÈSES, MONOGRAPHIES ET OUVRAGES SPÉCIAUX

ARSOUZE (Ch.)
- *Procédures boursières, Sanctions et contentieux des sanctions*, Joly Éditions, Lextenso Éditions, 2008

BARBAN (P.)
- *Les entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché*, préf. F. Drummond, avant-propos J.-J. Daigre, Institut universitaire Varenne, « *coll. des Thèses* », 2015

BERLIER de VAUPLANE (H.)
- *De l'influence des réformes du marché financier sur les négociations en bourse et sur ses intermédiaires*, Thèse, Dactyl., Paris II, 1999

BORÉ (L.)
- *La défense des intérêts collectifs par les associations devant les juridictions administratives et judiciaires*, préf. G. Viney, 1997, LGDJ

CARVAL (S.)
- *La responsabilité civile dans sa fonction de peine privée*, th., LGDJ, 1995

CHAPUT (Y.) dir.
- *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, coll. Droit et Économie, éd. Bruylant, 2011

CHAVAGNEUX (Ch.)
- *Une brève histoire des crises financières. Des tulipes aux subprimes*, éd. La Découverte, 2011

CONAC (P.-H.)
- *La régulation des marchés boursiers par la commission des opérations de bourse (COB) et la Securities and Exchange Commission (SEC),* préf. Y. Guyon, LGDJ ; coll. « Bibliothèque de droit privé »

DELOISON (G.)
- *Traité des valeurs mobilières françaises et étrangères et des opérations de bourse*, Paris, L. Larose et Forcel, 1890

FAURE (E.)
- *17 juillet 1720. La banqueroute de Law*, Gallimard, coll. *« NRF »*, 1977

FILATRE de LONGCHAMPS (E.)
- *Du jeu à Rome ; des Bourses de commerce et opérations de bourse en France*, Thèse, Paris, Impr. de Oberthur et Fils, 1874

HEURTEUX (C.)
- *L'information des actionnaires et des épargnants*, Thèse, Grenoble, 1961

HISSUNG-CONVERT (N.)
- *La spéculation boursière face au droit, 1799-1914*, préf. B. Gallinato-Contino, LGDJ, coll. *« Bibliothèque de droit privé »*, t. 511, 2009

LEJEUNE (CH.)
- *Traité des opérations de banque, de bourse et de change*, Paris, Garnier Frères, 1923

LEHMANN (P.-J.)
- *Histoire de la bourse de Paris*, PUF, 1997

LOYRETTE (S.)
- *Le contentieux des abus de marché – Procédure de sanction de l'AMF, Information financière, Opérations d'initiés, Manipulation de cours*, Joly éditions, 2007

MAITRE (G.)
- *La responsabilité civile à l'épreuve de l'analyse économique du droit*, préf. H. Muir Watt, 2005, LGDJ

MARTIN (D.), DEZEUZE (E.) et BOUAZIZ (F.)
- *Les abus de marché – manquements administratifs et infractions pénales*, Litec 2013

MÉADEL (J.)

- *Les marchés financiers et l'ordre public*, préf. M. Germain, LGDJ, coll. *« Bibliothèque de droit privé »*, t. 478, 2007

MOLLOT

- *Bourses de commerce, agents de change et courtiers*, Paris, chez Delaunay, 2e éd., 1831

MOREAU-NÉRET (O.)

- *Les bourses de valeurs dans le monde*, Dunod, 1975

PERROUD (Th.)

- *La fonction contentieuse des autorités de régulation en France et au Royaume-Uni*, coll. Nouvelle Bibliothèque de Thèses, vol. 127, Dalloz, 2013

RABUT (A.)

- *Le droit des bourses de valeur et des agents de change*, Litec, coll. *« Droit »*, 1983, no 5,

REYGROBELLET (A.) et HUET (N.) (DIR.)

- *Les sanctions des sociétés cotées, Quelles spécificités ? Quelle efficacité*, LexisNexis, coll. Le droit des affaires, 2012

SPITZ (N.)

- *La réparation des préjudices boursiers*, préf. A. Pietrancosta, RB édition, coll. *« Droit et fiscalité »*, 2010

STARCK (B.)

- *Essai d'une théorie générale de la responsabilité civile considérée en sa double fonction de garantie et de peine privée*, préf. M. Picard, éd. L. Rodstein, 1947

THOMASSET-PIERRE (S.)

- *L'autorité de régulation boursière face aux garanties processuelles fondamentales*, LGDJ, 2003

TRAULLÉ (J.)

- *L'éviction de l'article 1382 du Code civil en matière extracontractuelle*, préf. P. Jourdain, LGDJ, 2007

VAUPLANE de (H.)

- *Marchés financiers : régulation, réglementation et autoréglementation ?, Le Code de commerce 1807-2007*, coll. Livre du bicentenaire, Paris, Dalloz, 2007

WIENER (S.)

- *L'exception de jeu et les opérations de bourse*, Bruxelles (Bruylant-Christophe), Paris (A. Marescq Aîné), 1883,

II - Canada

BÉLIVEAU (P.), PRADEL (J.)

- *La justice pénale dans les droits canadien et français : Étude comparée d'un système accusatoire et d'un système inquisitoire*, Éditions Yvon Blais, 2007

BROUILLET (E.)

- *L'identité culturelle québécoise et le fédéralisme canadien*, Th. Université de Laval, 2003

LAFOND (P.-C.)

- *Le recours collectif. Le rôle du juge et sa conception de la justice. Impact et évolution*, Y. Blais, 4e éd., Québec, 2006

MACKAAY (E.) et ROUSSEAU (S.)

- *Analyse économique du droit*, Dalloz et éditions Thémis, 2e éd., 2008

ROUSSEAU (S.)

- *L'encadrement du secteur des valeurs mobilières par les provinces : coopération, harmonisation et innovation*, Édition Thémis, 2012

III - Divers

BALEN (M.)

- *A Very English Deceit : The Secret History of the South Sea Bubble and the First Great Financial Scandal*, Fourth Estate, 2012

GOLDAR (A.)

- *Tulipmania. Money, honor, and knowledge in the Dutch Golden Age*, Chicago University Press, Chicago, 2007

GOETZMANN (W.) et GEERT ROUWENHORST (K.)

- *The origins of value. The financial innovations that created modern capital markets*, Oxford University Press, 2005

NEAL (L.)

- The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason, Cambridge University Press, 1993

WYCKOFF (P.)

- *Wall Street and the stock markets : a chronology (1644-1971)*, Chilton Book co, 1972,

IV. ARTICLES, FASCICULES ET RÉPERTOIRES

I - France

ABIDH (R.)

- « Quel avenir pour le pouvoir de sanction du régulateur financier ? », *JCP E* n°39, 24 sept. 2015, 1453

AMRANI-MEKKI (S.)

- « Action de groupe : mode d'emploi », *Procédures* 2014. Étude 16
- « Décret sur l'action de groupe - La procédure... enfin !, *JCP* 2014. 1030

ANGEL (K.) et DEZEUZE (E.)

- « Le décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008 et l'avenir de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RD. bancaire et fin*. n° 1, janv. 2009, étude 1

APCHAIN (H.)

- « Retour sur la notion de bonne administration de la justice », *AJDA* 2012, p. 587

ARSOUZE (Ch.)

- « Réflexions sur les propositions du Rapport Coulon concernant le pouvoir de sanction de l'AMF », *Bull. Joly Bourse*, 1er juin 2008, n° 3, p. 246

ARSOUZE (CH.) et LEDOUX (P.)

- « L'indemnisation des victimes d'infractions boursières », *Bull. Joly Bourse* 2006, n° 4, p. 399

AUBERT de VINCELLES (C.) et SAUPHANOR-BROUILLAUD (N.)

- « Loi du 17 mars 2014 : nouvelles mesures protectrices du consommateur », *D.* 2014. 879

AUBY (J.-B.)

- « La façon de comprendre les AAI », *JCP G* 2010, p. 1260

AUBY (J.-M.)

- « Autorités administratives et autorités juridictionnelles », *AJDA* 1995, p. 91

AYNÈS (L.)

- « Motivation et justification », *RDC*, 2004-2, p. 555

AZAR-BAUD (M.-J.)

- « L'action de groupe au service des consommateurs », *LPA* 2014, n° 128, p. 29

- « L'entrée triomphale (?) de l'action de groupe en droit français », *D*. 2013. 1487
- « Ce que l'action de groupe va changer », *Revue de l'Union internationale de juristes*, juill. 2014
- « L'introduction d'une action de groupe en droit de la consommation », *Gaz. Pal.* 3 sept. 2013, p. 16-25
- « Réflexions autour de l'efficacité de l'action de groupe », Actes du colloque, *Effectivité et efficacité du droit de la consommation*, La Rochelle, 9-10 oct. 2014, in *Le droit de la consommation après la loi du 17 mars 2014*, Presses universitaires de Rennes, 2015, p. 105 s.

AZAR-BAUD (M.-J.) et CARVAL (S.)
- « L'action de groupe et la réparation des dommages de consommation : bilan d'étape et préconisations », *D*. 2015, p. 2136

BACACHE (M.)
- « Action de groupe et responsabilité civile », *RTD Civ*. 2014, p. 450

BACH (L.)
- « Lois et décrets », *Rép. de droit civil*, Dalloz, 2004

BARBIÉRI (J.-B.)
- « Cumul des sanctions administratives – sanctions pénales : quel avenir ? », *Bull. Joly Soc.*, janv. 2015, n° 1, p. 1

BEHAR-TOUCHAIS (M.)
- « L'amende civile est-elle un substitut satisfaisant à l'absence de dommages et intérêts punitifs ? », *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 36
- « Faut-il moraliser le droit français de la réparation des dommages ? », *LPA*, nov. 2002, numéro spécial

BELLEZZA (A.)
- « La réforme en demi-teinte du système de répression des abus de marché », RSC 2016, p. 316

BENTEMESSEK KAHIA (N.)
- « La bulle des Mers du Sud, ou le *too big to fail* avant l'heure » : *L'Économie politique*, 2010/4, n° 48, p. 23

BERTHIER (L.) et CAIRE (A.-B.)
- « La motivation des décisions de justice et la Convention européenne des droits de l'Homme, de l'intime conviction des jurys d'assises à la conviction des destinataires des décisions de justice. Réflexions autour de l'arrêt Taxquet c/ Belgique », 13 janv. 2009, req. n° 926/05, *RFDA* 2009, p. 677

BÉZARD (P.)

- « Le pouvoir de sanction financière directe de la Commission des opérations de Bourse », *Petites Affiches* 17 janvier 1990, p. 54
- Actes du colloque « Le juge et le marché », *LPA*, 1994, n°71 et 140

BLIC de (D.)

- « Cent ans de scandales financiers en France. Investissement et désinvestissement d'une forme politique » : in L. Boltanski, E. Claverie, N. Offenstadt et S. Van Damme, *Affaires, scandales et grandes causes. De Socrate à Pinochet*, Stock, coll. « *Les essais* », 2007

BOMPOINT (D.)

- « La réforme des pouvoirs de sanction administrative de l'Autorité des marchés financiers par la loi RBF du 22 octobre 2010 », *RD bancaire et fin*. 2011, dossier 12
- « L'influence des décisions de sanction de l'AMF sur la réparation civile du préjudice », *RD bancaire et fin*. n° 4, juillet 2012, dossier 34

BONHOMME (R.)

- « Responsabilité et gestion du risque financier », *Rev. droit. bancaire et fin*. 2010, Étude 31

BONNEAU (Th.)

- « Haro sur le cumul des poursuites administrative et pénale », *Bull. Joly Bourse*, mai 2015, n° 5, p. 204
- « Cumul des poursuites administrative et pénale : où est l'erreur ? », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 3, p. 90
- « Quel avenir pour la double répression pénale et administrative des abus de marché ? », *RD bancaire et fin*. n° 4, juil. 2014, repère 4

BORÉ (L.)

- « L'action en représentation conjointe : *class action* française ou action mort-née ? », *D*. 1995. p. 267
- « Le projet d'action de groupe : action mort-née ou premier pas ? », *Gaz. Pal*. 16 mai 2003, n° 136, p. 29

BORGHETTI (J.-B.)

- « Punitive damages in France » in *Punitive Damages : Common law and Civil Law Perspectives*, H. Koziol et V. Wilcox (dir.), Springer, 2009
- « Les sanctions en droit de la responsabilité civile – De la réparation sans sanction aux sanctions non réparatrices », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, sous la dir. Cécile Chainais, Dominique Fenouillet, vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012, p. 257

BOTTEGHI (D.)

- « Quelle efficacité des droits de la défense en cas de sanction administrative ? », *AJDA* 2012, p. 1054

BOURDEL (Ch.)

- « Première bougie pour l'action de groupe : un bilan en demi-teinte », *AJ Contrats d'affaires – Concurrence – Distribution* 2015, p. 488

BOURTHOUMIEUX (J.)

- « Dommages punitifs », *RGDA* 1996, p. 861

BRISSON (J.-F.)

- « Les pouvoirs de sanction des autorités de régulation et l'article 6§1 de la Convention européenne des droits de l'homme à propos d'une divergence entre le Conseil d'État et la Cour de cassation », *AJDA* 1999, p. 847

BRUNET (F.)

- « De la procédure au procès : le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes », *RFDA* 2013, p. 113

BUISSON (J.)

- « Du parquet financier », *Procédures* n° 3, mars 2014, comm. 80

CABALLERO (F.)

- «Plaidons par procureur! De l'archaïsme procédural à l'action de groupe», *RTD. Civ.* 1985, p. 247

CANIVET (G.)

- « Propos généraux sur les régulateurs et les juges », in M.-A. Frison-Roche dir., *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, Presses de Sciences Po et Dalloz, 2004, p. 193
- « La motivation brève en question », in *Le juge de cassation à l'aube du 21ème siècle*, Actes du premier Congrès de l'Association des Hautes Juridictions de cassation des pays ayant en partage l'usage du français, Marrakech, 17-19 mai 2004, p. 87

CARREAU (D.)

- « La régulation de la globalisation par les acteurs privés », publ. 31 janv. 2011, *Forces du droit*

CASSON (PH.)

- « Dommages et intérêts », *Rep. Dalloz Droit civil*, oct. 2015

CATELAN (N.)

- « Loi de régulation bancaire et financière, Décret portant modification de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *RSC* 2011, p. 429

CHACORNAC (J.)

- « Propositions de loi relative à la répression des infractions financières », *RD bancaire et fin.* n° 6, nov. 2015, comm. 214

CHONÉ-GRIMALDI (A.-S.) ET RASCHEL (L.)

- « L'action de groupe à la française : tout vient à point à qui sait attendre ! », *RCA* 2014. Étude 4

CLAUDEL (E.)

- « Action de groupe et autres dispositions concurrence de la loi consommation : un dispositif singulier », *RTD Com.* 2014, p. 339
- « La procédure d'action de groupe explicitée », *RTD Com*. 2015, p. 81

CLÉMENT-CUZIN (S.)

- « Le pouvoir de sanction du CSA », *AJDA*, n° spécial, 20 oct. 2001, p. 111

CLERC (C.)

- « La réparation du préjudice subi par un actionnaire du fait de la diffusion de fausses informations », *RTDF* n°1, 2007, p. 37

COMITÉ DIRECTEUR DES MINISTRES

- *La Réglementation des Valeurs Mobilières au Canada : un Régime de Réglementation Interprovincial*, document de travail, juin 2003, p. 2

CONAC (P.-H.)

- « AMF : Structure institutionnelle », *Dic. Joly Bourse,* étude EA050
- « AMF : pouvoirs », *Dic. Joly Bourse,* étude EA060
- « Club des juristes. Des principes communs pour les autorités administratives indépendantes dotées d'attributions répressives Commission Europe, mai 2012 », *Rev. Sociétés* 2012, p. 59
- « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers », *Rev. Sociétés* 2015, p. 607
- « Composition administrative auprès de l'AMF », *Rev. sociétés* 2011, p. 61
- « Décret n°2011-968 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers et la procédure de composition administrative ; Décret n°2011-977 du 16 août 2011 relatif aux pouvoirs de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés* 2011, p. 586
- « Réforme de la procédure et des pouvoirs de sanction de l'AMF », *Rev. sociétés* 2011, p. 59
- « Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Rev. sociétés* 2016, p. 469
- « Loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 7-8, p. 323

COHEN-BRANCHE (M.)

- « Et si on parlait de la double peine… en matière de forex », *Bull. Joly Bourse 2015*, n° 6, p. 245
- « Le médiateur de l'AMF pratiquerait-il déjà l'action de groupe ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 1

COPPENS (Ph.)

- « La sanction de la règle juridique : de la contrainte à l'incitation », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, dir. Y. Chaput, Bruylant, 2011, p. 36

COQUELET (M.-L.)

- « Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers », *LPA*, 14 nov. 2003, n° 228, p. 6
- « Recours contre les décisions de l'AMF : la nouvelle partition du dualisme juridictionnel », *Mélanges AEDBF IV*, Banque éditeur, 2004, n° 1

COTARDIÈRE de la (A.)

- « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

COUTANT-LAPALUS (Ch.)

- « La sanction civile », in *La sanction*, colloque du 27 nov. 2003, L'Harmattan, p. 211

CROZE (H.)

- « Réforme des procédures d'enquêtes et de sanction de la Commission des opérations de bourse », *Procédures* n° 11, Nov. 2000, comm. 212

CUTAJAR (CH.)

- « Vers une plus grande efficacité de la justice financière ? », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2014, n° 1, p. 8

DAIGRE (J.-J.)

- « COB – Procédure de sanction administrative – Réforme », *JCP E*, 2001, Chronique p. 29
- « La création de l'Autorité des marchés financiers », *Rev. sociétés,* 2004, p. 823
- « Le projet de loi sur la sécurité financière, » *JCP E*, 2003, n° 174
- « Recours contre les décisions de la future Autorité des marchés financiers : compétence administrative ou judiciaire ? », *RD bancaire et fin.*, 2003, p. 197
- « AMF et transaction », *RD bancaire et fin.*, nov-déc. 2004, p. 390
- « Faut-il scinder l'AMF ? », *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 7, p. 413
- « La commercialisation des produits financiers : survol introductif », *Bull. Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 155
- « Évolution de la notion de marché financier » : in *Liber Amicorum Jacques Malherben*, Bruylant, 2006, p. 233
- « La fin des « bourses » : *RD Bancaire et financier*, mars/avr. 2003, p. 83

DARIOSECQ (S.)

