

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Directeur juridique et conformité  
Groupe Crédit Agricole SA



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit – Paris I  
(Panthéon-Sorbonne)



**BERTRAND DE SAINT MARS**  
Délégué général adjoint  
Amafi



**JEAN-PIERRE BORNET**  
BPCE  
Professeur associé – Paris 11 (Sceaux)

### ■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

#### **Prestataire de service d'investissement – Conflit d'intérêts (oui) – Muraille de Chine (insuffisance) – Liste de surveillance (oui) – Défaut de surveillance (oui).**

CE, 11 février 2011, 1<sup>re</sup> et 6<sup>e</sup> sous section, Société Générale, n° 316508.

Étant prises dans l'objectif de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, les règles de conduite s'imposent à tout prestataire de services d'investissement pour l'ensemble des activités dont il a la maîtrise, y compris celles exercées pour son compte ou à son bénéfice par une structure, même étrangère, qu'il contrôle dotée de la personnalité morale.

Les prestataires de services d'investissement doivent être dotés d'un « dispositif efficace » permettant de prévenir d'éventuelles situations de conflits d'intérêts entre, d'une part, l'activité d'une structure exerçant son activité sur la base d'informations confidentielles et, d'autre part, l'activité d'une structure opérant sur la base d'informations publiques.

Le déontologue doit matériellement contrôler les transactions effectuées sur les instruments financiers inscrits sur la liste de surveillance.

L'arrêt qui vient d'être rendu par le Conseil d'État concerne une décision de sanction prise par l'AMF en février 2008 que nous avons commentée à l'époque<sup>1</sup>. Cette décision, rendue sous l'empire des règles antérieures à la transposition de la directive MIF, avait sanctionné une banque « qui – au lieu de mettre en place un dispositif destiné à détecter et gérer les conflits d'intérêts susceptibles d'intervenir entre [elle-même et un fonds de droit étranger dont elle avait « la maîtrise »], ainsi que la survenance de conflits entre [ce même fonds] et certains de ses clients aurait du l'y conduire – s'est contentée d'interventions ponctuelles, tardives et manifestement insuffisantes, rapportées notamment à la taille et à la réputation de la [banque] ainsi qu'à l'ampleur du risque de préjudice encouru par ses clients ». S'ils confirment en tout point la décision de l'AMF, les juges du Palais Royal n'apportent toutefois pas les précisions supplémentaires qui auraient paru utiles à la bonne compréhension de sa portée dans un domaine, les conflits d'intérêts, particulièrement sensible et important.

1. V. cette Chronique, Banque & Droit n° 119, mai-juin 2008, p. 31.

Après avoir écarté un argument tiré d'une insuffisante motivation en rappelant de façon classique que l'obligation de motivation des décisions de la Commission des sanctions « n'impose pas qu'il soit répondu à l'intégralité des arguments invoqués », le Conseil d'État commence par rejeter l'erreur de droit invoquée par la banque requérante. Il confirme ainsi l'analyse de la Commission selon laquelle les dispositions légales énonçant les règles de conduite applicables à tout prestataire de services d'investissement<sup>2</sup> « s'imposent [à lui] pour l'ensemble des activités dont il a la maîtrise, y compris celles exercées pour son compte ou à son bénéfice par une structure qu'il contrôle dotée de la personnalité morale ». Cette confirmation est présentée comme allant de soi dans une motivation ramassée indiquant que cet effet « découle » de l'objet même de ces dispositions, prises « dans l'objectif de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations ». Subsistent ainsi les interrogations que nous avons formulées précédemment sur la réalité d'une évidence qui, à l'époque des faits, n'était manifestement pas reconnue par le régulateur lui-même<sup>3</sup> et au regard de laquelle il a été depuis estimé souhaitable que le champ des « mesures raisonnables » que doivent prendre les prestataires de services d'investissement pour « détecter » les situations de conflits d'intérêts englobe spécifiquement « toute personne directement ou indirectement liées à eux par une relation de contrôle<sup>4</sup> » (RG AMF, art. 313-18).

Bien sûr, on a du mal à imaginer que l'interposition d'une structure juridiquement indépendante, même de droit étranger, puisse permettre d'échapper aux contraintes générées par le cadre juridique. Dans le même temps, on voit bien que les conséquences peuvent en être rapidement insupportables en obligeant à appliquer à l'entité concernée, non seulement les règles du pays de sa localisation juridique, mais également celles que se doit de respecter l'entité contrôlante, ce qui au niveau de cette dernière doit la conduire à prendre en compte dans son organisation et ses procédures la superposition de toutes les règles applicables à toutes les entités qu'elle contrôle... Certes, il ne semble pas que la totalité du cadre juridique soit concernée, mais seulement les règles dont l'objectif

2. Comofi, art. L. 533-4 à l'époque des faits.

3. V. Synthèse des rapports établis par les responsables du contrôle des services d'investissement sur la circulation des informations confidentielles ou sensibles, qui évoque le fait qu'il soit « souhaitable qu'il existe une structure de déontologie qui soit, même en cas de filialisation des activités concernées, située au-dessus des murailles de Chine de façon à pouvoir vérifier leur étanchéité et organiser et suivre les franchissements » (Rev. CMF, n° 52, oct. 2002, p. 5 et s.).

4. V. sur ce point l'article 18-1 de la directive MIF 2004/39/CE applicable depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, transposée à l'article 313-18 du règlement général.

est de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations. Voilà toutefois un périmètre large susceptible d'englober beaucoup de domaines et ainsi de susciter de nombreuses difficultés : tracer des limites un peu plus précises n'aurait donc pas été inutile.

Le Conseil d'État confirme par ailleurs le manquement relevé par la Commission des sanctions résultant de l'absence de surveillance effective par le déontologue de la banque des opérations réalisées par le fonds sur le titre en cause alors que ce titre avait pourtant été inscrit sur la liste de surveillance depuis plusieurs mois. Ce qui semble en cause ici, et qui ne constitue alors pas une difficulté, c'est que contrairement à l'obligation qu'il avait de suivre « l'état des transactions sur les instruments financiers inscrits sur la liste de surveillance », le déontologue n'ait matériellement procédé à aucun contrôle des transactions effectuées par le fonds sur ce titre. Dans le contexte des règles aujourd'hui applicables (RG AMF, art. 315-15 et 16), relevons d'ailleurs que les établissements doivent désormais conserver « sur un support durable, la trace des mesures qu'il a prises, ou, s'il ne prend aucune mesure en présence d'anomalie significative, les raisons de son abstention ». L'inaction non motivée n'est ainsi plus possible « en présence d'anomalie significative ». Était-ce le cas ? Cela reste à démontrer alors que l'AMF n'avait pas retenu à l'encontre du fonds le manquement d'utilisation d'une information privilégiée, ce qui indirectement laisse présupposer la bonne étanchéité des murailles de Chine de la banque.

En revanche, lorsque le Conseil d'État confirme également l'analyse de la Commission des sanctions en ce qu'un manquement est établi par l'absence de « dispositif efficace permettant de prévenir d'éventuelles situations de conflits d'intérêts entre d'une part l'activité d'une structure exerçant son activité sur la base d'informations confidentielles et d'autre part l'activité d'une structure opérant sur la base d'informations publiques », on se demande quelles caractéristiques ce dispositif devrait avoir, alors que n'est reconnue suffisante ni l'existence d'une « séparation fonctionnelle opérée entre les structures exerçant des activités sur la base d'informations publiques, d'une part, et celles ayant accès à des informations confidentielles, d'autre part, [...] de nature à éviter la transmission d'informations confidentielles par les secondes aux premières », ni celle d'un « dispositif permettant d'identifier d'éventuelles situations de conflits d'intérêts résultant des différentes transactions opérées par les structures ayant accès à des informations confidentielles ». La compréhension est d'autant plus difficile que le manquement est ici caractérisé par rapport à des dispositions réglementaires dont on voit mal, compte tenu des circonstances de l'espèce, en quoi elles n'auraient pas été respectées<sup>5</sup>. Celles-ci prévoyaient en particulier la formalisation dans un recueil de l'ensemble des dispositions déontologiques qui doivent être observées par le prestataire, les personnes agissant pour son compte ou son autorité et ses mandataires avec, d'une part, les procédures dites de « muraille de Chine », dont l'objet est de prévenir la circulation induite d'informations confidentielles, notamment des informations privilégiées

et, d'autre part, l'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans les locaux du prestataire. Or, sur aucun de ces points, la critique n'apparaît à l'évidence : l'absence d'un recueil n'est pas établie, ni la perméabilité des murailles de Chine<sup>6</sup>, aujourd'hui dénommées « barrières d'information », ni non plus le défaut de séparation matérielle des activités. Peut-être, sur ce dernier point, peut-on relever que la décision AMF observait que l'équipe de gestion du fonds était située dans les locaux de la banque à New York. Toutefois, alors que l'AMF ne semblait procéder à ce constat que pour matérialiser le contrôle effectif que la banque avait sur le fonds, le Conseil d'État ne reprend aucunement l'argument.

Certes, il ne peut faire de doute que les prestataires de services d'investissement doivent chercher à disposer d'un « dispositif efficace » permettant de prévenir les situations de conflits d'intérêts. Procéder toutefois à cette seule affirmation sans identifier les défaillances présentées par celui en cause ou caractériser les conflits rencontrés n'est pas de nature à permettre d'en tirer des enseignements opérationnels directs. Au final, s'agissant d'ailleurs d'une procédure dont l'origine est un manquement non retenu d'exploitation d'une information privilégiée, c'est l'entremêlement entre cette problématique et celle des conflits d'intérêts qui gêne le plus.