- « Le pouvoir de sanction de l'AMF : évolutions importantes », *Bull. Joly Bourse*, 1er févr. 2011, n° 2, p. 115

DÉCIMA (O.)
- « Le fantôme de ne bis in idem », *D*. 2015, p. 874

DECOOPMAN (N.)
- « Autorité des marchés financiers. Statut », *JCl. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1510, 2009
- « Autorité des marchés financiers. Pouvoir de sanction », *JCI. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1511, 2007
- « Le pouvoir de sanction administrative de la COB », *RD bancaire et fin*., 1990, n° 17, p. 16

DELION (A.)
- « La construction progressive d'une sanction administrative », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, dir. Y. Chaput, Bruylant, 2011

DELPECH (X.)
- « L'action de groupe à la française désormais en vigueur ! », *AJ Contrats d'affaires, Concurrence – Distribution* 2014, p. 254
- « Articulation des poursuites pénales et administratives en matière d'abus de marché », *Dalloz Actualité*, 9 sept. 2016

DESPLAT (S.) et GIZARD (B.)
- « Le trading à haute fréquence et l'intégrité du marché » : *RD bancaire et fin.* 2013, dossier n° 20

DINTILHAC (J.-P.)
- « La pénalisation de l'activité économique et financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 5

DEUMIER (P.) et GOUT (O.)
- « La constitutionnalisation de la responsabilité civile », *Cahiers du Conseil constitutionnel* n° 31, dossier Le droit des biens et des obligations, mars 2011

DOUCHY-OUDOT (M.) et JOLY-HURARD (J.)
- *Rép. Procédure civile Dalloz*, « Médiation et conciliation »

DOUVRELEUR (O.)
- « Le pouvoir de sanction de l'Autorité européenne des marchés financiers », *Mélanges AEDBF VI*, RB Édition, 2013, p 199-212
- « La sanction en droit boursier », in *La sanction : la lecture des économistes et des juristes*, dir. Y. Chaput, Bruylant, 2011, p. 108

DRUMMOND (F.)
- « Le fabuleux destin de la règle non bis in idem », *Bull. Joly Bourse*, déc. 2014, n° 12, p. 605

- « Les sanctions en droit des marchés financiers – La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, Cécile Chainais, Dominique Fenouillet (dir.), vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012

DUCOULOUX-FAVARD (Cl.) et RONTCHEVSKY (N.)

- « La procédure de sanction administrative des infractions boursières après le décret n° 97-774 du 31 juillet 1997 », *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, mars-avril 1998, p. 107

DUFOUR (O.)

- « La loi de régulation bancaire et financière conforte le pouvoir de sanction de l'AMF », *LPA*, 28 octobre 2010, n° 215, p. 3
- La procédure de sanction de l'AMF achève sa révolution, *LPA*, 28 décembre 2010, p. 4
- « L'AMF veut améliorer l'indemnisation des investisseurs et des épargnants », *LPA*, 4 mars 2011, n° 45, p. 3
- « Le nouveau procureur de la République financier dévoile ses ambitions », *LPA*, mars 2014, n° 53, p. 4
- « L'affaire *Grande Stevens* sonne la fin de la double répression des abus de marché », *LPA* avril 2014, n° 86, p. 4
- « Non bis in idem : le Conseil constitutionnel campe sur ses positions ! », *LPA* 2014, n° 217, p. 3
- « L'affaire *EADS* défie la double répression des abus de marché », *LPA*, oct. 2014, n° 196, p. 3
- « Nouveau rebondissement dans le dossier *non bis in idem* », *LPA* oct. 2014, n° 206, p. 4
- « *Non bis in idem* : une deuxième QPC transmise dans un dossier de délit d'initié », *LPA* nov. 2014, n° 237, p. 4
- « C'est la fin des doubles poursuites… au terme de 26 ans de combat », *LPA*, mars. 2015, n° 59, p. 4
- « Rapport annuel de l'AMF – Le pouvoir de sanction de l'AMF de nouveau en question », *LPA* 2014, n° 119, p. 4

ECKERT (G.)

- « Vers l'interdiction du cumul des poursuites administratives et pénales », *Rev. Juridique de l'économie publique*, n° 724, nov. 2014, comm. 48
- « Pour un régime commun des sanctions prononcées par les autorités de concurrence et de régulation sectorielle », *JCP G* 2012, p. 813

EPRON (Q.)

- « Le statut des autorités de régulation et la séparation des pouvoirs », *RFDA* 2011, p. 1007

FASQUELLE (D.)

- « L'existence de fautes lucratives en droit français », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 27

FELDMAN (J.-PH.)

- « Les autorités administratives indépendantes sont-elles légitimes? Sur les AAI en général et le Conseil supérieur de l'audiovisuel en particulier », *D.* 2010, p. 2852

FRISON-ROCHE (M.-A)

- « Les autorités de régulation confrontées à la Convention européenne des droits de l'homme », *Petites Affiches* 10 févr. 1999, p. 17
- « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001
- « L'impartialité du juge », *D*. 1999, Chron. p. 53, n° 9
- « QPC, autorités de concurrence, autorités de régulation économique et financière : perspectives institutionnelles », *in* M. Roussille (dir.), *QPC et droit des affaires : premiers regards*, n° spéc. des *Petites Affiches*, n° 194, 29 sept. 2011, pp.25-35
- « La constitution d'un droit répressif ad hoc entre système juridique et système économique et financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 18
- « Autorités administratives incomprises (AAI) », *JCP G* 2012, p. 813
- « Étude dressant un bilan des AAI », annexe au Rapport du sénateur P. Gélard, Rapport sur les AAI, juin 2006, t. II, p. 93

FROMENT (J.-Ch.)

- « L'autorité et la sanction », *Informations sociales, Sanctions*, n° 127, Octobre 2005, p. 67

FULGERAS (A.-J.)

- « L'émergence des organisations criminelles dans la vie économique financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 7

GALLAND (M.)

- « La régulation du trading à haute fréquence », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 3 p. 129, n° 50
- « Marchés financiers (Fonctionnement) », *Rép. Dalloz Droit des sociétés*, janv. 2015

GAVALDA (CH.)

- « Commentaire de la loi du 2 août 1989, concernant l'amélioration de la transparence et de la sécurité du marché financier », *Rev. Soc*. 1990, p. 1

GERMAIN (M.)

- « La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat », *Banque et Droit* mars-avr. 2000, p. 14

GJIDARA (S.)

- « La motivation des décisions de justice, impératifs anciens et exigences nouvelles », *LPA*, 26 mai 2004 n° 105, p. 3

GOUTAY (Ph.)

- « Ne bis in idem : quelle réforme ? », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 07-08, p. 327

GOUTTES de (R.)

- « L'impartialité du juge. Connaître, traiter et juger : quelle compatibilité », *RSC* 2003, p. 63

GRAMMOND (S.)

- « Un nouveau départ pour les dommages-intérêts punitifs », *Rev. générale de droit*, vol. 42, n° 1, 2012, p. 105-124

GRISEL (G.)

- « La sanction administrative », in *La sanction*, colloque du 27 nov. 2003, L'Harmattan, p. 194

GUYOMAR (M.)

- « La procédure disciplinaire de la Commission bancaire remise en cause », *Banque & Droit*, n° 127, sept.-oct. 2009, p. 9

HASCHKE-DOURNAUX (M.)

- « Les sanctions dans la loi de sécurité financière », *LPA*, 14 novembre 2003, n° 228, p. 110

HÉROUVILLE d' (J.-G.)

- « La notion d'investisseur averti », *Banque et Droit* janv.-févr. 1998, p. 20 ;

JALUZOT (B.)

- « Méthodologie du droit comparé, Bilan et prospective », *R.I.D.C.*, janv. 2005, p. 39-42

JAUFFRET-SPINOSI (C.)

- « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

JAUFFRET-SPINOSI (C.)

- « Les dommages et intérêts punitifs dans les systèmes de droit étrangers », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 8

JOURDAIN (P.)

- « Les nouveaux usages de la perte de chance », *RTD Civ.*, 2010, p. 330
- « Rapport introductif », *LPA*, 20 nov. 2002, n° 232, p. 3

JOUYET (J.-P.)

- « La place de la sanction dans la régulation des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse*, décembre 2009, n° spécial, p. 419

KLING (D.) et HUET (N.)

- « Juridiction ad hoc. – Pourquoi ne pas traiter tout le contentieux boursier devant une seule juridiction ? », *JCP G* n°16, 21 avr. 2014, doctr. 493

KOVAR (J.-Ph.)

- « La composition administrative devant l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, p. 18

KOVAR (J.-Ph.) et LASSERRE-CAPDEVILLE (J.)

- « La responsabilité des autorités de régulation bancaire et financière : l'AMF et l'ACPR, *RLDA*, oct. 2010. 50
- « L'indépendance des autorités de régulation financière », *RD bancaire et fin*. 2012, Étude 10

LACABARATS (A.)

- « Le rôle du juge », *LPA*, 31 juillet 2003, n° 152, p. 44

LASSERRE (V.) et LE MORE (P.)

- « Premières observations sur la mise en oeuvre de l'action de groupe en matière de consommation », *CCC* 2014. Étude 11

LASSERRE-CAPDEVILLE (J.)

- « Modifications de la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers », *LPA*, 16 décembre 2010, n° 250, p. 15, n° 13
- « Présentation du décret du 16 août 2011 relatif aux pouvoirs de sanction de l'AMF et à la procédure de composition administrative, *Bull. Joly Bourse* 2011, n° 11, p. 578
- « Présentation succincte de la réforme du droit pénal financier », *AJ Pénal* 2016, p. 424

LEBARS (B.)

- « Associations d'actionnaires et d'investisseurs : un droit rénové d'ester en justice ? », *LPA*, 14 nov. 2003, n° 228, p. 102

LEDOUBLE (D.)

- « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

LE FUR (A.-V)

- « Faut-il faire de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers un tribunal des marchés financiers ? », *Mélanges AEDBF VI*, RB Édition, 2013, p. 335-348
- « Pour un tribunal des marchés financiers », *RLDA* 2015, p. 101

LOUVARIS (A.) et SAURON (J.-L.)

- « Le principe non bis in idem en droit des affaires : une crise, des solutions », *JCP E* n° 36, 3 sept. 2015, 1395

LUCAS de LEYSSAC (C.)

- « Les victimes », in *Autorités de régulation et vie des affaires*, Dalloz 2006, p. 135

MAGNIER (V.)

- « Les class actions d'investisseurs en produits financiers », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 33

MAINGUY (D.) et DEPINCÉ (M.)

- « L'introduction de l'action de groupe en droit français », *JCP E* 2014. 1144
- « Pour l'action de groupe en droit français », *JCP E* n° 20, 16 mai 2013, act. 355

MALAURIE (Ph.)

- « Les sanctions en droit privé », *Defrénois*, 28 févr. 2006

MANN (M.), LEDER (P.-A.) et KIMEL (M.)

- « Coopération transfrontalière : la clé du combat contre la fraude internationale sur les valeurs mobilières », *Revue d'économie financière*, 1995, vol. 33, n° 2, p. 107-122

MARÉCHAL (A.)

- « Les pistes explorées par l'AMF », in Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?, *RLDA* 2015, p. 101

MARIN (J.-Cl.)

- « Méthodologie de l'approche et du traitement de la délinquance économique et financière, Politique pénale et délinquance économique et financière », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 46

MARKESINIS (B.)

- « Unité ou divergence : à la recherche des ressemblances dans le droit européen contemporain » : *R.I.D.C*, 2001, vol. 53, p. 807

MARTIN (D.)

- « Réparation (intégrale) des préjudices boursiers : sortons du brouillard », *Mélanges AEDBF VI,* 2013, p. 399
- « De la causalité dans la responsabilité civile du prêteur », *Banque et Droit* novembre-décembre 1999, p. 3, spéc. II, B, p. 7, col. 2
- « Ne bis in idem : une réforme a minima pour une efficacité préservée », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 9, p. 359

MARTIN (D.), DEZEUZE (E.) et BOUAZIZ (F.)

- « Manipulation de cours : la preuve à l'épreuve du trading haute fréquence », in *Les abus de marché – manquements administratifs et infractions pénales*, Litec 2013

MASCALA (C.)

- « Préface, Variations sur la sanction », in *À propos de la sanction*, LGDJ, Presses de l'Université des sciences sociales de Toulouse, n° 6, 2007

MAURO (C.)

- « Ne bis in idem : un tremblement de terre ? », *AJ Pénal* 2015, p. 172

MÉADEL (J.)

- « L'introduction de l'action de groupe en droit français : vraie réforme ou faux-semblants », *Mél. AEDBF VI*, Litec 2013, p. 456-458

MEKKI (M.)

- « Considérations sociologiques sur le droit des sanctions », *Les sanctions en droit contemporain, La sanction, entre technique et politique*, sous la dir. Cécile Chainais, Dominique Fenouillet, vol 1, Dalloz, coll. L'esprit du droit, 2012, n° 48, p. 62

MÉSA (R.)

- « Autorité de la chose jugée, cumul de qualifications et de sanctions punitives : retour sur la règle non bis in idem »

MODERNE (F.)

- « Sanctions administratives et protection des libertés individuelles au regard de la Convention européenne des droits de l'homme », *Petites Affiches* 17 janvier 1990, p. 15

MOSCOVICI (P.)

- Exposé des motifs du projet de loi relatif à la consommation, 2 mai 2013, n° 1015

MURPHY (A. E.)

- « John Law et la bulle de la Compagnie du Mississippi » : *L'Économie politique*, 2010/4, nº 48, p. 7

NOCQUET (Cl.)

- « Méthodologie de l'approche et du traitement de la délinquance économique et financière, L'instruction du pôle financier », in *La justice pénale face à la délinquance économique et financière*, dir. M.-A. Frison-Roche, J.-Cl. Marin et Cl. Nocquet, Dalloz 2001, p. 53

ORTSCHEIDT (J.)

- « Les dommages et intérêts punitifs en droit de l'arbitrage international », *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 17

OSEREDSZUCK (M.-A.)

- « Le trading haute fréquence vu de l'AMF », 11e Journée des RCCI et RCSI, 15 mars 2011

PARIZOT (R.)

- « Le principe ne bis in idem dans la jurisprudence de la Cour européenne des droit de l'homme », *AJ Pénal* 2015, p. 173

PELTIER (F.)

- « Le risque hégémonique de la protection de l'épargnant dans la fusion COB-CMF », *RD bancaire et fin.*, mai-juin 2003, p. 184
- « Ne pas transiger sur la transaction », *D.*, 2005, p. 958

PÉNICHON (C.)

- « Obligations et responsabilité des prestataires de services d'investissement », *RJ com*. nov. 2003, p. 48

PÉRIER (F.)

- « L'Organisation International des Commission de Valeurs (OICV) et le rôle des régulateurs boursier dans l'internationalisation des marchés », *Revue d'économie financière*, 1995, vol. 33, n° 2, p. 123-133

PIEDELIÈVRE (S.)

- « Les dommages et intérêts punitifs : une solution d'avenir ?, La responsabilité civile à l'aube du XXIe siècle », *RCA* juin 2001, chron. 68

PIETRANCOSTA (A.)

- « Délits boursiers : la réparation du préjudice subi par l'investisseur », *RTDF* 2007, n° 3, p. 21

PIWNICA (E.)

- « La dévolution d'un pouvoir de sanction aux autorités administratives indépendantes », *RFDA* 2010, p. 915

POCHARD (M.)
- « Autorités administratives indépendantes et pouvoir de sanction », *AJDA*, n° spécial, 20 oct. 2001, p. 106

PRADA (M.)
- « 20 ans de marchés financiers : la fin d'un cycle ? », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 12, p. 637

PRAIRAT (E.)
- « Ce que sanctionner veut dire », *Les Cahiers dynamiques*, 2009/3, n° 45, p. 96

QUENTIN (B.) et PONS-HENRY (J.-PH.)
- « Délits d'initiés. La crise de la quarantaine », *JCP G* 2011, p. 67

RAMEIX (G.)
- « L'expérience française du contrôle du régulateur », in *Les régulations économiques : légitimité et efficacité*, sous la direction de M.-A. Frison-Roche, Presses de Science Po et Dalloz, 2004

RAVEL d'ESCLAPON (P.-F.. de)
- « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley : l'arrêt SEC c/ Jensen du 31 août 2016, *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 10, p. 444
- « Le dégorgement de la loi Sarbanes-Oxley », *Bull. Joly Bourse* 2012, n° 2, p. 89

RAVEL d'ESCLAPON (Th. de)
- « Le Haut Conseil de stabilité financière : un nouvel acteur de la surveillance macroprudentielle », *LPA*, 27 sept. 2013, n° 194

RELMY (J.-P.)
- « Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle ? », *RTD com*. 2010, p. 29

REBEYROL (V.)
- « La nouvelle action de groupe », *D*. 2014, p. 940

REYGROBELLET (A.)
- « Commercialisation des produits financiers – La réparation et les sanctions », *Bull Joly Bourse* 2014, n° 3, p. 184

RIASSETTO (I.)
- « L'exonération de responsabilité des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 323

ROBERT (J.-H.)
- « Plus de cumuls entre les poursuites pour manquement et pour délit d'initié », *JCP G* mars 2015, n° 13, 369

ROBERT (M.-C.)

- « La réparation civile des infractions boursières », in *La criminalité d'argent : quelle répression ?* (Actes du Colloque tenu par la première chambre de la cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003), éd. Montchrestien, Coll. Grands colloques, déc. 2004

RONTCHEVSKY (N.)
- « Les sanctions administratives : régime et recours », *Bull. Joly Bourse* 2004, n° 1, p. 10
- « La réparation limitée du préjudice des investisseurs victimes d'une fausse information en droit français », *JSS*, juillet 2011, n° 89, p. 19
- « Réparation du préjudice subi par l'investisseur victime d'informations financières trompeuses : perte de chance ou évaluation rigoureuse ? », *RTD com*. 2014, p. 829

ROSENFELD (E.) et VEIL (J.)
- « Sanctions administratives, sanctions pénales », *Pouvoirs* n° 128, La pénalisation, janv. 2009, p. 65

SAINT-GEOURS (J.)
- « La coopération financière internationale : des exigences de l'harmonisation à une éthique de l'altérité », *Revue d'économie financière*, 1995, vol. 33, n°2, p. 29-33

SALOMON (R.)
- « Commentaire de la loi n° 2013-1117 du 6 décembre 2013 relative à la lutte contre la fraude fiscale et la grande délinquance économique et financière, *Dr. sociétés* n° 2, févr. 2014, comm. 37

SARGOS (P.)
- « Le devoir d'impartialité, fondement de la légitimité et de la crédibilité du juge dans un État démocratique », *Gaz. Pal*. 24 et 26 mai 1992, p. 10

SCHILLER (S.)
- « Nature des fautes susceptibles d'engager la responsabilité des dirigeants à l'égard des actionnaires et méthode d'évaluation du préjudice subi », *JCP E* 2010, n° 20, 1483
- « L'indemnisation du préjudice de l'actionnaire en cas de diffusion d'une information erronée », *Dr. sociétés* n° 8-9, août 2009, étude 12
- « L'actionnaire plus facilement indemnisé en cas de diffusion d'une information erronée », *LPA*, 10 sept. 2010, n° 181, p. 4

SCHMIDT (D.)
- « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

- « La Cour de cassation facilite l'indemnisation de l'actionnaire trompé par de fausses informations », *Bull. Joly sociétés* 2010, p. 537
- « Quel tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursiers », in Faut-il un tribunal unique pour traiter l'ensemble du contentieux boursier ?, *RLDA* 2015, p. 101

SCHMIDT (D.) et DELESPAUL (M.)

- « AMF : voies d'action judiciaires de l'AMF », *Dic. Joly Bourse*, étude EA080

SCHMIDT (D.) et LE FUR (A.-V.)

- « Pour un tribunal des marchés financiers », *Bull. Joly Bourse* 2015, n° 1, p. 24

« Sanctions des abus de marché : « l'aiguillage », source de déraillements », *D*. 2015, p. 1450

- « Il faut un tribunal des marchés financiers », *D*. 2014, p. 551
- « La réforme du contentieux financier imposée par le Conseil constitutionnel », *D*. 2015, p. 894

SIMON (F.-L.)

- « AMF : recours contre les décisions de l'AMF », *Dic. Joly Bourse*, étude EA070

SPITZ (N.)

- « Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants », in coll. *Les recours collectifs. Quels enjeux stratégiques et économiques ?*, Centre européen de droit et d'économie de l'ESSEC, 28 avr. 2011, in *RLC* 2011, n° 28

STERU (E.)

- « Réforme en vue pour la répression des infractions d'initié : une application isolée de la règle ne bis in idem ? », *JCP E* n°14, avril 2015, act. 267

STORCK (M.)

- « L'encadrement du négoce à haute fréquence », *LPA* 27 sept. 2013, p. 29
- « Responsabilité du banquier et FCP » : *RD bancaire et fin*. mai 2012, comm. 105
- « Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement », *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 312

STORCK (M.) et RONTCHEVSKY (N.)

- « Une tentative de réponse française à la crise financière : commentaire de la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 », *RTD com*. 2011, p. 138

SUDRE (F.)

- « Principe non bis in idem et Convention EDH : la décision en trompe l'œil du Conseil Constitutionnel », *JCP G*, n°13, mars 2015, 368

TEITGEN-COLLY (C.)

- « Sanctions administratives et autorités administratives indépendantes », *LPA*, 17 janv. 1990, p. 40

TERRÉ (F.)

- « À la pénombre de l'Autorité des marchés financiers », *JCP G*, n° 27, juil. 2013, 755

THIVEAUD (J.-M.)

- « Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés étatiques à la création de la bourse de Paris, en 1724 » : *Rev. économie financière*, 1998, vol. 48, n° 4, p. 21
- « Crises et scandales financiers en France sous la Troisième République » : *Rev. d'économie financière*, 1997, vol. 41, n° 3, p. 25

THOMASSET-PIERRE (S.)

- « L'Autorité des marchés financiers : une autorité publique ambivalente », *Mél. AEDBF IV*, Banque éditeur, 2004, p. 427
- « Création de l'Autorité des marchés financiers », *D*. 2003, p. 2951

TOURNEAU (Ph.)

- « Responsabilité (en général) », *Rep. Dalloz Droit civil*, juin 2015

TUOT (T.)

- « Quel avenir pour le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes ? Les organismes de régulation économique », *AJDA*, n° spécial, 20 oct. 2001, p. 135

VABRES (R.) et THIL (A.)

- « Autorité des marchés financiers. – Attributions. Moyens d'action. Contrôle juridictionnel », *JCl. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1512, mai 2015
- « Autorité des marchés financiers. – Pouvoir de sanction », *JCl. Banque Crédit Bourse*, Fasc. 1511, mai 2014
- « Autorité européenne des marchés financiers. Statut, organisation et pouvoirs », *J. Cl. Banque – Crédit Bourse*, Fasc. 1514, oct. 2011, n° 48

VALLENS (J.-L.)

- « Constitutionnalité des tribunaux de commerce », *RTD com*. 2012, p. 621

VATIER (B.)

- « Abus de marché : quelles réparations ? », dossier « Quelles stratégies face aux abus de marché ? Réparer, transiger, sanctionner », *Dr. et patrimoine* 2014, p. 241

VAUPLANE de (H.)

- « Class action : un actionnaire peut-il poursuivre sa société devant une juridiction étrangère ? », *Revue Banque*, mars 2010, n° 722, p. 81
- « La spéculation boursière dans le droit et la littérature française du XIXème siècle », *LPA*, 23 nov. 2006, n° 234, p. 5

VAUPLANE de (H.) et DENOUN (C.)

- « Les justifications de la lutte pénale contre les opérations d'initiés », *LPA*, 28 mars 1994, n° 37, p. 4

VINEY (G.)

- « Rapport de synthèse », coll. *Faut-il moraliser le droit français de la réparation du dommage ?*, *LPA* 20 nov. 2002, n° 232, p. 6
- « Pour ou contre un « principe général » de la responsabilité civile pour faute », *Mélanges P. Catala*, Litec, 2001

II - Canada

AUSTIN (J.)

- « The Power and Influence of IOSCO in Formulating and Enforcing Securities Regulations », *Asper Review of International Business and Trade Law*, 2015, 15 Asper Rev. Int'l Bus. & Trade L. 1, p. 2-24
- « Protecting Market Integrity in an Era of Fragmentation and Cross-Border Trading », *Ottawa Law Review* (46 Ottawa L. Rev. 25), 2014-2015, p. 27-61

ALTHÉRITIÈRE (D.)

- « De la prépondérance fédérale en droit constitutionnel canadien », *Les Cahiers de droit*, vol. 12, n° 4, 1971, p. 545-611

BARKER (W.) et POMERANETS (A.)

- « La croissance de la négociation à haute fréquence : implication pour la stabilité financière », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin 2011, p. 53

BAUDOUIN (J.-L.)

- « Les dommages et intérêts punitifs : un exemple réussi d'emprunt à la common law », *Mél. Malinvaud*, 2006, Litec

BEAULAC (S.)

- « Les dommages-intérêts punitifs depuis l'affaire *Whiten* et les leçons à en tirer pour le droit civil québécois », (2002) 36 *R.J.T.*, p. 637-687

BENYEKHLEF (K.)

- « L'indépendance institutionnelle du pouvoir judicaire : légitimité et participation au débat public », *University of New Brunswick Law Journal*, 45 U.N.B L.J. 37, 1996, p. 39

BOISVERT (A.-M.), DUMONT (H.) et STYLIOS (A.)

- « En marge de l'affaire Lacroix-Norbourg : les enjeux substantifs et punitifs suscités par le double aspect, réglementaire et criminel, de certains comportements frauduleux dans le domaine des valeurs mobilières », *Les Cahiers du droit*, vol. 50, n° 3-4, sept-déc. 2009, p. 481

BRUN (H.), BROUILLET (E.)

- « Une loi fédérale sur le commerce des valeurs mobilières : l'enjeu constitutionnel », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2 (Été 2010)

CHARLEBOIS (G.)

- « La latitude constitutionnelle des provinces en matière de lutte contre la corruption et la collusion », *Revue Juridique étudiante de l'Université de Montréal*, 2015, vol. 1. 2.

CLÉMENT (J.-F.)

- « La Rédaction, la Motivation et le Dispositif d'une Décision », *Canadian Journal of Administrative Law and Pratice*, 27 Can. J. Admin. L. & Prac. 319, oct. 2014, p. 319

COMMISSION DE RÉFORME DU DROIT DU CANADA

- *Les organismes administratifs autonomes*, 1980

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DU NOUVEAU-BRUNSWICK

- « Le règlement avec optionsXpress inc. est entériné », Communiqué de presse, 8 sept. 2005. En ligne : http://www.gnb.ca/cnb/newsf/sc/2005f1145sc.htm

MINISTRE DES FINANCES QUÉBÉCOIS

- « Mesures pour lutter contre les fraudes financières, la malversation et la corruption », Communiqué du 13 sept. 2009, En ligne : http://www.finances.gouv.qc.ca/documents/Communiques/fr/COMFR_20090913.pdf

CONDON (M.)

- « L'utilisation des ordonnances d'exécution d'intérêt public par les organismes de réglementation des valeurs mobilières au Canada », Monographie préparée à l'intention du Comité de personnes averties, 24 oct. 2003, en ligne : http://www.wise-averties.ca/reports/html/9F_enforcement/9F_enforcement_complete.html

CRÊTE (R.)

- « Parties III : les manifestations du particularisme juridique des rapports de confiance dans les services de conseils financiers et de gestion de portefeuille », *Revue générale de droit*, vol. 39, n° 2, 2009, p. 581-653

CRÊTE (R.) et McSWEENEY (P.)

- « Les vérificateurs après la tempête financière : un regard particulier sur un nouveau régime de responsabilité civile destiné aux investisseurs du marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue générale de droit*, vol. 35, n° 2, 2005, 207-284

DUROCHER (A.) et MARSEILLE (CL.)

- « Autorisation d'exercer un recours collectif », fasc. 30, *JurisClasseur Québec*, Procédure civile II, Montréal, LexisNexis Canada, avril 2012

FOREMAN (J.)

- « Summary of Class Action Trial Activity Across Canada » En ligne : http://harrisonpensa.com/wp-content/uploads/2012/07/Summary-of-Common-Issues-Trial-Activity-Across-Canada-Jul-11-12-FINAL-Read-Only.pdf

GARRIOTT (C.), POMERANETS (A.), SLIVE (J.) et THORN (Th.)

- « La fragmentation des marchés boursiers canadiens », *Revue de la Banque du Canada*, automne 2013, p. 23

GRAMMOND (S.)

- « Un nouveau départ pour les dommages-intérêts punitifs », *Rev. générale de droit*, vol. 42, n° 1, 2012, p. 115

GRAY (T.) et KITCHING (A.)

- « Réforme de la réglementation des valeurs mobilières au Canada », Bibliothèque du Parlement, Service d'information et de recherche parlementaire, 19 sept. 2005 : http://www.parl.gc.ca/Content/LOP/ResearchPublications/prb0528-f.html

HÉON (C.)

- « Du recours collectif à l'arbitrage collectif : l'impact sur les assurances spécialisées », in *La justice en marche : du recours collectif à l'arbitrage collectif, en passant par la médiation*, Les journées Maximilien-Caron 2006, dir. N. Antaki et E. Darankoum, Éditions Thémis, 2005, p. 13

ISSALYS (P.)

- « La régulation par un organisme administratif autonome comme modèle de contrôle et de participation », *Les Cahiers du droit*, vol. 24, n°4, 1983, p. 849-851

KAUL (P.)

- « Admit or Deny: A Call for Reform of the SEC's « Neither-Admit-Nor-Deny » Policy », *University of Michigan Journal of Law Reform*, vol. 48, Issue 2, 2015, p. 536

KLEEFELD (J.-C.)

- « Class Actions as Alternative Dispute Resolution », *Osgoode Hall Law Journal*, 39 Osgoode Hall L.J. 817, p. 817

LAFOND (P.-C.)

- « Le recours collectif et le juge québécois : de l'inquiétude à la sérénité », *LPA* 10 juin 2005, n° 115, p. 11
- « Le recours collectif : entre la commodité procédurale et la justice sociale », *Revue de droit de l'Université de Sherbrooke*, (1998-99) 29 R.D.U.S.

LA PORTA (R.), LOPEZ de SILANES (F.) et SCHLEIFER (A.)

- « What works in securities law ? », *The Journal of Finance*, vol. LXI, n° 1, févr. 2006, p. 27

MICHEL (P.)

- « Droit pénal et sanctions administratives pécuniaires : quelques considérations pour prévenir la confusion des genres et faciliter la cohabitation », *XXe conférence des juristes de l'État*, Éditions Yvon Blais, 2013

NACCARATO (M.) et LETOURNEAU (A.)

- « La confiance trahie : la répression pénale et criminelle du manquement contractuel de l'intermédiaire de marché en valeurs mobilières et la détermination des peines applicables », *Revue juridique Thémis*, 2010, p. 176
- « La responsabilité pénale et criminelle des prestataires de services financiers et la détermination des peines : d'hier à demain », *Bulletin de droit économique*, vol. 1, n° 2, été 2010

NORTH (G.)

- « Efficiency, Fairness & Irrationality : Incompatible or Complementary ? », *Banking & Finance Law Review*, févr. 2009, 24 B.F.L.R. 311

PERRET (L.)

- « La droit de la victime à des dommages punitifs en droit civil québécois : sens et contresens », *Revue générale de droit*, vol. 33, n° 2, 2003, p. 233-256

RAVEL d'ESCLAPON de (P.-F.)

- « Fondements constitutionnels d'une réglementation des valeurs mobilières », *Revue Thémis*, 1968, n°3, p. 382

RICHARD (J.-D.)

- « La séparation des pouvoirs dans les Amériques et ailleurs : L'expérience canadienne », document produit par la cour d'appel fédérale du Canada, 9 sept. 2015 : http://cas-cdc-www02.cas-satj.gc.ca/portal/page/portal/fca-caf_fra/speeches-discours_fra/speech-discours-17dec2008_fra#_*

RIVET (M.) et SANTORINEOS (A.-M.)

- « 20 ans du Tribunal des Droits de la Personne, Juger à l'ère des droits fondamentaux », *Revue de droit de l'Université de Sherbrooke*, 42 R.D.US. 363, 2012, p. 392

ROUSSEAU (S.)

- « L'expérience du Québec au regard d'un tribunal administratif indépendant spécialisé en valeurs mobilières : une étude du Bureau de décision et de révision en valeurs mobilières », Étude de recherche préparée par la Groupe d'experts sur la réglementation des valeurs mobilières, 2008
- « La responsabilité civile de l'analyste financier pour la transmission d'information fausse ou trompeuse sur le marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue juridique Thémis, Les Pages du CDACI*, 34 R.J.T. 193, 2000, p. 194
- « La Création de Normes de Gouvernance d'Entreprise par les Organismes de Réglementation des Valeurs Mobilières : le Rôle des Pouvoirs d'Ordonnance Dans l'Intérêt Public », *Revue juridique Thémis*, 2004
- « Étude du recours statutaire en responsabilité civile pour le marché secondaire des valeurs mobilières au Québec », *Revue juridique Thémis*, 43 R.J.T., 2009, p. 752

ROUSSEAU (S.) et CRÊTE (R.)

- « L'environnement législatif québécois au regard du projet d'adoption d'un régime statutaire de responsabilité civile dans le contexte du marché secondaire des valeurs mobilières », *Revue du Barrreau*, Tome 59, automne 1999, p. 645-647

STANBURY (W.), PRIEST (M.) et THOMPSON (F.)

- « On the Definition of Economie Regulation », p. 1, in W. Stanbury (dir.), *Government Regulation: Scope, Growth, Process*, Montréal, Inst, de recherches politiques, 1980

YIANNAKIS (E.) et BOURDREAU (N.)

- « Paradise lost? Rethinking Quebec's Reputation as a Haven for Class Actions », *The Canadian Class Action Review*, vol. 9, n° 2, février 2014, p. 385-417

YOUNES (C.)

- « Le recours collectif québécois : les réalités collectives à travers le prisme du droit », *Canadian Journal of Law and Society*, 15 n° 1 Can. L.J. & Soc'y, 2000, p. 111-143

III - Divers

KAAL (W.-A.) et PAINTER (R.-W.)

- « Forum competition and choice of law competition in securities law after Morrison v. National Australia Bank », *Minnesota Law Review*, nov. 2012, n° 132

POSTHUMUS (N. W.)

- « The tulipmania in Holland in the years 1636 and 1637 » : *Journal of Economic and Business History*, vol. 1, n° 3, mai 1929

REED (C.)

- « The Damn'd South Sea » : *Harvard Magazine*, mai-juin 1999

STRINGHAM (E. P.)

- « The Emergence of the London Stock Exchange as a Self-Policing Club » *: Journal of Private Enteprise*, Vol. 17, n° 2, p. 1-19, spring 2002

WERVEKE van (H.)

- « Les origines des bourses commerciales. Faut-il abandonner la thèse Guichardin-Ehrenberg » : *Rev. belge de philologie et d'histoire*, 1936, vol. 15, n° 1, p. 133

V. RAPPORTS

I - France :

ATTALI (J.)