**Abus de marché – Manquement d'initié – Cumul des poursuites possible : oui – Utilisation induite : preuve – Sanction du décuple du montant des profits, prise en compte de la perte évitée : oui.**

Cass. com., 8 février 2011, n° 10-10965, Marionnaud.

**Le principe de non-cumul des peines n'interdit pas le prononcé de sanctions administratives parallèlement à celles infligées par le juge répressif.**

**Dès lors qu'est établie la matérialité des faits constitutifs du manquement d'initié, il appartient à la personne mise en cause de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation induite de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée.**

**Le plafond du décuple du montant des profits éventuellement réalisés prévu par l'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier désigne tout avantage économique retiré de l'opération, qu'il s'agisse d'un gain, d'un avantage, d'un bénéfice ou d'une perte évitée.**

La Cour de cassation<sup>7</sup> met une fin à l'affaire Marionnaud en rejetant le pourvoi contre l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 24 mai 2009<sup>8</sup>. Elle le fait par un arrêt doublement sévère, d'abord pour l'intéressé, ce qui n'est pas en question ici, ensuite par le rejet ferme des arguments de celui-ci, ce qui n'est pas sans discussion.

6. D'autant moins que la Commission des sanctions n'avait pas retenu le grief d'exploitation par le fonds d'une information privilégiée détenue par la banque.

7. D. 2011, 593, obs. A. Lienhard.

8. CA Paris, 24 novembre 2009 : RTDF 2009, n° 4, p. 121, obs. B. Garrigues ; Bull. Joly Bourse 2010, 100, note Pons-Henry

5. Établies à l'époque par le règlement général du Conseil des marchés financiers.

En premier, le dirigeant sanctionné pour manquement d'initié par l'AMF, puis par la cour d'appel, invoquait la circonstance qu'il avait également fait l'objet d'une poursuite pénale, laquelle avait donné lieu à un classement sans suite. Il estimait qu'une telle poursuite pour les mêmes faits aurait dû rendre impossible toute poursuite devant une autorité administrative et qu'en admettant le contraire, la cour d'appel avait commis une violation du principe « non bis in idem » et de la même règle prévue à l'art. 4 du protocole 7, additionnel à la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. La Chambre commerciale de la Cour de cassation écarte cet argument, comme l'avait déjà fait la Chambre criminelle le 1<sup>er</sup> mars 2000<sup>9</sup>, et, rappelant que l'art. 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention a fait l'objet de réserves de la part de la France pour qu'il ne s'applique qu'aux infractions relevant de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale, en conclut que le prononcé de sanctions administratives parallèlement aux peines infligées par un juge répressif est autorisé. Rappelons que telle avait déjà été la position de la Cour de cassation et du Conseil d'État à l'occasion d'une question prioritaire de constitutionnalité<sup>10</sup>.

L'affaire pourrait paraître entendue. Il n'est cependant pas certain que la solution soit indiscutable, loin s'en faut. Elle mériterait d'être reprise, parce que le montant de la sanction pécuniaire que peut désormais prononcer l'AMF (100 millions d'euros) en fait une vraie sanction<sup>11</sup>. Où est en effet la différence de finalité entre la répression administrative et la répression pénale ? Les deux n'ont-elles pas vocation à protéger l'ordre public boursier, c'est-à-dire l'intégrité du marché et l'égalité des investisseurs ?<sup>12</sup> Une telle sanction n'a plus aucun caractère disciplinaire et se veut exclusivement répressive, ce qui relève des mêmes objectifs que la sanction pénale. Surtout, tous les aspects de la question, spécialement de droit européen au sens large, n'ont pas encore été pris en compte ; ce n'est pas seulement le problème de la double peine qui est en cause, car il est en partie résolu par l'application du principe de proportionnalité, c'est également celui de la double poursuite, que vient de relancer l'arrêt *Spector* de la CJUE du 23 décembre 2009<sup>13</sup> selon une analyse approfondie de celui-ci<sup>14</sup>.

La Cour de cassation rejette un deuxième argument, relatif à la nécessité ou non d'un élément moral dans

la caractérisation du manquement d'initié et de la possibilité d'invoquer un fait justificatif. Elle prend à nouveau partie en faveur d'une analyse objective du manquement d'initié, comme elle l'avait déjà fait<sup>15</sup>. Elle écarte tout élément moral pour un initié primaire (le dirigeant en l'espèce), mais admet la possibilité d'invoquer l'absence d'utilisation de l'information privilégiée. Elle met donc un terme aux hésitations antérieures<sup>16</sup>. Elle paraît ainsi s'aligner sur l'arrêt *Spector* de la Cour de Justice de l'Union européenne du 23 décembre 2009<sup>17</sup>.