- *Rapport de la Commission pour la libération de la croissance française*, décision 191, consultable en ligne : http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000041.pdf

ASSEMBLÉE NATIONALE

- Rapport n° 3034, 14 déc. 2010
- Rapport sur les autorités administratives indépendantes de l'Office parlementaire d'évaluation de la législation, 15 juin 2006, AN n° 3166,
- Rapport du Comité d'évaluation et de contrôle des politiques publiques, 28 oct. 2010, AN n° 2925 ;
- Rapport d'information sur la mise en œuvre des conclusions, 1 er déc. 2011, AN n° 4020

BAERT (D.)

- Rapport A. N. n° 3622, 30 mars 2016

BAERT (D.) et LEFEBVRE (D.)

- Sénat, prop., L. n° 3601, 24 mars 2016 ;

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

- Rapport annuel 2012 à 2015

- « Le montant de la sanction pécuniaire », 27 mai 2013
- *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché – Proposition de réforme*, Rapport du Groupe de travail de l'AMF, 19 mai 2015, p. 4 : http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de travail/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F7cb9fffa-2fc6-45ad-babc-aee62d3f2a17
- « Cartographie 2011 des risques et des tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne : Risques et tendances » : *Rev. AMF* n° 10, mai 2011
- *Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs*, groupe de travail dirigé par J. Delmas-Marsalet et M. Ract-Madoux, 25 janv. 2011. En ligne sur le site de l'AMF.
- *L'application du principe ne bis in idem dans la répression des abus de marché*, 19 mai 2015. Disponible en ligne sur le site de l'AMF : http://www.amf-france.org/Publications/Rapports-des-groupes-de-travail/Archives.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F7cb9fffa-2fc6-45ad-babc-aee62d3f2a17

AUTORITÉ EUROPEENNE DES MARCHÉS FINANCIERS

- *Technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation*, ESMA/2015/224, § 9, (e), 3 févr. 2015
- *Systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities*, Guidelines, ESMA/2012/122, 24févr. 2012
- *Actual use of sanctioning powers under MAD*, 26 avril 2012, 2012/270

BETEILLE (L.) ET YUNG (R.)

- L'action de groupe à la française : parachever la protection des consommateurs, Rapport d'information du Sénat n° 499, 26 mai 2010

JOLIBOIS (CH.) et DAILLY (E.)

- Rapport fait au nom de la Commission des Lois constitutionnelles, de législation, du suffrage universel, du règlement et d'administration générale sur le projet de loi relatif à la sécurité et à la transparence des marchés financiers n° 340, Tome 1, 1er juin 1989, p. 17 et Rapport n° 432, Tome 1, 28 juin 1989, p. 4

COMMISSION EUROPÉENNE

- Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social européen et au Comité des régions, *Renforcer les régimes de sanctions dans le secteur des services financiers*, COM (2010) 716, 8 déc. 2010
- « Vers un recours raisonnable au droit pénal afin de mieux appliquer la réglementation de l'Union européenne et de contribuer à la protection de l'argent des contribuables », Communiqué de presse, 20 sept. 2011, IP/11/1049

- Commission européenne, « La Commission sollicite des avis sur l'avenir des recours collectifs en Europe », Bruxelles, 4 févr. 2011, IP/11/132

CONSEIL D'ÉTAT

- Rapport public 2001, *Les autorités administratives indépendantes*, Études et documents n° 52 : Doc. fr., p. 379

CLUB DES JURISTES

- *L'évaluation du préjudice financier de l'investisseur dans les sociétés cotées*, Club des juristes, nov. 2014. En ligne : http://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2014/11/CDJ_Réparation-du-préjudice-financier.pdf
- *Des principes communs pour les autorités administratives dotées d'attributions répressives*, Commission Europe, mai. 2012. En ligne : http://www.leclubdesjuristes.com/wp-content/uploads/2014/03/Rapport_Autorites_administratives1.pdf
- *Poursuite et sanction des abus de marché : le droit français à l'épreuve des textes communautaires et des jurisprudences récentes*, mai 2015. En ligne : http://www.leclubdesjuristes.com/rapport-poursuite-et-sanction-des-abus-de-marche/

COULON (J.-M.)

- *Rapport sur la dépénalisation de la vie des affaires*, janv. 2008. En ligne : http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/084000090.pdf

LAROSIÈRE DE (J.)

- Rapport du groupe de haut niveau sur la surveillance financière dans l'Union Européenne, du 25 février 2009. En ligne : http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_fr.pdf

A. LAMFALUSSY (dir.)

- Rapport final du Comité des Sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières, févr. 2001. En ligne : http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_fr.pdf

MARINI (Ph.)

- « Projet de loi relatif aux nouvelles régulations économiques », Rapport n° 5 (2000-2001), fait au nom de la commission des finances, déposé le 4 octobre 2000

MINISTÈRE DE LA JUSTICE

- *Les Chiffres clés de la justice 2014* : http://www.justice.gouv.fr/art_pix/1_stat_livret_final_HD.pdf

MISSION FRANÇAISE DE RECHERCHE DROIT ET JUSTICE ET L'INSTITUT LOUIS HARRIS

- *Enquête sur la satisfaction auprès des usagers de la justice*, mai 2001. En ligne : http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/014000589.pdf

MONTGOLFIER de (A.)

- Sénat, Rapport n° 575, t. I et II, 4 mai 2016 ;
- Commission mixte paritaire, Rapport n° 611, 17 mai 2016

PILLET (F.)

- Sénat, Avis n° 573, 3 mai 2016 ;

RAYNAL (C.)

- Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015 ; A. de Montgolfier, Sénat, prop. L. n° 20, 7 oct. 2015 ;

SÉNAT

- Comptes rendus de la Commission des finances, « Pouvoirs de sanction des régulateurs financiers – Communication », 25 juin 2015
- Rapport n° 703 de la Commission des finances du Sénat, Régulation bancaire et financière, Tome I, Première lecture, 14 septembre 2010

GOULARD (F.)

- Rapport fait au nom de la commission des finances, de l'économie générale et du plan sur le projet de loi, adopté par le Sénat, de sécurité financière, enregistrée à la présidence de l'Assemblée nationale le 10 avril 2003, n° 807, deuxième partie
- *Rapport d'information sur les « class actions »*, n° 249, 2005-2006, consultable sur le site du Sénat : http://www.senat.fr/noticerap/2005/r05-249-notice.html

TERRÉ (F.)

- « Pour une réforme du droit de la responsabilité civile, févr. 2012. En ligne : https://www.courdecassation.fr/IMG///reforme-droit-RC.pdf

II - Canada

AUTORITÉS CANADIENNES EN VALEURS MOBILIÈRES

- Rapport sur l'application de la loi, 2012
- *Rapport sur l'application de la loi 2015*, p. 10. En ligne : https://www.autorites-valeurs-mobilieres.ca/application_de_la_loi.aspx?id=75

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS DU QUÉBEC

- « Suivi de l'évolution des travaux de l'Autorité des marchés financiers relativement à la protection des épargnants », 22 sept. 2006

COMMISSION DU DROIT DE L'ONTARIO

- « Étude des recours collectifs en Ontario – Questions à considérer », nov. 2013. En ligne : http://www.lco-cdo.org/class-actions-issues-to-be-considered-fr.pdf

COMMISSION DES FINANCES PUBLIQUES DU QUÉBEC

- « Rapport intérimaire sur la Protection des épargnants au Québec dans le secteur des fonds communs de placement, » février 2007

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'Ontario

- Rapport annuel 2015, En ligne : https://www.osc.gov.on.ca/documents/fr/Publications/Publications_rpt_2015_osc-annual-rpt_fr.pdf

COMMISSION DES SERVICES FINANCIERS ET DES SERVICES AUX CONSOMMATEURS DU NOUVEAU-BRUNSWICK :

- Rapport 2013-2014

FONDS D'AIDE AUX RECOURS COLLECTIFS,

- Rapport annuel 2014-2015, Montréal, 2015

GROUPE DE TRAVAIL SUR L'ENCADREMENT DU SECTEUR FINANCIER DU QUÉBEC

- « Pour un encadrement intégré et simplifié du secteur financier au Québec », Rapport final, 2001

OCRCVM

- Rapport annuel 2014-2015 : http://rapportannuel.ocrcvm.ca/pdf/IIROC2014-15_FRE.pdf

TRIBUNAL DES SERVICES FINANCIERS ET DES SERVICES AUX CONSOMMATEURS DU NOUVEAU-BRUNSWICK :

- Rapport 2013-2014

OICV-IOSCO

- « Regulatory issues raised by the impact of technological changes on market integrity and efficiency » (technical committee), CR 02/11, Juillet 2011

VI. OUVRAGES DIVERS

BLEYS (O.)

- *Semper Augustus*, Gallimard, coll. *« Roman »*, 2007

BOUVIER (J.)

- *Le Krach de l'Union Générale*, PUF, 1960

DASH (M.)

- *La Tulipomania. L'histoire d'une fleur qui valait plus cher qu'un Rembrandt*, JC Lattès, 2000

DIDEROT et ALEMBERT d'

- *Encyclopédie ou Dictionnaire raisonné des sciences, des arts et des métiers*, Paris, chez Briasson, David, Le Breton et Faulche, 1751-1765, t. 2nd

GASTINEL (H.) ET BERNARD (E.)

- *Les marchés boursiers dans le monde. Situation et évolutions*, Montchrestien, 1996

LAGNEAU-YMONET (P.) et RIVA (A.)

- *Histoire de la Bourse*, Éditions La Découverte, 2013

LEBORGNE (E.)

- « Le Régent et le système de Law vus par Melon, Montesquieu, Prévost et Lesage » : *Féeries*, 3 | 2006, 105-135 ; A. E. Murphy, *John Law. Économiste et homme d'État*, P.I.E Peter Lang, coll. « *Économie et Histoire* », 2007 p. 18.

KOSTOLANY (A.)

- *Si la Bourse m'était contée*, Julliard, 1960

LAROUSSE

- Dictionnaire *Petit Larousse illustré*, 2016

RAULT (A.)

- *Le Système*, Albin Michel, 2015

VOLTAIRE

- Précis du siècle de Louis XV, in Œuvres historiques, Gallimard, coll. « NRF. Bibliothèque de la Pléiade », éd. 1957, p. 1311.

VIII. <u>ARTICLES DE PRESSE</u>

AFP (Dépêche)

- « Escroquerie : le financier américain Stanford condamné à 110 ans de prison », *L'Express*, 14 juin 2012

ALBERT (E.)

- « Navinder Singh Sarao, le trader « à domicile » qui a fait plonger Wall Street », *Le Monde*, 21 mai 2015

ANSELMI (F.)
- « L'incident de Knight Capital pourrait ébranler le trading haute fréquence », *L'AGEFI*, 13 sept. 2012

BURROWS (Th.)
- « Hound of Hounslow trader accused of triggering multibillion-dollar stock crash will face new charges, extradition hearing is told », *The Daily Mail*, 25 sept. 2015

DESJARDINS (F.)
- « L'affaire Norbourg en onze questions », *Le Devoir*, 8 mars 2011

DUGUA (P.-Y)
- « Farbice Tourre jugé coupable de fraude à Wall Street », Le Figaro, 2 août 2013

ESTÉVEZ (J.-L.)
- « Caixanova coloco preferentes a analfabetos pese a su complejidad », *El Pais*, 7 juin 2012

JOUYET (J.-P.)
- Discours prononcé à la Conférence générale annuelle de l'ICMA, Paris, 27 mai 2011

LA PRESSE
- « Fabrice Tourre, le « Goldman boy », renonce à faire appel de sa condamnation », *La Presse*, 27 mai 2014

LARIGAUDRIE (A.)
- « Premières sanctions les pirates du trading haute fréquence », *BFM Business*, 8 mai 2015

LES AFFAIRES.COM
- « L'AMF incapable de prouver que des délits d'initiés ont été commis chez Mega Brands », 6 sept. 2012

MAC DONALD (J.)
- « How the French invented subprime in 1719 » : *The Financial Times*, 7 mars 2008

MOREL (S.)
- « Des petits porteurs espagnols veulent la tête des banquiers », *Le Monde*, 14 juin 2012

NOCQUET (Cl.)
- « La Commission des sanctions de l'AMF est là pour faire peur », *Les Echos*, 4 octobre 2011

STAFFORD (Ph.), FORTADO (L.), CROFT (J.)

- « Navinder Singh Sarao part 1 : reclusive trader or criminal mastermind ? », Financial Times, 17 août 2015

TEMMAN (M.)

- « Kazutsugi Nami, un Madoff au pays des futons », *Libération*, 7 février 2009

TONNELIER (A.)

- « Les déboires de Knight Capital, spécialiste du trading haute fréquence », *Le Monde*, 7 août 2012

IX. OBSERVATIONS ET NOTES

ACH (N.) : *AJDA* 2013, p. 2437, note sous Cons. const., 27 sept. 2013 ;

ANDRIANTSIMBAZOVINA (J.) : *Gaz. Pal.*, 31 janv. 2015 n° 31, p. 17, chron. sous CEDH, 27 nov. 2014, n° 7356/10, arrêt *Lucky Dev c/ Suède*

ARSOUZE (Ch.) : *Bull. Joly Bourse* 2010, p. 237, note sous Décis. AMF, 17 mars 2010, *Sté Belvédère et son président* ; *Rev. sociétés* 2007. 851, note sous Cass. com. 30 mai 2007 ; *RTDF* 2007/3, p. 78, note sous CE 26 juill. 2007 [4 arrêts] ;

AUBERT (M.) : *AJDA* 2013, p. 1154, note sous CJUE, 26 févr. 2013 ; *Defrénois*, 15 déc. 2000 n° 23, p. 1385, note sous Cass. civ. 1re, 18 juill. 2000 ;

AUBRY (H.) : *D*. 2014, p. 1297, note sous Cons. const., déc. 13 mars 2014 ;

AVOUT (L.) d' et BOLLÉE (S.) : *D*. 2011, p. 2434, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

BACHSCHMIDT (PH.) : *Constitutions* 2014, p.166, note sous Cons. const., déc. 13 mars 2014 ;

BARBIÉRI (J.-F.) : *Bull. Joly Sociétés* 2011, p. 210, note sous TGI Paris, 21 janv. 2011 ; *Bull. Joly Sociétés*, 1997, p. 650, § 248, note sous Cass. com., 1er avr. 1997 ; *Bull. Joly Sociétés*, 2001, p. 498, § 125, note sous Cass. crim., 13 déc. 2000 ; *JCP* 1982. II. 19894, note sous Cass. 2ème Civ. , 14 févr. 1982 ; *JCP* 2003. II. 10110, note sous Cass. 2ème Civ., 23 janv. 2003 ;

BÉLAVAL (M.-L.) : *D*. 2008, p. 1231, note sous Cass. com., 12 févr. 2008 ; *D*. 2008, p. 1231, chron. sous Cass. com., 28 févr. 2008 ;

BELLOIR (P.) : *AJ pénal* 2013, p. 471, obs. sous Cons. const., 28 juin 2013 ;

BENOIT-ROHMER (F.) : *RTD eur*. 2015, p. 184, note sous CJUE, 26 févr. 2013

BERLAUD (C.) : *Gaz.Pal*., 24 février 2011 n° 55, p. 25, note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ;

BERTHIER (L.) : *RFDA* 2009, p. 677, note sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

BIENVENU-PERROT (A.) : *Bull. Joly Bourse et produits financiers*, janvier-février 2000, p. 29, §4, note sous CE, 3 déc. 1999, *Didier* ;

BOILLOT (CH.) : *LPA*, 06 mai 2013, n° 90, p. 7, chron. sous Cons. const., QPC du 4 mai 2012 ;

BOIZARD (M.) : *D*. 2000. 212, note sous CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France* ; *D*. 2000, cah. aff., p. 62, obs. sous CE, 3 déc. 1999, *Didier* ;

BOMPOINT (D.) : *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 238, note sous CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; *D*. 2007, p. 1796 ; *RD bancaire et fin*. 2007. Comm. 238, note sous CE 30 mai 2007 [2 arrêts], *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* ; *RD bancaire et fin*. mars-avr. 2007, n° 86, p. 42, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ;

BONIS-GARÇON (E.) : *Dr. pén*. 2014, comm. 67, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ;

BONNEAU (T.) : *Dr. sociétés* 2007, comm. 55, note sous CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* ; *D*. 2006, sommaire p. 2792 ; *D*. 2007, sommaire p. 1796 et *Dr. sociétés* 2008, comm. 16, note sous CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; *Banque et Droit* juill.-août 2009, p. 16, obs. sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ; *Bull. Joly Bourse*, mai 2015, n° 5, p. 204, note sous Cons. const., 18 mars 2015 ; *Dr. sociétés* 2008. Comm. 16, note sous CE 30 mai 2007 [2 arrêts], *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* ; *Dr. sociétés* 2007. Comm. 55, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *Dr. sociétés* 2007, comm. 120, note sous Cass. com., 6 févr. 2007 ; *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 83, note sous Cass. com., 6 févr. 2007 ; *RD bancaire et fin*. 2007, comm. 83 note sous CE, sect., 27 oct. 2006 ;
BOUCARD (F.) : *Gaz. Pal*., 22 juin 2006 n° 173, p. 25, note sous Cass. com. 14 juin 2005

BOULOC (B.) : *RTD com*. 2011, p. 656, note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *Rev. sociétés* 1992, p. 91, note sous Cass. crim., 5 nov. 1991, *Buon* ; *Rev. sociétés* 1996, p. 323, note sous Cass. crim., 19 oct. 1995 ; *RSC* 1996, p. 647, note sous Cass. crim., 19 oct. 1995 ; *Rev. sociétés* 1998, p. 135, note sous Cass. crim., 15 mai 1997 ; *Rev. sociétés* 2001, p. 380, note sous Cass. crim. 29 nov. 2000 ; *RTD Com*. 2001, p. 534, note sous Cass. crim. 29 nov. 2000 ; *Rev. sociétés* 1993, p. 847, note sous Cass. crim., 15 mars 1993, *Société générale de fonderie* ; *Rev. soc*. 2003, p. 145, note sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ; *RTD com*. 2003, p. 390, note sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ; *Rev. sociétés* 2001, p. 394, note sous Cass. crim., 13 déc. 2000 ; *Rev. sociétés* 2006, p. 885, note sous Cass. crim 17 mai 2006 ; *RTD com*. 2011. 627, obs. sous Cass. 1ère Civ., 26 mai 2011 ;

BRUN (Ph.) : *D*. 2008, p. 2894, note sous Cass. 1ère Civ., 22 nov. 2007 ;

BUISSON (J.) : *Procédures* 2009, comm. 172 sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

CABRILLAC (M.) : *RTD com.* 1991, p. 274, note sous Cass. com. 23 oct. 1990, n° 88-19.216

CAR (J.-CH.) : *D*. 1998, p. 145, note sous Cons. const., 9 avril 1996

CARVAL (S.) : *RDC* 2011, p. 459, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

CAUSSAIN (J.-J.), DEBOISSY (Fl.) et WICKER (G.) : *JCP E* 2004, 1510, n°3 obs. sous Cass. com. 12 mai 2004 ;

CAUSSE (H.) : *JCP E* 2011, 1882, n° 17, obs. Sous Cass. com., 3 mai 2011 ;

CHABAS (F.) : *Gaz. Pal*. 29 janvier 1983, note sous Cons. const., DC du 22 oct. 1882, *Loi relative au développement des institutions représentatives du personnel* ;

CHACORNAC (J.) : *Bull. Joly Bourse* 2014, p. 209, note sous CEDH, 4 mars 2014, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2015, n° 3, p. 103, note sous TGI Paris, 11e ch. corr., 26 sept. 2014, aff. *Péchiney* ;

CHAMPAUD (C.) : *RTD com*. 2004, p. 316, note sous CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion* ;

CHARTIER (Y.) : *D*. 2000, p. 853, note sous Cass. 1ère civ., 18 juill. 2000 ;

CHAZAL (J.-P.) : *RTD com*. 2002, p. 694, note sous Cass. com., 15 janv. 2002 ;

COLLET (M.) : *AJDA* 2007, p. 80, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *AJDA* 2007, p. 80, note sous CE, sect., 27 oct. 2006 ;

CONAC (P.-H.) : *Rev. sociétés* 2010, p. 325, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ;

COURET (A.) : *D*. 2009, p. 2247, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus c. France* ;

CRÉDOT (F.-J.) et SAMIN (Th.) : *RD bancaire et fin*. 2009, n° 111, obs. sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ; *Bull. Joly Bourse* 2011. 76, concl. Collin, note sous CE, 8 nov. 2010 ; *RD bancaire et fin*. nov. 2012, comm. 176, obs. sous Cass. com., 10 juill. 2012 ;

CRÉPIN-DEHAENE (I.) : *AJDA* 2011, p. 1214, note sous Cons. const., QPC du 25 mars 2011 ;

CRISTOL (D.) : *RDSS* 2011, p. 770, note sous Cons. const., QPC du 25 mars 2011 ;

DAGORNE-LABBE (Y.) : *RDSS* 2012, p. 766, note sous Cons. const., QPC du 8 juin 2012 ; *Defré*nois 1996, p. 1205, note sous Cass. com. 27 févr. 1996 *Vilgrain ;*

DECOOPMAN (N.) : *Bull. Joly Bourse*, 01 juil. 2007 n° 4, p. 461, note sous Cass. com. 30 mai 2007

DELEBECQUE (P.) : *RTD com*. 2011, p. 666, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

DELPECH (X.) : *Dalloz actualité*, 8 déc. 2011, obs. et *D*. 2011. Actu, p. 2988 sous Cons. const. 2 déc. 2011 ; *D*. 2008, p. 776, note sous Cass. com., 28 févr. 2008 ; *D*. 2006, p. 2395, note sous Cass. com., 19 sept. 2006 ; *D*. 2008, p. 1892, note sous Com., 24 juin 2008 ; *D*. 2006, AJ p. 2241, obs. sous CA Paris, 15e Ch., B, 30 juin 2006 ; *D*. 2011. 1548, obs. sous Civ. 1re, 26 mai 2011 ;
DÉPREZ-GRAFF (A.) : *Bull. Joly Bourse*, 01 mars 2007 n° 2, p. 175, note sous Cass. com. 19 déc. 2006

DETRAZ (S.) : *Dr. fisc.* 2014, n° 46, étude 625, note sous Cass. crim., 25 juin 2014 ;

DEZEUZE (E.) : *RTDF* 2007, n° 2, p. 133, note sous CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; *Rev. sociétés* 2011, p. 432, note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *RTDF* n° 3, 2010, p. 152 (1e espèce), note sous Cass. ass. plén., 8 juill. 2010 ; *RTDF* 3/2010, p. 152 (3e espèce), sous CE, 16 juillet 2010 ; *RTDF* 2007/2, p. 133, note sous CE 30 mai 2007 [2 arrêts], *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* ; *Bull. Joly Bourse* 2004, p. 43, note sous CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion* ; *RTDF*, 2006/3, p. 162, note sous TGI Paris, 12 sept. 2006 ;

DEZEUZE (E.) ET TRÈVES (J.) : *D*. 2014, p. 1150 ; *Rev. sociétés* 2014, p. 579, note sous Cass. com. 6 mai 2014 ;

DJOUDI (J.) : *RD bancaire et fin*. mai 2011, comm. 103, obs. sous Cass. com., 15 févr. 2011, n° 09-16.779 ; *RD bancaire et fin*. mars 2012, comm. 58, obs. sous Cass. com., 10 janv. 2012 ;

DOLIDON (G.) : *RLDA* 2007, n° 12, p. 31, note sous CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* ; *RLDA* janv. 2007, n° 12, p. 31, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ;

DONDERO (B.) : *JCP E* 2007, 22 février 2007, note sous CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* ; *Gaz. Pal*., 11 février 2012 n° 42, p. 31, note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *JCP E* 2007. 1218, p. 15, obs. sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ;

DUCOULOUX-FAVARD (C.) : *Gaz. Pal*. 22 févr. 2003, p. 25, note sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ;

DUFOUR (O.) : *LPA* 10 juill. 2007, n° 137, p. 3, note sous CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; *LPA* déc. 2014, n° 259, p. 4, note sous Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042 et Cass. crim., 17 déc. 2014 ;

FAGES (B.) : *RTD civ*. 2011. 122, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

FAVARIO (TH.) : *L'Essentiel Droit des entreprises en difficulté*, 15 juin 2012, n° 6, p. 4, note sous Cons. const., QPC du 4 mai 2012 ; *D*. 2013, p. 288, note sous Cass. com. 18 déc. 2012 ;

FERRIER (D.) : *D*. 2015, p. 943, note sous Cons. const., déc. 13 mars 2014 ;

FLAUSS (J.-F.) : *AJDA* 2005, p. 1886, chron. sous CEDH, 31 mars 2005, *Matheus c/France* ; *AJDA* 2009, p. 1936, chron. sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus SA c. France* ; *AJDA* 2005, p. 541, note sous CEDH, 30 nov. 2004, *Önerylidiz c. Turquie* ;

FRICERO (N.) : *D*. 2001. Somm. 1062, obs. sous CEDH, 6 juin 2000, *Morel c/ France* ; *D*. 1999, p. 272, note sous CEDH, 20 mai 1998, *Gautrin c/ France* ; *Procédures* 2009, comm. 116 sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

FRISON-ROCHE (M.-A.) : *RD bancaire et fin.* 2001, comm. 137, p. 176, obs. sous Cass. crim. 1er mars 2000

FRISON-ROCHE (M.-A.) et GERMAIN (M.) : *RD bancaire et bourse,* n° 56, 1996, p. 177, n° 3, obs. sous Cass. com. 18 juin 1996, *Haddad*

GALLMEISTER (I.) : *D*. 2011. 423, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

GARAUD (E.) : *JCP E* 1999, 957, note sous *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999

GARNERI (S.) : *D*. 2000, p. 424, note sous Cons. const. DC du 9 nov. 1999 ; *GAJF*, 5e éd. 2009. n° 20, note sous Cons. const., DC, 9 nov. 1999 ;

GAUDEMET (A.) : *Bull. Joly Bourse* 2014, p. 340, p. 4, note sous Cass. com. 6 mai 2014 ;

GAUDEMET-TALLON (H.) : *Rev. crit. DIP* 2011. 93, note sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

GENEVOIS (B.) : *RFDA* 1989, p. 671, comm. sous DC n° 89-260, 28 juil. 1989

GLATT (J.-M.) : *LPA* 28 nov. 2006, n° 237, p. 18, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ;

GOURIO (A.) : *JCP G* 2006, II, 10201, note sous Cass. com., 19 sept. 2006 ;

GOYET (Ch.) : *RTD com*. 1999, p. 721, note sous CE, 6e et 2e ss-sect. réunies, 9 avril 1999

GRAËVE DE (L.) : *Dr. pén*. 2014, étude 6, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014

GROUTEL (H.) : *D*. 2005, p. 1317, note sous Cass. civ. 2ème, 23 sept. 2004 ;

GRYNBAUM (L.) : *RDI* 2004, p. 517, note sous Cass. civ. 2ème, 23 sept. 2004 ;

GHESTIN (J.) : *JCP N*, 1996, II, p. 1050, note sous Cass. com. 27 févr. 1996 ;

GUYÉNOT (J.) : *D*. 1970, p. 618, note sous Cass. com., 26 janv. 1970 ;

GUYOMAR (M.) : *AJDA* 2000, p. 126 note sous CE, 3 déc. 1999, *Didier* ; *LPA* 20 déc. 2006, concl. Commissaire du gouvernement, CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2009, p. 3, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ; *Bull. Joly Bourse* sept. 2007, p. 645 s., concl. sous CE 26 juill. 2007 [4 arrêts] ; *Bull. Joly Bourse* mai-juin 2007, p. 371, note sous CE 30 mai 2007 [2 arrêts], *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* ; *Bull. Joly Bourse* 2007, p. 80, § 6, concl. sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ;

GUYON (Y.) : *JCP* 1970, II, n° 16385, note sous Cass. com., 26 janv. 1970 ;

HENRY (L.-C.) : *Rev. sociétés* 2013, p. 177, note sous Cons. const. QPC n° 2012-286, 7 déc. 2012, *Société Pyrénées services* ;

HALLOUIN (J.-C.), LAMAZEROLLES (E.) et RABREAU (A.) : *D*. 2010 2797, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ;

HOUÉDANOU (P.) : *Gaz. Pal*. 2009. 3819, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ;
HOUIN (R.) : *RTD com*., 1970, p. 431, note sous Cass. com., 26 janv. 1970 ;

HOUTCIEFF (D.) : *D*. 2008, p. 2697, note sous Com., 24 juin 2008 ;

HOVASSE (H.) : *Dr. sociétés*, sept. 1993, comm. 13, obs. sous Cass. crim., 15 mars 1993, *Société générale de fonderie* ; *Banque & Droit*, n° 32, nov.-déc. 1993, p. 22-24 sous Cass. crim., 15 mars 1993, *Société générale de fonderie* ;
IDOT (L.) : *RSC* 2010, p. 244, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ;

JACQUINOT (N.) : *D*. 2013, p. 1584, note sous Cons. const., QPC du 8 juin 2012 : *D*. 2013, p. 1584, note sous Cons. const. QPC, 7 déc. 2012, *Société Pyrénées services* ; *D*. 2013, p. 1584, note sous Cons. Const, 12 oct. 2012, *Société Groupe Canal Plus et autre* **;**

JAULT-SESEKE (F.) : *D*. 2011, p. 1374, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

JEANTIN (M.) : *Bull. Joly Bourse*, 1993, p. 365, note sous Cass. crim., 15 mars 1993, *Société générale de fonderie* ;

JOURDAIN (P.) : *RTD civ*. 2010. 575, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *RTD civ*. 2001, p. 379, note sous Cass. Crim. 17 oct. 2000 ;

KOERING-JOULIN (R.) : *RSC* 1997, p. 473, obs. sous CEDH, 23 févr. 1996, *Remli c/ France* ;

LAMY (B.) de : *RSC* 2013, p. 827, et 912, obs. sous Cons. const., 28 juin 2013 ; *RSC* 2010, p. 201, note sous Cons. Const., DC 3 déc. 2009 ;

LASSERRE CAPDEVILLE (J.) : *AJP* 2014, p. 180, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *L'Essentiel Dr. Bancaire*, sept. 2014, n° 8, p. 3, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *AJ pénal* 2009, p. 354, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ; *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 55, note sous Cons. const. 2 déc. 2011 ;

LAZERGES (C.) : *RSC* 2011, p. 193, note sous Cons. const., QPC du 2 juill. 2010 ;

LE BARS (B.) : *D*. 2007, p. 2418, note sous CE, sect., 27 oct. 2006 ;

LE BARS (B.) ET THOMASSET-PIERRE (S.) : *D*. 2007. Pan. 2418, spéc. 2425, obs. sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *D*. 2007, p. 2418, note sous Cass. com., 6 févr. 2007 ;

LE BOT (O.) : *Constitutions* 2013, p. 599, note sous Cons. const., déc. 30 déc. 1997 ; *D*. 2004, p. 1279, note sous Cons. const., 4 déc. 2003 ; *Constitutions* 2013, p. 95, note sous Cons. Const, n° 2012-280 QPC du 12 oct. 2012, *Société Groupe Canal Plus et autre* **;**

LE CANNU (P.) et DONDERO (B.) : *RTD com*. 2010, p. 374, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ;

LÉCUYER (H.) : *Dr. Sociétés* 2007, n° 1, obs. sous Cass. com. 11 juil. 2006 ;

LEGEAIS (D.) : *RTD com*. 2014, p. 163, note sous Cons. const., déc. 13 mars 2014 **;** *RTD com*. 2012, p. 826, note sous Cass. com., 10 juill. 2012 ;

LE NABASQUE (H.) : *Rev. sociétés* 1999, p. 620, note sous *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999 ; *RD bancaire et fin*. 2010, repère 6 sous Cass. ass. plén., 8 juill. 2010 ; *Rev. sociétés* 2010, p. 230, note sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *Rev. sociétés* 2013, p. 500, note sous Cass. com., 28 mai 2013 ;

LIENHARD (A.) : *D*. 2010. 761, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *D*. 2010, p. 85, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ; *D*. 2012, p. 2446, obs. sous Cass. com., 16 oct. 2012 ;

LOIR (R.) : *D*. 2009. 1114, note sous Cass. 2ème Civ., 22 janv. 2009 ;

LOMBARD (M.) : *AJDA* 2012. 578, obs. sous Cons. const. 2 déc. 2011 ;

LUCHAIRE (F.) : *D*. 1983. 189, note sous Cons. const., décision DC du 22 oct. 1882 ;

MARAIS DU (B.) : *Gaz. Pal*. 2011. 1627, note sous CE, 8 nov. 2010 ;

MARGUÉNAUD (J.-P.) : *RTD civ*. 2000, p. 934, note sous CEDH, 6 juin 2000, *Morel c/ France* ; *RSC* 2009, p. 657, note sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

MARIE (E.) : *Droit social* 2002, p. 379, note sous Cons. const. DC du 16 déc. 1999 ;

MARON (A.), ROBERT (J.-H.) et VERON (M.) : *JCP G* 2003, I, 162, chron. n° 38-39, sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ;

MARTIN (D.) : *D*. 2009, p. 1044, note sous Cass. com., 28 févr. 2008 ; *D*. 2009, p. 1044, note sous Com., 24 juin 2008 ; *Petites Affiches*, 1997, no 21, p. 7, note sous Cass. com. 27 févr. 1996 ;

MASCALA (C.) : *D*. 2010, p. 1663, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ;

MASSART (Th.) : *Rev. soc*. 2013, p. 362, obs. sous Cass. com. 18 déc. 2012 ;

MATSOPOULOU (H.) : *JCP* 1999, 10060, note sous *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999 ; *Rev. Sociétés* 2014, p. 675, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ;

MATTHIEU (B.) : *JCP G* 2014, doctr. 880, n° 8, obs. sous Cass. crim., 25 juin 2014 ;

MATTOUT (J.-P.) ET PRÜM (A.) : *Dr. et patr*. mars 2010, p. 66, obs. sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ;

MAURO (C.) : *JCP G* 2014, p. 345, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ;

MAYEUR-CARPENTIER (C.) : *RFDA* 2013, p. 1231, note sous CJUE, 26 févr. 2013

MAZEAUD (H.) et MAZEAUD (L.) : *RTD civ*. 1955, p. 324, obs. sous Cass. Civ. 2e, 28 oct. 1954 ;
MÉLIN-SOUCRAMANIEN (F.) : *D*. 1999, p. 235, note sous Cons. const., déc. 30 déc. 1997,

MESTRE (J.) et FAGES (B.) : *RTD civ*. 2000, p. 109, note sous Cons. const. DC du 9 nov. 1999 ;

MILANO (L.) : *JCP G* 2014, 1349, note sous CEDH, 27 nov. 2014, n° 7356/10, arrêt *Lucky Dev c/ Suède* ; *Revue du droit public et de la science politique en France et à l'Étranger*, 01 mai 2016 n° 3, p. 1013, chron. sous CEDH, 27 nov. 2014, n° 7356/10, arrêt *Lucky Dev c/ Suède*

MILOUDI (F.) : *LPA* 16 mars 2012, note sous Cons. const. 2 déc. 2011 ;

MOLFESSIS (N.) : *RTD civ*. 2000, p. 186, note sous Cons. const. DC du 16 déc. 1999 ;

MOREL-MAROGER (J.) : *Gaz. Pal*. 2012. 392, obs. sous Cons. const. 2 déc. 2011 ; *RJDA* 2012, n° 234 note sous Cons. const. 2 déc. 2011

MORTIER (R.) : *Dr. Sociétés* 2010, n° 5, comm. 96, sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ;

NIBOYET (M.-L.) : *D*. 2001 p. 1610, note sous CEDH, 6 juin 2000, *Morel c/ France* ;

PACLOT (Y.) : *RD bancaire et fin*. 2007, repère 4 sous CE, 6e et 1re ss-sect. réunies, 30 mai 2007, *Société Europe Finance et Industrie* ; *JCP E* 2012, n° 1034, note sous Cons. const. 2 déc. 2011 ; *JCP E* 2007. 2224, note sous CE 26 juill. 2007 [4 arrêts] ;