L'alignement n'est cependant pas total car celui-ci, selon l'analyse précise et argumentée qui en a été faite<sup>18</sup>, n'a pas écarté la nécessité d'un élément moral et s'est contenté de le présumer, présomption simple qui n'exonère pas l'autorité de sanction de démontrer que l'utilisation de l'information est contraire aux fins de la répression du manquement d'initié et qui peut être renversée par la personne poursuivie en démontrant qu'elle n'a pas utilisé l'information privilégiée reçue. L'arrêt *Spector* imposerait en effet de passer d'un système de responsabilité de plein droit à une responsabilité pour faute présumée<sup>19</sup>. À la différence de la CJUE, la Cour de cassation semble estimer que l'élément moral n'est pas simplement présumé, mais n'entre pas dans les éléments constitutifs du manquement ; cependant, elle permet à la personne poursuivie de démontrer qu'elle n'a pas fait une utilisation indue de l'information, ce qui est un progrès : « dès lors qu'est établie la matérialité des faits constitutifs du manquement d'initié, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer qu'elle n'a pas fait une exploitation indue de l'avantage que lui procurait la détention de l'information privilégiée ». Signalons que le Conseil d'État, dans la décision déjà citée, n'a pas écarté l'existence d'un élément moral, mais estimé que sa caractérisation n'était pas nécessaire car il serait consubstantiel aux éléments matériels<sup>20</sup>, ce qui pourrait permettre la preuve de son absence et serait plus proche de la position de l'arrêt *Spector* de la CJUE.

Restait à savoir ce qu'il fallait entendre par « exploitation non indue d'une information privilégiée ». La Cour de cassation renvoie à l'appréciation souveraine de la cour d'appel. En l'espèce celle-ci a interprété très restrictivement cette notion et l'a assimilée à l'état de nécessité ; elle a précisément exigé qu'il s'agisse d'une « impérieuse nécessité », comme l'avait déjà retenu la cour de cassation en 2010<sup>21</sup>. En l'occurrence, la personne poursuivie invoquait le fait qu'elle avait dû procéder aux cessions litigieuses pour régler des dettes criantes, mais la cour

9. Cass. crim., 1<sup>er</sup> mars 2000 : B. crim. n° 98 ; D. 2000, AJ, 229, obs. A. Lienhard ; Bull. Joly Bourse 2000, p. 443, note N. Rontchevsky.

10. Cass., Ass. plén., 8 juillet 2010, n° 10-10965 : *Banque & Droit* n° 135, janvier-février 2011, p. 39 ; CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> sous-sections réunies, 16 juillet 2010, n° 32-1056 ; Bull. Joly Bourse 2000, p. 443, note J. Lasserre Capdeville ; *Banque & Droit* n° 135, janvier-février 2011, p. 39.

11. H. Le Nabasque, « La règle "non bis in idem" et les abus de marché (à propos des arrêts de l'assemblée plénière du 8 juillet 2010) » : RDBF novembre-décembre 2010, p. 1.

12. Voir J. Méadel, *Les Marchés financiers et l'ordre public*, Bibl. de droit privé, t. 478, LGDJ, préface de M. Germain, 2007.

13. CJUE, 23 décembre 2009, *Spector* : RTDF 1/2010, p. 126, note N. Rontchevsky ; RTD Com 2/2010, p. 395, note N. Rontchevsky ; Bull. Joly Bourse mars-avril 2010, p. 92, note St. Torck ; RDBF 2/2010, comm. 80, p. 91, note Th. Bonneau ; D. des soc. 5/2010, comm. 96, p. 31, note R. Mortier ; *Banque & Droit* n° 129, p. 27.

14. Voir F. Drummond, *Le Manquement d'initié : données récentes*, Table ronde n° 2, 3<sup>e</sup> Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, p. 13 : site AMF (amf-france.org).

15. Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-11366 : RTDF 2/2010, p. 133, note E. Dezeuze ; RTD Com. 2/2010, p. 395, note N. Rontchevsky ; *Banque & Droit* n° 131, mai-juin 2010, p. 29. Cass. com. 15 juin 2010, n° 09-14968 : *Banque & Droit* n° 135, janvier-février 2011, p. 39.

16. Voir Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Economica, n° 499-1, p. 719.

17. CJUE, 23 décembre 2009, affaire *Spector*, préc.

18. Voir F. Drummond, intervention précitée au 3<sup>e</sup> Colloque de la Commission des sanctions de l'AMF, p. 11.

19. F. Drummond, préc.

20. CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> sous-sections réunies, 16 juillet 2010, n° 32-1056, préc.

21. Cass. com. 23 mars 2010, n° 09-11366 : RTDF 2/2010, p. 133, note E. Dezeuze ; RTD Com 2/2010, p. 395, nte N. Rontchevsky ; *Banque & Droit* n° 131, mai-juin 2010, p. 29.

d'appel a estimé que cette situation était le résultat de ses choix personnels dans la gestion de ses affaires et qu'aucune des cessions critiquées n'avait été imposée par une impérieuse nécessité. Elle a apporté une précision : elle aurait pu y voir une impérieuse nécessité en cas d'« imminence d'une vente forcée de ses actions de la société Marionnaud ou d'un autre élément de son patrimoine ».