PAILLER (P.) : *RD Banc. et Fin*. 2014, comm. 83, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *RISF* 2/2014, p. 53, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *JCP E* 2009, n° 47, p. 11, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ; *RD Bancaire et fin*, n° 2, mars 2015, comm. 63 sous Cons. const., 18 mars 2015 ;

PELTIER (V.) : *Dr. pén*. 2014, chron. 3, n° 21, obs. sous CJUE, 5 juin 2012 *Dr. pén*. 2015, comm. 29, note sous Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042 et Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043 ; *Dr. pén*. 2014, comm. 122, note sous Cass. crim., 25 juin 2014 ;

PELTIER (F.) et VAUPLANE DE (H.) : *Banque et Droit* n° 48, juillet-aout 1996, p. 34 note sous Cass. com. 18 juin 1996, *Haddad*

PETTITI (L.-E.) : *RSC* 1996. 930, obs. sous CEDH, 23 févr. 1996, *Remli c/ France*

PIETRANCOSTA (A.) : *RTD fin*., n° 2/2006, p. 6, note sous CA Paris, 15e Ch., B, 30 juin 2006 ;

POILLOT (E.) : *D*. 2012, p. 840, obs. sous Cass. 1ère Civ., 26 mai 2011

PUIG (P.) : *RTD civ*. 2010, p. 517, note sous Cons. const., QPC du 2 juill. 2010 ; *RTD civ*. 2010, p. 66, note sous Cons. Const., DC du 3 déc. 2009 ; *RTD civ*. 2010, p. 517, note sous Cons. Const., DC du 3 déc. 2009

PUJOS (M.) : *Banque et Droit* mars-avr. 2011. 3, note sous CE, 8 nov. 2010 ;

QUÉZEL-AMBRUNAZ (C.) : *Gaz. Pal*. 8 janv. 2009, n° 8, p. 10, note sous Cass. 2ème Civ., 19 juin 2008 ;

RABILLER (S.) : *AJDA* 2005, p. 1133, note sous CEDH, 30 nov. 2004, *Önerylidiz c. Turquie* ;

RAYNAUD (J.) : *AJDI* 2005, p. 928, obs. sous sous CEDH, 31 mars 2005, *Matheus c/France* ;

REINHARD (Y.) : *D*. 2005, p. 2601, note sous Cass. com. 14 juin 2005 ; *D*. 2004, p. 1802, note sous CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion* ; *D*. 1998, p. 75, note sous Cass. crim., 15 mai 1997 ;

REMY-CORLAY (P.) : *RTD civ*. 2011, p. 317, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

RENOUX (TH.) : *D*. 1998, p. 153, note sous Cons. const., 9 avril 1996

RENUCCI (J.-F.) : *D*. 2009, p. 1058, note sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

REVET (TH.) : *RTD civ*. 2000, p. 870, note sous Cons. const. DC du 9 nov. 1999 ; *RTD civ*. 2005, p. 422, note sous CEDH, 30 nov. 2004, *Önerylidiz c. Turquie* ;

RIBES (D.) : *D*. 2000, p. 425, note sous Cons. const. DC du 16 déc. 1999 ;

RIFFAULT (J.) : *RSC* 2000, p. 629, note sous CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France*

RIFFAULT-SILK (J.) : *RSC* 2005, p. 93, note sous CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion* ;

RIHAL (H.) : *AJDA* 2012, p. 1865, note sous Cons. const., QPC du 8 juin 2012 ;

RITLENG (D.) : *RTD eur*. 2013, p. 267, note sous CJUE, 26 févr. 2013 ;

ROBERT (J.-H.) : *Dr. pén.* 2014, comm. 77, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *Dr. pén*. 2015, comm. 23, note sous Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042 et Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043 ; *Dr. pén*. 2015, comm. 20 sous Cass. crim., 3 déc. 2014 ; *Dr. pén.* 2011, comm. 52 sous Cass. crim., 6 déc. 2010 ; *Droit pénal* 2001, comm. n° 47, note sous Cass. crim., 13 déc. 2000 ;

ROBINEAU (S.) : *Rev. sociétés* 2000, p. 327, note sous CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France* ; *RTD com*. 2000, p. 405, note sous CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France* ;

ROBLOT-TROIZIER (A.) : *RFDA* 2013, p. 141, note sous Cons. Const, n° 2012-280 QPC du 12 oct. 2012, *Société Groupe Canal Plus et autre* ; *AJDA* 2010, p. 80, note sous Cons. Const., DC du 3 déc. 2009 ;

ROHART-MESSAGER (I.) : *Bull. Joly Entreprises en Difficulté*, 01 sept. 2012, n° 5, p. 293, note sous Cons. const., QPC du 4 mai 2012 ;

RONTCHEVSKY (N.) : *Bull. Joly Bourse* 2000, p. 244, note sous CA Paris, 1re Ch. H, 7 mars 2000, *Sté KPMG fiduciaire de France* ; *RTD com*. 2000, p. 405, note sous CE, 3 déc. 1999, *Didier* ; *RTD com*. 2007, p. 406, note sous CE, sect., 27 oct. 2006, *M. Parent et a.* ; *RTD com*. 2005, p. 804, note sous Cass. com. 14 juin 2005 ; *RTD com*. 2011, p. 385 et

Bull. Joly Bourse, 01 juin 2011 n° 6, p. 360 note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *D*. 2014, p. 600, entretien sur Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *RTDF* 2/2014, p. 149, note sous CEDH, 4 mars 2014, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *RTD com*. 2007, p. 406, note sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *RTDF* 2007/1, p. 117, obs. sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *RTD com*. 2004, p. 132, note sous CA Paris, 25e ch. sect. B, 26 sept. 2003, *Soulier et autres c/ Flammarion* ; *RTD com*. 2010, p. 407, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *RTD com*. 2001, p. 493, note sous Cass. crim. 29 nov. 2000, n° 99-80.324 ; *RTD com*. 2014, p. 829, note sous Cass. com. 6 mai 2014 ; *RTD com*. 2006, p. 875, note sous CA Paris, 15e ch., sect. B., 30 juin 2006, *Sté Morgan Stanley & Co et a. c/ SA* LVMH ; *RTD com*. 2003, p. 336, note sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ; *RTD com*., 2016, p. 151, note sous Cons. const., QPC du 14 janvier 2016 ; *RTD com*. 2013, p. 547, note sous Cass. com., 28 mai 2013 ; *RTD com*. 2007, p. 406, note sous CE, sect., 27 oct. 2006 ; *RTD. com*. 2006, p. 875, obs. sous CA Paris, 15e Ch., B, 30 juin 2006 ;

ROUAUD (A.-C.) : *Banque et droit* mai 2014, n° 155, p. 43, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ;

ROUJOU de BOUBEE (G.) : *D*. 2014, p. 2423, note sous Cons. const., déc. 13 mars 2014 ; *D*. 2013, p. 1631, 2713, et 2014. 2423, obs. sous Cons. const., 28 juin 2013 ; *AJDA* 2013, p. 1368, note sous Cons. const., 28 juin 2013 ;

ROUMIER (W.) : *Dr. pén*. 2009, alerte 12, sous Cour EDH, *Taxquet c/ Belgique*, 13 janv. 2009 ;

ROUX (A.) : *D*. 1998, p. 147, note sous Cons. const., 9 avril 1996

RUET (L.) : *Bull. Joly Bourse* 2009, p. 388, note sous CEDH 11 juin 2009, *Dubus* ;

SAINT-MARS de (B.) : Bull. Joly Bourse 2015, § 112, p. 97, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ;

SALEH (S.) et SPINELLI (J.) : *Gaz. Pa*l. 25 mars 2009, n° 85, p. 10, note sous Cass. 2ème Civ., 22 janv. 2009 ;

SALOMON (R.) : *Dr. sociétés* 2014, comm. 56, note sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *Dr. sociétés* 2015, comm. 58, note sous Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90042 et Cass. crim., 17 déc. 2014, n° 14-90043 ; *JCP E* 2014, 1545, note sous Cass. crim., 25 juin 2014 ; *Dr. fisc*. 2014, n° 30, étude 460 sous Cass. crim., 25 juin 2014 ; *Dr. soc.* 2014, p. 137, chron. sous Cons. const., 28 juin 2013 ;

SAMIN (TH.) : *RD bancaire et fin*. 2011, no 1, obs. sous CE, 8 nov. 2010 ; *RD bancaire et fin*. 2012. Alerte 1, sous Cons. const. 2 déc. 2011 ;

SAVATIER (R.) : *JCP* 1955. II. 8765, note sous Cass. Civ. 2e, 28 oct. 1954, n° 1767 ;

SAYN (I.) : *AJ fam*. 2011, p. 254, note sous Cons. const., QPC du 25 mars 2011 ;

SCHILLER (S.) : *JCP E* 2010,1483, note sous Cass. com., 9 mars 2010 ;

SCHMIDT (D.) : *Bull. Joly Sociétés* 2010, p. 537, note sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *Bull. Joly Sociétés 2006*, p. 1453, note sous CA Paris, 15e ch., sect. B., 30 juin 2006, *Sté Morgan Stanley & Co et a. c/ SA* LVMH ; *D*. 2006, p. 2522, note sous TGI Paris, 12 sept. 2006 ; *Bull. Joly Sociétés* 2004, § 218, p. 1115, note sous Cass. com. 12 mai 2004 ;

SCHMIDT (D.) et DION (N.) : *JCP E*, 1996, II, 838, note sous Cass. com. 27 févr. 1996 ;

SCHOETTL (J.-E.) : *AJDA* 1998, p. 118, note sous Cons. const., déc. 30 déc. 1997 ; *LPA,* 05 févr. 2004, n° 26, p. 12, note sous Cons. const., 4 déc. 2003 ; *LPA*, 04 févr. 2004, n° 25, p. 3, note sous Cons. const., 4 déc. 2003 ; *AJDA* 2000, p. 31, note sous Cons. const. DC du 16 déc. 1999 ;

SCHRAMECK (O.) : *AJDA*, 1996, p. 371, obs. sous Cons. const., 9 avril 1996

SERRA (Y.) : *D*. 2013, p. 2812, note sous Cass. com. 18 déc. 2012 ;

STASIAK (F.) : *RSC* 2011, p. 116 et *RSC* 2011, p.118 note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *Rev. sc. crim*. 2014, p. 106, obs. sous Cass. crim., 22 janv. 2014 ; *RSC* 2014, p. 106, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *RSC* 2011. 113, obs. sous Cass. com., 9 mars 2010 ; *RSC* 2010, p. 156, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ; *Bull. Joly Bourse*, mars 2003, p. 149, note sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ; *RSC* 2009, p. 117, note sous Cass. crim, 2 avril 2008 ;

STOFFEL-MUNCK (P.) : *JCP* 2011. Doctr. 435, obs. sous Cass. 1ère Civ., 1er déc. 2010 ;

STORCK (M.) : *RTD Com*. 2012, p. 371 note sous Cass. com. 10 janv. 2012, *Mackowiack c/ Caisse d'Épargne de Lorraine Nord* ; *RD bancaire et fin.*, mai 2012 comm. 105 sous AMF, Commission des sanctions, déc., 19 avr. 2012 à l'égard de la Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France, la Caisse d'épargne et de prévoyance Normandie, la Caisse d'épargne et de prévoyance Provence Alpes Corse, la Caisse d'épargne et de prévoyance Loire Drôme Ardèche, et la société X venant aux droits de la société Écureuil gestion ; *RTD com*. 2006, p. 445, obs. sous Cass. com., 22 nov. 2005 ; *RTD com*. 2008, p. 374, note sous Cass. com., 12 févr. 2008 ; *RTD Com*. 2008, p. 371, note sous Cass. com., 28 févr. 2008 ; *RD bancaire et fin*. mai 2012, comm. 105 sous CA Versailles, 7 avr. 2011 ; *RTD com*. 2012, p. 371, note sous CA Riom, ch. com., 20 avr. 2011 ; *RTD com*. 2012, p. 371, note sous CA Versailles, 16e ch., 10 févr. 2011 ; *RD bancaire et fin*. mars 2013, comm. 71, obs. sous CA Aix-en-Provence, 6 déc. 2012 ; *RD bancaire et fin*. mars 2010, comm. 77, obs. sous Cass. com., 19 janv. 2010 ; *RD bancaire et fin*. mai 2012, comm. 105, obs. sous Cass. com., 10 janv. 2012 ; *RTD com*. 2016, p. 157, note sous Cons. const., QPC n° 2015-513/514/526 du 14 janvier 2016 ; *JCP G* 2006, II, p. 627, note sous Cass. com., 19 sept. 2006 ; *RTD com*. 2006, p. 870, note sous Cass. com., 19 sept. 2006 ; *RTD com*. 2008, p. 145, note sous Cass. com., 15 mai 2007 ; *RTD com*. 2008, p. 145, note sous Cass. com., 30 oct. 2007, n° 06-14.266 ; *RTD com*. 2008, p. 590, note sous Com., 24 juin 2008 ;

SYNVET (H.) : *D*. 2011. Pan. 1643, obs. sous CE, 8 nov. 2010 ;

TAVERNIER (P.) ET ROLLAND (P.) : *JDI* 1985. 210, obs. sous CEDH 1er oct. 1982, *Piersack c/ Belgique* ; *JDI* 1990. 727, obs. sous CEDH, 24 mai 1989, *Hauschildt c/ Danemark* ;

THÉRY (PH.) : *RTD civ*. 2013, p. 889, note sous Cons. const. QPC n° 2012-286, 7 déc. 2012, *Société Pyrénées services* ;

TORCK (S.) : *Bull. Joly Sociétés*, 01 juillet 2011 n° 7, p. 591, note sous Cass. com., 8 févr. 1011 ; *Dr. sociétés* 2014, comm. 87, note sous CEDH, 4 mars 2014, n° 18640/10, *Grande Stevens et autres c/ Italie* ; *Bull. Joly* 2014, p. 449, p. 112, note sous Cass. com. 6 mai 2014 ;

TRÉBULLE (F.-G.) : *RDI* 2005, p. 98, note sous CEDH, 30 nov. 2004, *Önerylidiz c. Turquie* ;

USUNIER (L.) : *RTD Civ*. 2014, p. 312, note sous CJUE, 26 févr. 2013

VALLENS (J.-L.) : *RTD com*. 2000, p. 1021, note sous CEDH, 6 juin 2000, *Morel c/ France* ; *D*. 2013 p. 338, note sous Cons. const. QPC n° 2012-286, 7 déc. 2012, *Société Pyrénées services* ;

VASSEUR (M.) : *D*. 1992, p. 29, note sous Cass. com. 23 oct. 1990

VATEL (D.) : *Rev. Sociétés* 1999, p. 844, note sous *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999

VAUPLANE DE (H.) : Banque et droit n° 53, mai-juin 1997, p. 40, obs. sous *Aff. Oury*, Paris, 7 mai 1997 ; *Banque et droit* n° 64, mars-avril 1999, p. 35, obs. sous *Affaire Oury,* Ass. plén. 5 févr. 1999 ; *Banque et droit*, juill.-août 2006, p. 34, obs. sous CA Paris, 15e Ch., B, 30 juin 2006 ;

VAUPLANE de (H.) et DAIGRE (J.-J.) : *Banque & Droit* janv.-févr. 2006, p. 35, obs. sous Cass. com., 22 nov. 2005 ; *Banque & Droit*, mars-avril 2003, p. 36, obs. sous Cass. crim., 11 déc. 2002 ; *Banque et droit*, nov.-déc. 2006, p. 35, note sous TGI Paris, 12 sept. 2006 ;

VAUPLANE de (H.), DAIGRE (J.-J.), SAINT-MARS de (B.) et BORNET (J.-P.) : *Banque et droit* 2011, n° 135, p. 39, note sous Cass. ass. plén., 8 juill. 2010 ; *Banque et Droit* sept.-oct. 2007. 32, obs. sous CE 26 juill. 2007 [4 arrêts] ; *Banque et Droit* juill.-août 2007, n° 114, p. 23, obs. sous CE 30 mai 2007 [2 arrêts], *Sté Europe, Finance et Industrie c/ AMF* ; *Banque et Droit* janv.-févr. 2007, n° 111, p. 32, obs. sous CE 27 oct. 2006, *Parent c/ AMF* ; *Banque et droit* mars 2010, p. 49, obs. sous Cass. com., 19 janv. 2010 ;

ZABALA (B.) : *JCP G* 2010, n° 17, p. 485, note sous CJUE, 23 déc. 2009, *Spector Photo group NV* ;