Enfin, la Cour de cassation répond à un dernier argument de la personne poursuivie. Celle-ci reprochait à l'AMF, puis à la cour d'appel, d'avoir déterminé la sanction pécuniaire en fonction des profits qu'elle avait réalisés, en entendant très largement la notion de profit et en y incluant la perte évitée. Le pourvoi invoquait le principe d'interprétation stricte de la loi pénale, repris par l'art. 7 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales. La Cour de cassation l'écarte et retient une interprétation extensive du texte fondant la répression et la sanction. L'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier prévoit que la sanction pécuniaire à l'encontre d'un dirigeant peut aller jusqu'au « décuple du montant des profits éventuellement réalisés », et la cour juge que l'expression « profits éventuellement réalisés » désigne « de manière suffisamment précise, les avantages économiques éventuellement retirés de l'opération », ce qui peut inclure « les pertes évitées ». Avouons qu'il n'est pas d'une évidence immédiate de considérer que la notion de « profits éventuellement réalisés » désigne « de manière suffisamment précise » les « pertes évitées », et que l'interprétation est plus téléologique que stricte. Là encore, elle est particulièrement sévère et plus dictée par un objectif de répression que par le souci des droits de l'homme et des libertés fondamentales, ce que l'on peut regretter. Mais il est vrai que, dans l'ordre économique, la sanction des comportements répréhensibles doit être particulièrement lourde pour être efficace et dissuasive.

### Réception-transmission d'ordres – Suspension du cours (oui) – Devoir d'information du prestataire (non).

Cass. com. 12 octobre 2010.

**En présence d'un ordre d'achat « à tout prix », le prestataire n'est pas obligé de suivre le cours de l'action. Dès lors, le prestataire qui transmet et exécute l'ordre à la reprise des cotations du titre agit selon les termes de l'instruction reçue sans qu'il pèse sur lui une obligation particulière d'information du client suite à la hausse importante du cours du titre acquis.**

L'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 12 octobre 2010 concerne l'activité de réception-transmission d'ordres de bourse sous un aspect rarement discutée devant les tribunaux. Un client a transmis à sa banque un ordre d'achat d'actions « à tout prix » et sans spécifier de délai d'exécution. L'on sait que les ordres d'achat à tout prix sont exécutés dans le marché dès leur réception. En règle générale, la discussion porte sur les délais de transmission de l'ordre dans le marché et l'obli-

gation de diligence à laquelle est soumis le prestataire<sup>22</sup>. Au cas présent, le prestataire a transmis rapidement l'instruction mais cette dernière n'a pas été exécutée car la cotation du titre a été suspendue. Ce n'est qu'à la reprise de la cotation du titre que l'instruction transmise a été exécutée à un prix supérieur aux attentes du client puisque le cours de la valeur avait plus que doublé par rapport à celui constaté lors de la transmission de cet ordre. Mais comme cet ordre avait été spécifié « à tout prix » il ne pouvait être qu'exécuté par l'intermédiaire financier ce que le client conteste. La Cour de cassation ne fait pas droit aux arguments du client fondé sur le devoir d'information du prestataire à son égard. La Cour relève que la convention de compte d'instruments financiers signée par le client contenait des informations sur le fonctionnement des marchés et rappelait les risques inhérents à ces transactions. Or le client avait signé un ordre d'achat des titres où il reconnaissait avoir pris connaissance de ces dispositions et les accepter sans réserve. C'est le constat de cette reconnaissance d'information par le client qui permet à la Cour de cassation de refuser l'argumentation du client. Ce dispositif doit être approuvé.

En premier lieu, cette décision s'insère dans le fil de décisions antérieures qui précisent que le prestataire mandataire n'est pas tenu d'une obligation de conseil à l'égard de son client. En revanche, il est tenu d'une obligation d'information lors de la conclusion des relations contractuelles, obligation qui se complète d'une obligation de mise en garde contre les risques encourus dans les opérations spéculatives dont il a connaissance<sup>23</sup>. S'agissant de la clause de reconnaissance d'information et donc de compréhension par ce dernier, l'on sait que ces clauses ne sont pas toujours retenues en présence de client profane pour lesquels la reconnaissance de la remise de cette information n'est pas considérée comme suffisante pour que les magistrats puissent s'assurer de la réelle compréhension du client sur la portée de ces instructions. C'est ainsi qu'un arrêt de la cour d'appel de Paris, en présence comme cela est souligné d'un client profane, avait considéré que cette reconnaissance par le client n'emportait pour autant une réelle compréhension de l'opération par le client<sup>24</sup>. Une décision de la cour d'appel de Paris s'oppose à cette conception s'agissant toutefois de la souscription à un produit simple<sup>25</sup>. Une décision de la Cour de cassation du 19 janvier 2010 s'inscrit également dans ce courant qu'elle parraine<sup>26</sup>. L'arrêt rendu par la Cour de cassation le 12 octobre 2010 présente l'intérêt de ne pas réfuter *a priori* la reconnaissance signée du client. Ce point est d'importance alors que les Régulateurs tendent à exiger du prestataire l'assurance de la bonne compréhension du produit financier acquis ou souscrit par le client. C'est ainsi que la recommandation de l'ACP portant sur la commercialisation des contrats d'assurance sur la vie en unités de compte constitués d'instruments

22. Versailles 23 septembre 2003, Paris 17 février 2005.

23. Cass. com. 9 nov 2010 : v. cette Chronique, *Banque & Droit* n° 135.

24. Paris 30 juin 2005 : v. cette Chronique, *Banque & Droit* n° 104.

25. Paris 22 mai 2008 : v. cette Chronique, *Banque & Droit* n° 121.

26. Cass. com. 19 janvier 2010 : v. cette Chronique, *Banque & Droit* n° 130.

financiers complexes du 15 octobre 2010 précise en son point 5.5 que l'intermédiaire recueille « par tout moyen approprié à la nature de la clientèle, la preuve que le souscripteur adhérent comprend la nature du support proposé comme unité de compte ainsi que les risques y afférents ». Ainsi appréciée, la décision de la Cour de cassation présente un réel intérêt car elle admet que la reconnaissance expresse par le client de sa compréhension constitue un moyen approprié prouvant que le client a bien compris les caractéristiques du produit auquel il a souscrit. Certes, cette décision est muette sur la nature du client ayant engagé cette action. Était-il profane ou au contraire expérimenté et coutumier des opérations boursières ? Cet élément n'ayant pas été, semble-t-il, soulevé par les parties et compte tenu de la nature de l'ordre souscrit, l'on doit sans doute considérer être en présence d'une personne non avertie. Pour autant et compte tenu des questions qui avaient été évoquées par les Parties, l'on aimerait que la Cour de cassation se prononce plus explicitement sur cette importante question en confirmant et en la précisant quant à ses modalités d'application, la position exprimée au sein de cet arrêt. Il est vraisemblable, et c'est en tout cas la suggestion que nous émettons comme nous y invite d'ailleurs la décision de la Cour de cassation du 19 janvier 2010<sup>27</sup>, que la compréhension du client sera présumée acquise en présence d'une reconnaissance signée apposée sur un document dont le contenu, clair et précis aura été élaboré en fonction de la nature du client elle-même déterminée à partir de sa situation et de sa connaissance du sujet. Cette décision comporte également une autre dimension à l'obligation d'information que doit délivrer l'intermédiaire. Au-delà de l'information relative au fonctionnement des marchés et de leurs règles, les faits comportent un volet propre à l'information relative à l'ordre. Au cas d'espèce, le client reprochait à l'intermédiaire de ne pas l'avoir informé de la suspension de la cotation et surtout du prix constaté lors de la reprise des cotations, prix qui avait plus que doublé par rapport à celui constaté lors de la suspension et de la passation de l'ordre à tout prix par le client. Cette question n'est pas sans intérêt alors même que la Commission européenne dans le cadre des travaux relatifs à la révision de la Directive Marchés d'Instruments Financiers porte une attention soutenue aux modalités d'information des clients qu'elle entend renforcer. La Cour de cassation ne suit pas les demandes du client fondées sur une information spécifique relative au sort de son ordre. Elle constate « qu'il ne revenait pas à la banque, en l'absence de mission spécifique de ce chef, de suivre l'évolution du cours de l'action ». Cette décision doit être approuvée car l'activité de réception-transmission d'ordres est une activité assise sur des systèmes d'informations qui permettent avec diligence de transmettre les instructions des clients. L'obligation d'information qui pèse sur le prestataire est donc assise sur la nature des marchés et des ordres transmis. Elle est également complétée d'une information spécifique du client en présence d'ordres qui ne lui sont pas habituels. Mais en aucun cas, et comme le client le recherchait, l'intermédiaire est débiteur d'une

analyse précise de leur modalité d'exécution. C'est bien au client du récepteur transmetteur d'ordre qu'il appartient de suivre l'évolution de son ordre et de la valeur sur laquelle porte son ordre.

### **Éditeur de presse – Journaliste – Publication d'informations et articles favorables à une action – Achat-revente de titres – Méconnaissance des principes essentiels de l'information – Manquement à la loyauté due aux lecteurs.**

AMF, Commission des sanctions 16 décembre 2010, M. Nicolas Miguet.