VIII. TABLE DES DÉCISIONS DES JURIDICTIONS CANADIENNES

COUR SUPRÊME DU CANADA

- *Citizens' and The Queen Ins. Cos. v. Parsons; Western Ins. Co. v. Johnston*, [1880] 4 S.C.R. 215
- *Attorney-General for the Dominion of Canada v. Attorney-General for the Province of Alberta*, [1916] 1 A.C. 588
- *Banque canadienne de l'Ouest c. Alberta*, [2007] 2 RCS 3
- *Irwin Toy Ltd. c. Québec* (Procureur général), [1989] 1 R.C.S. 927, 953 ;
- *Procureur général du Québec c. Kellogg's Company of Canada*, [1978] 2 R.C.S 211, 220
- *Rio Hotel Ltd. c. Nouveau-Brunswick (Commission des licences et permis d'alcool)*, [1987] 2 R.C.S. 59, 60
- *Renvoi relatif à la Loi sur les valeurs mobilières*, 22 déc. 2011, 2011 CSC 66
- *Global Securities Corp. c. Colombie-Britannique (Securities Commission)*, 2000 CSC 21, (2000) 1 R.C.S. 494
- *Multiple Access Ltd. c. McCutcheon*, (1982) 2 R.C.S. 161
- *Office canadien de commercialisation des œufs c. Richardson*, [1998] 3 R.C.S. 157
- *Renvoi relatif à la Loi anti-inflation*, [1976] 2 R.C.S. 373
- *Renvoi relatif à la Loi sur les armes à feu* (Can.), [2000] 1 R.C.S. 783, 2000 CSC 31
- *Bande Kitkatla c. Colombie- Britannique* (Ministre des Petites et moyennes entreprises, du Tourisme et de la Culture), [2002] 2 R.C.S. 146, 2002 CSC 31
- *Central Canada Potash Co. c. Gouvernement de la Saskatchewan*, [1979] 1 R.C.S. 42
- *Colombie Britannique c. Imperial Tobacco Canada Ltée*, [2005] 2 R.C.S. 473, 2005 CSC 49
- *General Motors of Canada Ltd. c. City National Leasing*, [1989] 1 R.C.S. 641
- *Krieger c. Law Society of Alberta*, [2002] 3 R.C.S. 372
- *Law Society of British Columbia c. Mangat*, [2001] 3 R.C.S 113,
- *Procureur général du Canada c. Law Society of British Columbia* ; [1982] 2 R.C.S. 307
- *Gregory & Co. c. Quebec Securities Commission*, (1961) R.C.S. 584
- *R. c. W. Mckenzie Securities Ltd*. (1966), 56 D.L.R. (2d) 56 (C.A. Man.)
- *Procureur Général de l'Ontario v. Procureur Général du Canda et autres*, [1896] A.C. 348
- *Rothmans, Benson & Hedges Inc. c. Saskatchewan*, [2005] 1 R.C.S. 188
- *Capital Cities Communications c. Conseil de la radiodiffusion et des télécommunications canadiennes*, [1978] 2 R.C.S. 141
- *Québec Inc. c. Québec (Régie des permis d'alcool),* [1996] 3 R.C.S. 919
- *Brosseau c. Alberta (Securities Commission)* (1989) 1 R.C.S. 301

- *Valente c. La Reine*, (1985), 2 R.C.S. 673
- *Comité pour le traitement égal des actionnaires minoritaires de la Société Abestos Ltée c. Ontario (Commission des valeurs mobilières),* [2001] 2 R.C.S. 132
- *R. c. Wholesale Travel Group Inc.*, [1991] 3 R.C.S. 154
- *Re Cartaway Resources Corp.*, [2004] 1 R.C.S. 672
- *Beauregard c. Canada*, [1986] 2 R.C.S 56
- *Renvoi relatif aux juges de l'Î.-P.-É.*, [1998] 2 R.C.S. 443, par. 83
- *Canson Enterprises Ltd. c. Boughton & Co.*, [1991] 3 RCS 534
- *Ratych c. Bloomer*, [1990] 1 S.C.R. 940
- *Livingstone c. Raywards Coal Co.*, [1911] A.C. 301
- *Jacobi c. Griffiths*, [1999] 2 R.C.S. 570
- *Wertheim c. Chicoutimi Pulp Co.*, [1911] A.C. 301 at 307 (P.C.)
- *Hamilton c. Open Window Bakery Ltd.*, [2004] 1 S.C.R. 303
- *Hill c. Église de scientologie de Toronto*, [1995] 2 RCS 1130
- *Vorvis c. Insurance Corp. of British Columbia*, [1989] 1 S.C.R. 1085
- *Rookes v. Barnard*, [1964] A.C. 1129
- *Cassell & Co. v. Broome*, [1972] A.C. 1027
- *Whiten c. Pilot Insurance Co.*, [2002] 1 RCS 595
- *M. (K.) c. M. (H.),* [1992] 3 RCS 6
- *Norberg c. Wynrib*, [1992] 2 RCS 226
- *Guildford c. Anglo- French Steamship Co.* (1883) 9 R.C.S. 303
- *Wallace c. United Grain Growers Ltd.*, [1997] 3 R.C.S. 701
- *Curateur public du Québec c. Syndicat national des employés de l'hôpital St-Ferdinand*, [1996] 3 R.C.S. 211
- *Augustus c. Gosset*, [1996] 3 R.C.S. 268
- *Béliveau St-Jacques c. Fédération des employées et employés*, [1996] 2 RCS 345
- *Banque Canadienne Impériale de Commerce c. Green*, [2015] 3 RCS 801
- *G.M. (Canada) c. Naken*, [1983] 1 R.C.S. 72
- *Kerr c. Danier Leather Inc.*, [2007] 3 R.C.S. 331, 2007 CSC 44
- *Rumley v British Columbia*, [2001] 3 SCR 184
- *Hollick v Toronto (City),* [2001] 3 SCR 158 SCC 68 ;
- *Pro-Sys Consultants v Microsoft Corporation*, [2013] 3 SCR 477
- *Infineon Technologies v Option consommateurs*, [2013] 3 SCR 600
- *Sun-Rype Products v Archer Daniels Midland Company*, [2013] 3 SCR 545
- *Moran c. Pyle National (Canada) Ltd.* [1975], 1 R.C.S. 393
- *Morguard Investments Ltd. c. de Savoye* [1990] 3 R.C.S. 1077
- *Baker c. Canada (Ministre de la Citoyenneté et de l'Immigration),* [1999] 2 RCS 817
- *Société canadienne des postes c. Lépine*, [2009] 1 R.C.S. 549

COUR DIVISIONNAIRE DE L'ONTARIO :

- *Carom* c. *Bre-X Minerals Ltd.*, [1998] O.J. (Quicklaw) n° 4496 (Div. Ct.)
- *United Services Funds (Trustees) c. Hennessey,* [1994] O.J. No. 1391 (QL) (Div. gén.)

COUR D'APPEL DE L'ONTARIO

- *W.D. Latimer Co. Ltd. c. Ontario (Procureur général)*, (1974) 6 O.R. (2s) 129
- *E.A. Manning Ltd. c. Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*, (1995) 23 O.R. (3d) 257
- *Carom c. Bre-X Minerals Ltd*. [2000] 41 O.R. (3d) 780
- *Agribrands Purina Canada Inc. c. Kasamekas*, 2011 ONCA 460
- *Denison c. Fawcette*, [1958], OR 312
- *Claiborne Industries Ltd. c. National Bank of Canada* [1989], 69 O.R. (2d) 65
- *Gerula c. Flores* [1995] 126 D.L.R. (4th) 506 (C.A. Ont.)
- *Walker c. D'Arcy Moving & Storage Ltd*. [1999], 117 O.A.C. 367 (C.A.)
- *Williams c. Motorola Ltd*. [1998], 38 C.C.E.L. (2d) 76 (C.A. Ont.)
- *Procor Ltd. c. U.S.W.A*. [1990], 71 O.R. (2d) 410 (H.C.)
- *Claiborne Industries Ltd. c. National Bank of Canada* [1989], 69 O.R. (2d) 65 (C.A.)
- *Drohan v. Sangamo Co. Ltd.*, [1972] 3 O.R. 399
- *Nantais c. Telectronics Proprietary (Canada) Ltd*., [1995] 25 O.R. (3d) 331

COUR DU QUÉBEC

- *Autorités des marchés financiers c. Cournoyer*, 2008, QCCQ, 12608
- *R. c. Jones*, 2010, QCCQ 851
- *Autorité des marchés financiers c. Vincent Lacroix*, (2007) QCCQ 12907 (11 déc. 2007)
- *R.* c. *Jones*, [2010] QCCQ 851

COUR SUPÉRIEURE DU QUÉBEC

- *Autorité des marchés financiers c. Demers*, 2005, QCCS, 40028
- *Bonhomme c. Bickerdike*, (1899) 17 C.S. 28
- *Dupuis c. Pan American Mines Ltd*., (1979) C.S. 421 (C.S.Q.)
- *Irwin Management Consultants Ltd. c. Thorne, Riddell*, [1991] R.R.A. 187 (C.S.).
- *R.* c. *Lacroix*, 2009 QCCS 4519
- *Beaudouin c. Avantage Link inc*. [2002], J.Q. n° 4575 (C.S.) ;
- *Léveillé c. Avantage Link inc*., [2004], J.Q. n° 8383 (C.S.)
- *Markarian c. Marchés Mondiaux CIBC inc*., [2006] RJQ 2851
- *Hinse* c. *Québec (P.GJ,* [2011] R.J.Q. 794 (C.S.).
- *Rizzuto c. Rocheleau*, [1996] R.R.A 448 (C.S.)
- *Paris c. Lafrance*, 2011 QCCS 4619, [2011] J.Q. n° 11482
- *Comité syndical national de retraite Bâtirente inc. c. Société financière Manuvie*, 2011, QCCS 3446 [2011] J.Q. n° 9021
- *Association des journalistes indépendants du Québec c. Cedrom-SNI*, [1999] R.J.Q. 2753 (C.S.)
- *Union des consommateurs c. Vidéotron ltée,* 2011 QCCS 2957, [2011] J.Q. n° 7578 ;
- *Huneault c. Fonds AGF inc*., 2010 QCCS 4413, [2010] J.Q. n° 9352

- *Fournier c. Banque Scotia*, 2010, QCCS 120, [2010] J.Q. n° 258 ;
- *McColl* c. *Grand Prix F1 du Canada inc*., 2007 QCCS 401, [2007] J.Q. no 7 74.
- *Option Consommateur* c. *Banque de Montréal*, 2008 QCCS 6432, [2008] J.Q. no 14528
- *Union des consommateurs et M. Silas c/ Air Canada,* [2015]
- *Pearl c. Investissements Contempra Ltée*, [1995], R.J.Q. 2697, 2703 (C.S.)
- *AMF c. Benoit Laliberté* (dossier n° 500-36-004807-080)
- *Benoit Laliberté c. AMF* (dossier n° 500-36-004651-082), 28 avril 2009
- *Brito c. Pfizer Canada Inc*., [2008] QCCS 2231
- *Nguyen c. CP Ships Ltd*. [2008] QCCS 3817

COUR D'APPEL DU QUÉBEC

- *Garnet Retallack & Sons* c. *Hall & Henshaw Ltd.*, [1990] R.R.A. 303 (C.A.);
- *Malka* c. *Verrier*, [1998] R.R.A. 715 (C.A.);
- *Caisse populaire de Charlesbourg* c. *Michaud*, [1990] R.R.A. 531, 536 (C.A.), 538 ;
- *Laidley* c. *Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.)
- *Laidley* c. *Kovalik*, [1994] R.R.A. 429 (C.A.)
- *Université Laval c. Carrière*, [1987] R.L. 42 (C.A.)
- *Larose c. Fleury*, [2006] QCCA 1050
- *Genex Communications inc. c. Association québécoise de l'industrie du disque, du spectacle et de la vidéo*, [2009] R.J.Q. 2743 (C.A.),
- *de Montigny (Succession) c. Brossard (Succession)*, [2008] R.J.Q. 2015, 2021, par. 37 (C.A.).
- *Métromédia CMR Montréal inc. c. Johnson*, [2006] QCCA 132
- *Hôpital général de la région de l'amiante inc. c. Perron*, [1979] C.A. 567;
- *Corriveau c. Pelletier*, [1981] C.A. 347;
- *Lebrun c. Québec-Téléphone*, [1986] R.J.Q. 3073 (C.A.);
- *Drouin c. Bouliane*, [1987] R.J.Q. 1490 (C.A.);
- *Gravel c. Hôtel-Dieu d'Amos*, [1989] R.J.Q. 64 (C.A.);
- *Coronation Insurance Co. c. Juneau*, [1992] R.R.A. 763 (C.A.);
- *Prat c. Poulin*, [1997] R.J.Q. 2669 (C.A.);
- *Stéfanik c. Hôpital Hôtel-Dieu de Lévis*, [1997] R.J.Q. 1332 (C.A.).
- *Patenaude c. Roy*, [1994] 123 D.L.R. (4th) 78 (C.A. Qué.)
- *Croteau c. Air Transat AT Inc*., [2007] R.J.Q. 1175, J.E. 2007-1151 (C.A.)
- Château c. Placements Germarich Inc., [1990], J.Q. n° 2141 (C.A.)
- *Guilbert c. Vacances Sans Frontière Ltéee*, [1991] R.D.J. 513, [1991] J.Q. n° 860 (C.A.)
- *Bellavance c. Klein*, J.E. 97-172, [1996] J.Q. n° 4137 (C.A.)
- *Hocking c. Haziza*, [2008] QCCA 800

COUR D'APPEL DE COLOMBIE-BRITANNIQUE

- *Robitaille c. Vancouver Hockey Club Ltd*., [1981] 124 D.L.R. (3d) 228 (C.A. C.-B.)
- *Mustaji c. Tjin* [1996], 30 C.C.L.T. (2d) 53 (C.A.C.- B.)

COUR SUPÉRIEURE DE COLOMBIE-BRITANNIQUE

- *Meyer v. Gordon* [1981], 17 C.C.L.T. 1
- *Matusiak c. British Columbia and Yukon Territory Building and Construction Trades Council*, [1999] B.C.J. No. 2416 (QL) (C.S.).
- *Horseshoe Bay Retirement Society c. S.I.F. Development Corp*. [1990], 66 D.L.R. (4th) 42 (C.S.C.-B.)

COUR SUPRÊME DE LA COLOMBIE-BRITANNIQUE

- *Kates c. Hall* [1991], 53 B.C.L.R. (2d) 322 (C.A.)

COUR D'APPEL DE LA NOUVELLE-ÉCOSSE

- *Warner c. Arsenault* [1982], 53 N.S.R. (2d) 146

COUR D'APPEL DE L'ALBERTA

- *Recovery Production Equipment Ltd. c. McKinney Machine Co*. [1998] ABCA 239

COMMISSION DES VALEURS MOBILIÈRES DE L'ALBERTA

- *Re Morrison Williams Investment Management Ltd*, (2000) 9 A.S.C.S 2888
- *Re Henderson*, [2014] ABASC 49
- *Re Leemhuis*, [2008] ABASC 585

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS DU QUÉBEC

- *Autorité des marchés financiers c. M. Bertrand et autres*, dossier n° 2011-022, décision n° 2011-022-001, (5 septembre 2012)
- *Autorité des marchés financiers c. Demers*, dossier 2004-018, décision 2004-018-01 (28 février 2006)
- *Autorité des marchés financiers c. Mizrahi*, dossier 2008-004, décision 2008-004-006, (12 mai 2008)
- *Autorité des marchés financiers c. Jean-Pierre Lefebvre*, dossier n° 2009-035, décision n° 2009-035-001, (21 déc. 2011)
- *Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc*., QCBDRVM 18, dossier n° 2005-014, (24 août 2005)
- Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc., QCBDRVM 34, dossier n° 2005-014 (17 nov. 2005) ;

- *Autorité des marchés financiers c. Norbourg gestion d'actifs inc.*, QCBDRVM 12, dossier n° 2005-014, décision n° 2005-014-05, (1er févr. 2006)
- *Autorité des marchés financiers c. Henderson*, 2014 QCBDR 68
- *Autorité des marchés financiers c. Landbankers International MX, s.a. de c.v.*, [2008] QCBDRVM 50
- *Autorité des marchés financiers c. Borealis International inc.*, [2008] QCBDRVM 38
- *Autorité des marchés financiers c. Oversea Chinese Fund Limited Partnership*, [2009] QCBDRVM 27

INDEX

(Les numéros renvoient aux paragraphes)

-A-

Abus de marché :
- Notion : 373-397
- Préjudice : 481-484 ; 877
- Réforme : 617 et s.
- Régime légal de responsabilité : 887-912
- Action de groupe : 1023

ACVM : 65 ; 832

Action collective (Canada)
- Origine : 990
- Recours collectif québécois : 995 ; 1035
- Qualité pour agir : 1056-1059
- Publicité : 1069
- Fonds d'aide aux actions collectives : 1077
- Recours collectif mutli-territorial : 1088-1090

Action en représentation conjointe : 1006-1012

Action de groupe (France)
- Avantages : 977-981
- Champ d'application : 1017
- Procédure : 1032
- Qualité pour agir : 1050
- Opt-in/opt-out : 1040 ; 1062
- Publicité : 1069
- Financement : 1074 ; 1079

Action de groupe européenne : 1086

Action syndicale : 1004

AEMF : 825-829

Aiguillage :
- Principe : 626
- Critiques : 630

AMF
- Création : 222 ; 230
- Constitution de partie civile : 770
- Autorité de poursuite : 779
- Sachant : 799 ; 792

AMFQ
- Création : 135
- Statut : 140
- Compétence : 157 ; 249

Analyse économique du droit : 561

Audiences conjointes :
- Canada : 847
- Union européenne : 851

-B-

Bourse (histoire) : 3 et s.