**Est condamné pour avoir gravement méconnu les principes essentiels de l'information, le journaliste par ailleurs éditeur d'une revue qui a publié des conseils d'achat sur une valeur dont il avait préalablement acquis des titres. Titres qu'il a ensuite revendus en retirant une importante plus-value née de l'augmentation des cours liée à la publication de ses articles favorables à cette valeur.**

La décision rendue par la Commission des sanctions le 16 décembre 2010 est intéressante à plusieurs titres quant à la nature du grief retenu et surtout l'énoncé de son dispositif. Les faits, comme souvent, sont forts simples. Une personne éditrice d'une lettre d'information boursière et animatrice d'un site internet spécialisé publie une analyse financière favorable et émet des conseils d'achat d'une valeur cotée sur l'Eurolist compartiment C de Paris. Dans un contexte de faible liquidité, ces informations favorables sont à l'origine d'une forte hausse du titre qui en quelques semaines quintuple sa valeur. Or la personne à l'origine de ces études et conseils favorables à la valeur a acquis préalablement, à la suite de plusieurs opérations d'achat, une importante ligne de ce titre ; ligne vendue de manière concomitante à la diffusion de l'information. Cette revente est la source d'une importante plus value issue de la hausse rapide du cours du titre. Comme souvent dans ce type de dossiers, l'on ne peut être que consterné devant la simplicité, voire même la grossièreté des faits. Comment un professionnel de l'information financière peut-il, en 2009, réaliser de telles opérations qui renvoient aux scandales des années 1925 à l'origine de la réglementation pénale de la manipulation de marché ?

S'agissant de ce délit, l'on observe en premier lieu que cette décision ne s'y réfère pas. Et pourtant c'est bien celui auquel l'on pense immédiatement à la lecture des faits. Acheter des titres d'une société, communiquer des informations favorables sur cette dernière pour susciter un courant haussier qui permettra de revendre les titres ainsi acquis à un bon prix en réalisant une plus value semble bien correspondre au manquement de manipulation de marché. Et pourtant, la Commission des sanctions, et c'est bien là l'originalité de sa décision, ne retient pas comme grief celui de la manipulation de marché. Elle fonde sa décision sur l'absence de la révélation par la personne mise en cause du conflit d'intérêt dans lequel il s'était placé en acquérant à titre personnel des titres pour lesquels

27. Cass. com. 19 janvier 2010 précitée.

il diffusait une information favorable. Ainsi cette personne a induit en erreur ses lecteurs et les a exposés à des pertes s'ils venaient à suivre ses recommandations. Dès lors, pour la Commission des sanctions, la personne poursuivie a manqué à la loyauté qu'elle devait à ses lecteurs et gravement méconnu les principes essentiels de l'information financière. Il est vrai que la qualification des faits en manipulation de marché n'était pas facile à réaliser. L'on observera que cette opération n'a pas consisté en une manipulation de marché telle qu'elle est définie par les textes puisque les interventions sur le marché ont été limpides : de simples achats suivis de ventes ultérieures. C'est la diffusion de l'information qui a été à l'origine de la hausse des cours dans un marché étroit. Ce ne serait donc pas le manquement de manipulation de cours qui devrait servir de base à une décision de sanction mais celui de diffusion d'une fausse information. Pour autant cette information n'était pas fausse ou inexacte. Fondée sur une analyse financière dont les éléments n'ont pas été remis en cause ou discuté au cours de la procédure, l'information diffusée doit être considérée comme exacte. Le manquement de diffusion de fausse information ne correspond donc pas aux éléments réunis. Puisque cette opération ne paraît pas entrer dans les champs respectifs de la manipulation de cours ou la diffusion d'information fausse ou inexacte, l'on pense alors à une opération d'initié. Au courant d'une information privilégiée, à savoir les perspectives favorables de la société qui seront révélées par la diffusion de l'analyse financière, la personne poursuivie avait acquis les titres alors que pesait sur elle une obligation d'abstention. Cette situation renvoie par son caractère au champ voisin de l'article 632-1 alinéa 2 du Règlement général de l'AMF qui concerne une forme particulière de diffusion d'information par les analystes financiers. Il s'agit du fait d'émettre sur « *quelque support que ce soit, un avis sur instrument financier ou indirectement sur l'émetteur de celui-ci, après avoir pris des positions sur cet instrument financier et de tirer profit de la situation quoi en résulte, sans avoir simultanément rendu public, de manière appropriée et efficace, le conflit d'intérêt existant* ». Comme le soulignent à juste titre Thierry Bonneau et France Drummond, cette disposition surprend. Le comportement doit-il être sanctionné au titre de la fausse information ? Mais cette dernière, nous l'avons vu, fait défaut, ou au titre de la manipulation de cours. Or cette dernière est également inexistante. Pour reprendre les termes employés par ces deux auteurs, « *on touche du doigt la limite du procédé de transposition français qui distingue au sein des abus de marchés entre la manipulation de cours et la diffusion de fausses informations* »<sup>28</sup>. Or les faits étaient encore plus complexes car la personne poursuivie pour ces faits était journaliste et ou éditeur selon les cas. Or ces personnes bénéficient d'un traitement particulier qui les fait échapper à la compétence de l'AMF lorsqu'ils diffusent des informations dans le cadre de