Bureau de décision et de révision (Québec)
- Composition : 146
- Pouvoirs **:** 159
- Procédure : 164

-C-

COB :
- Missions : 187 ; 191 ; 198
- Pouvoir de sanction administrative : 200 ; 214

Confiance : 23 ; 567

Conflits d'intérêts : 245 ; 273

Comité des sanctions :
- ACVM : 838
- AEMF : 839-844

Commission des sanctions (AMF)
- Création : 239
- Compétence : 254 ; 592
- Composition : 268
- Procédure : 259
- Voies de recours : 263

Compétence provinciale (Canada) : 44

Compétence fédérale (Canada) : 71

Composition administrative : 354 ; 720

Coopération
- Canada : 65 ; 832
- Union européenne : 528-536 ; 823 ; 833-836
- Internationale : 518-523 ; 817-820

Cumul des sanctions : 210 ; 373-397 ; 582

Cumul des procédures : 603

CVM multifonctionnelles
- Création : 103
- Statut : 107 ; 117
- Compétence : 121
- Indemnisation : 317 ; 783

-D-

Dommages et intérêts puntifs (Canada)
- Origine : 919
- Champ d'application : 926 ; 931
- Critiques : 944

Dommages et intérêts punitifs (France)
- Avantages : 936
- Critiques : 946 ; 952
- Proposition : 966

-E-

Efficacité de marché : 15

Enquête :
- AMF : 733-744

- CVM multifonctionnelles : 124
- Pénale : 746-755

Équipe intégrée – Police des merchés financiers : 763

-F-

Faute lucrative : 562 ; 941

Fonds d'indemnisation québécois : 318

-G-

Garanties procédurales : 162 ; 260

-I-

Impartialité :
- Notion : 424-438
- AMF : 585-590
- CVM multifonctionnelles : 129

Indépendance :
- Notion : 408-423
- COB : 192 ; 197
- AMF : 247
- CVM multifonctionnelles : 114
- AMFQ : 150 ; 153

Injonction : 199 ; 704

Intérêt public (Canada) : 155 ; 285

Internationalisation (marchés financiers) : 513-517

-J-

Juge (Canada)
- Pouvoirs de redressement : 321
- Infractions pénales réglementaires (Canada) : 328
- Infractions au droit criminel (Canada) : 74 ; 327
- Peine d'emprisonnement : 330 ; 336
- Indemnisation : 331

Juge (France)
- Indemnisation : 360 ; 599
- Infractions pénales : 364 ; 596

Jugement de responsabilité : 1068 ; 1097

-L-

Législation provinciale : 61

-M-

Médiation : 713-718

Motivation des décisions : 454-459

-N-

Nouveau-Brunswick (Réforme) : 169

-O-

OICV : 809-814

Ordonnances de blocages (Canada) : 289

Ordonnances réciproques :
- Canada : 854-863
- Union européenne : 864

Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières : 303

Organisme d'autoréglementation : 297

OPJ boursier : 760

-P-

Peine privée : 566-571 ; 915 ; 982

Préjudice
- Financier : 478-485
- Évaluation : 497 ; 803 ; 901 ; 1099-1107
- Perte de chance : 501-511

Procureur financier : 366 ; 750 ; 757 ;

Publicité des décisions : 262

-R-

Régime statutaire de responsabilité civile (Canada) : 880-886 ; 933

Réglementation fédérale des valeurs mobilières :
- Origines : 82
- Projet de Loi canadienne sur les valeurs mobilières : 89
- Tribunal canadien des valeurs mobilières : 91 ; 98
- Régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux : 95

Régulation : 184 ; 189

Réparation intégrale (principe) : 949

-S-

Sanction
- Définition : 401
- Fonction réparatrice : 465-472
- Fonction punitive et dissuasive (droit pénal) : 538-558
- Fonction punitive et dissuasive (responsabilité civile) : 559-

Sanctions (Canada)
- Administratives : 309-316
- Disciplinaires : 305
- Pénales : 74, 327 ; 328

Sanctions (France)
- Disciplinaires : 342
- Pénales : 371 ; 620

Scandales financiers : 7

-T-

Trading à haute fréquence : 22

Transaction : 1092-1097

Tribunal des marchés financiers
- Création : 638-645
- Administratives : 348

Séparation des pouvoirs : 211 ; 409 ; 412

Théorie du double aspect (Canada) : 75

- Avantages : 646-656
- Compétence : 668-675
- Magistrats spécialisés: 676
- Professionnels : 684
- Procédure : 688

TABLES DES MATIÈRES

PARTIE 1 LE DIALOGUE DES SYSTÈMES.....45

TITRE 1 L'ORGANISATION DE LA SANCTION 49

Chapitre 1 LE PLURALISME STRUCTUREL CANADIEN 53

SECTION 1 LES ORIGINES DU PLURALISME 54

§1 – La compétence législative de principe des provinces 54

A – Fondement de la compétence provinciale en matière de valeurs mobilières 54

B – Contours de la compétence provinciale 58

C - Pluralité de législations sur les valeurs mobilières 62

I – Une législation par province 62

II – Une coopération volontaire entre les provinces 64

§2 – La compétence résiduelle de l'État fédéral 67

§3 – Vers une réglementation fédérale des valeurs mobilières 71

A – Les débats autour d'une réglementation fédérale 71

B – Le premier projet de Loi canadienne sur les valeurs mobilières 75

C – Le régime coopératif en matière de réglementation des marchés de capitaux 77

SECTION 2 LES MANIFESTATIONS DU PLURALISME 81

§1 - Le modèle classique : une commission multifonctionnelle 82

A – Le statut des commissions multifonctionnelles 82

I – Un organisme autonome administratif 82

II – La question de l'indépendance par rapport au pouvoir exécutif 85

B – Le cumul des pouvoirs 89

§2 – Le nouveau modèle : la séparation des fonctions 96

A – Le modèle québécois 96

I - La réforme québécoise 97

II - Le maintien du statut d'organisme administratif autonome 100

III - L'indépendance garantie du Bureau par rapport à l'Autorité 105

a) Indépendance institutionnelle 105

b) Indépendance fonctionnelle 106

IV - Les fonctions respectives de l'Autorité et du Bureau 108

a) Les pouvoirs administratifs de l'Autorité 108

b) Les pouvoirs quasi-judiciaires du Bureau 108

B – La réforme au Nouveau-Brunswick 112

CHAPITRE 2 LE MONISME ADMINISTRATIF FRANÇAIS 117
SECTION 1 LA COMMISSION DES OPÉRATIONS DE BOURSE 118
§1 – La création d'une « autorité morale » 118
A – De la surveillance 118
B – À la régulation administrative 122
§2 – L'octroi postérieur du pouvoir de sanction administrative 125
A – La judiciarisation des pouvoirs de la COB 126
I – Les contours du pouvoir de sanction administrative 126
II – La validation du pouvoir de sanction administrative par le Conseil constitutionnel 129
III – Le pouvoir de sanction administrative au regard du droit européen 130
B – Réflexions sur une séparation des fonctions de sanction et de réglementation . 136
SECTION 2 L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS 141
§1 – Les caractéristiques de la nouvelle autorité 141
A – L'indépendance de l'autorité 142
B – La séparation du pouvoir de sanction 145
§2 – La nature de la Commission des sanctions 151
A - Un organe quasi juridictionnel au regard de la procédure 151
I – Le respect des garanties procédurales devant la Commission des sanctions . 151
II - L'inégalité face aux voies de recours contre les décisions de la Commission des sanctions 155
B – Un organe professionnel au regard de sa composition 158
TITRE 2 L'EFFICACITÉ DE LA SANCTION 165
CHAPITRE 1 L'EFFICACITÉ AU REGARD DE LA PRATIQUE DE LA SANCTION . 169
SECTION 1 AU CANADA : UN ÉQUILIBRE ENTRE AUTORITÉ DE MARCHÉ ET JUGE . 170
§1 – Le rôle préventif des Commissions de valeurs mobilières 170
A – Le guide de « l'intérêt public » 171
B – Les ordonnances de blocage 173
C – Les mesures répressives 176
I - Le pouvoir de sanction disciplinaire des organismes d'autoréglementation .. 176
II - Le pouvoir de sanction disciplinaire des CVM 181
D - Les pénalités administratives 183
E – Le rôle de certaines CVM en matière d'indemnisation 188
§2 – Le rôle répressif du juge 190
A – Les pouvoirs de redressement du tribunal 190
B – Le domaine pénal réglementaire et fédéral 192

SECTION 2 EN FRANCE : LA PRÉDOMINANCE DE LA COMMISSION DES SANCTIONS 200
§1 – La Commission des sanctions : des pouvoirs étendus 200
A – L'acquisition du pouvoir de sanction disciplinaire 201
B – Le renforcement du pouvoir de sanction administrative 204
C – Le pouvoir d'homologation des transactions 207
§2 – Le juge : des pouvoirs limités 209
A – L'absence de rôle du régulateur en matière de réparation des préjudices financiers 209
B – La compétence de principe en matière d'infractions pénales 211
§3 – La remise en cause de la répartition des compétences : l'arrêt *Grande Stevens* . 215
CHAPITRE 2 L'EFFICACITÉ AU REGARD DES CRITÈRES DE LA SANCTION . 229
SECTION 1 231
LE CRITÈRE DE LA LÉGITIMITÉ DE LA SANCTION 231
§1 – La légitimité extrinsèque de la sanction 231
A – Une autorité indépendante 232
B – Une autorité impartiale 240
C – Une autorité compétente 247
§2 – La légitimité intrinsèque de la sanction 249
SECTION 2 LE CRITÈRE DE L'ADÉQUATION AUX MARCHÉS FINANCIERS 257
§1 – Une sanction réparatrice 257
A – L'efficacité de la réparation comme condition du bon fonctionnement des marchés 258
I – La fonction réparatrice de la sanction 258
II - Spécificité du domaine boursier 262
B – Les insuffisances de la responsabilité civile de droit commun 272
§2 – Une sanction « internationale » 287
A – Les risques de l'internationalisation 287
B – Les insuffisances de l'harmonisation 290
I – Au regard de l'harmonisation internationale 290
II – Au regard de l'harmonisation régionale 292
a) L'harmonisation provinciale au Canada 293
b) L'harmonisation au niveau européen 294
§3 – Une sanction punitive et dissuasive 299
A – La fonction punitive et dissuasive du droit pénal 300
I – La fonction punitive au Canada : l'importance du droit criminel 301

II – La fonction punitive en France : le déclin du droit pénal 303
B – La fonction punitive et dissuasive de la responsabilité civile 309

PARTIE 2 LA PROPOSITION D'UN MODÈLE 319

TITRE 1 PROPOSITION POUR UN TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS : UNE JURIDICTION SPÉCIALISÉE 323

CHAPITRE 1 LA CRÉATION DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS 327

SECTION 1 LE BESOIN DE RÉFORME 328

§1 – Les lacunes de la répression 328

A – Au niveau administratif 329

I – La persistance des critiques liées au manque d'impartialité de la Commission des sanctions 329

II – Les limites de la compétence de la Commission des sanctions 333

B – Au niveau judiciaire 335

C – Les inconvénients liés au cumul 339

§2 – Les pistes de réflexions envisagées 341

A – Les propositions écartées 342

B – La proposition adoptée : l'aiguillage 345

I – L'adoption d'une loi fondée sur l'aiguillage 346

III – Les inconvénients de l'aiguillage 351

SECTION 2 LA RÉPONSE D'UNE JURIDICTION SPÉCIALISÉE 355

§1 – L'idée d'une juridiction financière spécialisée en question 355

A – Le rejet d'un Tribunal des marchés financiers par la doctrine majoritaire 357

B – Les avantages d'une juridiction ad hoc spécialisée 360

§2 – Les contours du nouveau Tribunal des marchés financiers 365

A – Une juridiction spécialisée 365

B – Un juge unique du contentieux relatif aux marchés financiers 367

I - Le prononcé de sanctions administratives par une juridiction 368

II – La compétence du Tribunal des marchés financiers 370

C – La composition du Tribunal des marchés financiers 373

I – La proposition écartée 373

II – La proposition formulée 374

a) La fonction de jugement au profit de magistrats spécialisés 375

b) La présence de professionnels avec avis consultatif 376

D – La procédure applicable 378

CHAPITRE 2 LES CONSÉQUENCES DE LA CRÉATION DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS 383
SECTION 1 LES CONSÉQUENCES DANS L'ORDRE INTERNE 384
§1 – La redéfinition du rôle de l'AMF en amont de l'instance 384
A – L'AMF et la prévention des litiges 384
I – Le pouvoir de contrainte : l'injonction 385
II – Le pouvoir de négociation : la médiation et la transaction 386
a) L'AMF médiatrice 387
b) Le développement de la composition administrative 389
1) Les limites de la procédure de composition administrative 389
2) Le renforcement du rôle de l'AMF dans le système proposé 391
B – L'AMF et l'enquête 395
I – L'existence d'un paradoxe dans l'enquête 395
a) L'efficacité incontestable de l'AMF en matière de détection des fraudes 395
b) Les lacunes de la procédure d'enquête des infractions pénales 399
II – Surmonter le paradoxe : l'association des enquêteurs de l'AMF aux enquêtes pénales 403
a) Développement de la communication entre les enquêteurs de l'AMF et le Parquet financier 403
b) Le jumelage des enquêtes administrative et pénale 405
§2 – Le renforcement du rôle de l'AMF dans le cours de l'instance 408
A – L'AMF, une partie au litige 408
I – La constitution de partie civile au pénal 408
II – L'AMF, une autorité de poursuite des manquements administratifs et civils 410
a) « Procureur » administratif 410
b) « Procureur » civil 412
B – L'AMF, un sachant 416
I – Aujourd'hui : la participation de l'AMF à l'instance pénale et civile 416
II – Demain : le renforcement proposé du rôle de l'AMF à l'instance 419
SECTION 2 LES CONSÉQUENCES DANS L'ORDRE INTERNATIONAL 423
§1 – La création du TMF au regard de l'OICV 423
A – Le principe de l'absence d'intervention du TMF 423
B – Des améliorations envisageables : l'intervention du TMF 427
§2 – La création du TMF au regard de l'Union européenne 429
A – Le principe de l'absence d'intervention du TMF 429

B – Les améliorations nécessaires : la participation du TMF 436
I – Proposition de création d'un comité des sanctions de l'AEMF 436
II – Proposition d'une participation du TMF à la coopération 439
a) La tenue d'audiences conjointes 440
b) La prise d'ordonnances réciproques 443
TITRE 2 PROPOSITION POUR LES POUVOIRS DU TRIBUNAL DES MARCHÉS FINANCIERS : LA RESPONSABILITÉ CIVILE 451
CHAPITRE 1 L'ADAPTATION DE LA RESPONSABILITÉ CIVILE AU DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS 457
SECTION 1 L'ADAPTATION DES RÈGLES RELATIVES AUX PRÉJUDICES CAUSÉS PAR LES ABUS DE MARCHÉ 458
§1 - La nécessité d'un régime adapté aux abus de marché 458
§2 - Une définition claire du préjudice réparable 463
§3 - La mise en place de présomptions légales 465
§4 – La création d'une méthode objective d'évaluation du préjudice 469
SECTION 2 L'ADAPTATION DE LA RÉPARATION PAR L'INTRODUCTION DE DOMMAGES ET INTÉRÊTS PUNITIFS 475
§1 - L'intérêt des dommages et intérêts punitifs 476
A – Le principe des dommages et intérêts punitifs au Canada 476
B – Les objectifs poursuivis : la punition, la dissuasion et la dénonciation d'un faute d'une particulière gravité 481
C – L'application dans le secteur des valeurs mobilières 483
I – Au Canada : le domaine restreint des dommages et intérêts punitifs 483
II - Les avantages des dommages et intérêts punitifs 485
a) Un moyen de lutte contre les abus envers les investisseurs vulnérables 485
b) Un moyen de favoriser la découverte et la poursuite des fraudes par les victimes .. 487
c) Un moyen de lutte contre les fautes lucratives 488
§2 – Les réticences françaises 490
A – La confusion éventuelle des fonctions de la responsabilité civile et pénale 490
B – La violation du principe de la réparation intégrale du préjudice 492
C – Le risque d'enrichissement sans cause et indu de la victime 495
§3 – Proposition pour une introduction des dommages et intérêts punitifs en France en droit des marchés financiers 497
CHAPITRE 2 L'ADAPTATION DE L'ACTION COLLECTIVE AU DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS 507
SECTION 1 L'INTÉRÊT DE L'ACTION COLLECTIVE DANS LE SECTEUR FINANCIER .. 508

§1 – Les avantages du traitement collectif en matière de préjudices financiers 508
§2 – La France et le Canada face à la *class action* : deux traditions opposées 515
A – Au Canada : une tradition bien ancrée 515
B – En France : entre réticences et tentatives avortées 522
SECTION 2 DE LA CONFIGURATION DE L'ACTION COLLECTIVE ADAPTÉE EN DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS 527
§1 – L'action de groupe de *lege lata* 527
A – Le champ d'application de l'action de groupe 527
B – Le régime de l'action de groupe 533
I - Le jugement relatif à la responsabilité 533
II - L'adhésion des victimes au groupe 537
III - La mise en œuvre du jugement 537
§2 – L'action de groupe *de lege ferenda* 539
A – Les améliorations quant au rayonnement de l'action 540
I - L'extension de la qualité pour agir 540
II - Privilégier le système de l'opt-out 544
III – Les conditions de publicité du jugement de responsabilité 547
B – Les améliorations quant à l'exercice de l'action 549
I - Faciliter le financement de l'action de groupe 549
II - Une action de groupe européenne 552
C – Les améliorations quant au résultat de l'action 556
I - La transaction 556
II - La détermination et l'évaluation du préjudice 559
a) Le préjudice réparable 559
b) L'évaluation du préjudice 560

Marion de Ravel d'Esclapon

Étude comparée des systèmes de sanctions en droit des marchés financiers en france et canada

Résumé

La persistance des fraudes financières depuis les origines de la création de le bourse conduit au constat selon lequel la sanction est un élément fondamental du bon fonctionnement des marchés financiers. En l'état actuel du droit positif, notre système de sanction repose pour l'essentiel sur l'Autorité des marchés financiers. À première vue, le droit français offre le visage d'une architecture moderne. Pourtant, l'actualité n'en finit pas de démontrer l'existence d'affaires et de fraudes sensibles affectant drastiquement la confiance des investisseurs dans le système. En vue d'une amélioration de notre système de sanction, la comparaison avec le droit canadien se révèle très enrichissante. Il en ressort que le système de sanction en droit des marchés financiers français pourrait être rendu plus efficace par la création d'une juridiction spécialisée à laquelle serait confiée l'ensemble du contentieux relatif aux marchés financiers. Une telle réforme favoriserait l'harmonisation et la cohérence du système de sanction.

Droit – Droit des affaires – finance – sanction – France – Canada – lutte – AMF – Tribunal des marchés financiers – marchés financiers

Résumé en anglais

The persistence of financial frauds since the creation of the stock exchange has made it clear that sanctions are a fundamental aspect to ensure the effective functioning of financial markets. Currently, our sanction system relies, for the most part, on the action of the financial regulator, the Autorité des marchés financiers. At first sight, French law offers a very modern system. However, frauds keep on happening, affecting drastically the trust of the investors in the system. In order to improve our sanction system, the comparison with Canadian law has revealed to be very rewarding. It is possible to make our system more efficient by implementing a special jurisdiction, which would be responsible for all the financial markets disputes, in order to make our sanction system more coherent and unified.

Law – Business Law – finance – sanction – France – Canada – ESMA – Authority for Financial Markets – Court of financial markets – financial markets