leur profession. Cette disposition particulière résulte d'une décision du législateur européen qui a considéré qu'il était nécessaire de soumettre les journalistes au dispositif contraignant des abus de marché sans pour autant entraver leur liberté d'expression. C'est ainsi que les articles L. 621-31 à L. 621-35 du CMF prévoient un dispositif particulier pour les journalistes et les éditeurs de presse. Ce dispositif d'essence corporatiste soumet les journalistes indécors au jugement de leurs pairs à travers des sanctions que pourrait prononcer l'association professionnelle à laquelle ils adhèreraient. Pour autant, l'article 632-1 du règlement général de l'AMF serait susceptible de s'appliquer aux journalistes ayant retiré un profit de la diffusion d'une fausse information, mais ce cas ne correspond pas, comme nous l'avons déjà précisé, à la situation visée. Placée devant cette difficulté d'application des textes, la Commission des sanctions sanctionne cependant la personne ayant procédé à ces opérations. Cette sanction est assise sur le fondement des principes essentiels de l'information qui auraient été gravement méconnus. La Commission des sanctions constate que la personne poursuivie en publiant ces articles sans faire état du conflit d'intérêt existant, notion qui renvoie directement à celle applicable aux analystes financiers, a manqué à la loyauté qu'il devait à ses lecteurs. Ce ne sont pas les actes d'achat et de vente qui sont sanctionnés, c'est l'absence de mention dans les publications de l'existence du conflit d'intérêt né de l'achat préalablement à la publication des articles et conseils des actions objets desdits articles et conseils. Or aucun article de la loi ou du règlement général de l'AMF ne vise directement cette situation. En conséquence la Commission des sanctions constatant l'absence de loyauté de la personne poursuivie condamne cette personne sur le fondement jusqu'alors ignoré par ces décisions précédentes des principes essentiels de l'information. Ces principes essentiels reposent sur les termes de l'article L. 621-1 du CMF qui confère à l'AMF la compétence de veiller à la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et tous autres placements donnant lieu à l'appel public à l'épargne pour reprendre les termes de l'article L. 621-1 alors en vigueur au moment des faits incriminés. La rédaction de cet article a été modifiée depuis pour en prendre notamment en considération la notion nouvelle d'offre au public et ce sans altérer le sens de la précédente rédaction. L'énoncé de ce nouveau fondement est extrêmement important car il permettra sans doute à la Commission des sanctions de prononcer des sanctions sans être entravée dans son action par des analyses des textes par nature trop restrictive au regard de la réalité des faits examinés. Pour autant, il sera intéressant d'examiner les évolutions de cette notion qui, si elle perdure, fera l'objet d'examen qui illustreront ses contours à l'occasion de nouvelles procédures.

28. T. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Économica, 3<sup>e</sup> éd., n° 524, p 748.

**AMF – Préparation d'une opération financière – Equity Swap – Montée au capital rampante – Manquement aux déclarations de franchissement de seuil (non) – Manquement à l'obligation d'information du public (oui) – Non-divulgateion d'une information privilégiée (oui).**

AMF, Commission des sanctions, Plén., 13 décembre 2010, Wendel SA, Deutsche Bank et Lafonta.

**La montée en capital sous forme de Total Return Swaps (TRS), si elle ne constitue pas une violation des obligations de franchissement de seuil, doit être déclarée au public au plus tard à la date de la conclusion des derniers contrats y participants. À défaut, il s'agit d'un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché, révélant ainsi une fraude à la loi.**

Le recours aux produits dérivés dans les opérations financières peut-il être – dans certaines circonstances – constitutif d'une fraude à la loi ? Autrement dit, l'utilisation de techniques financières comme les TRS qui permettent de constituer un bloc d'intérêts économiques le cas échéant transformable en titres peut-elle être assimilée à un contournement déloyal de la réglementation destinée à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché ? La Commission des sanctions de l'AMF le pense<sup>29</sup>.

Cette décision était très attendue. Non seulement du fait du caractère médiatique de l'opération en cause entre Wendel et Saint-Gobain mais aussi d'une autre opération tout aussi médiatique intervenue au moment même de la décision de la Commission des sanctions de l'AMF sur le titre Hermès par LVMH<sup>30</sup>. Prenant le contre-pied des experts, la Commission estime qu'alors même que ces techniques financières conduisant à une exposition économique de l'actif sous-jacent ne doivent pas être déclarées au public au titre de la réglementation relative aux franchissements de seuils, elles doivent l'être au titre de l'information financière. Sortie par la porte, la réglementation se rappelle au souvenir des émetteurs et de leurs conseillers en rentrant par la fenêtre.

De quoi s'agissait-il ? Pour aller à l'essentiel, la société Wendel avait mis en place des Equity Swaps sous forme de TRS portant sur les titres de la société Saint-Gobain pour un total de plus de 24 % du capital sans déclarer aucun franchissement de seuils du fait de la caractéristique de ces TRS et de la réglementation applicable, puis à l'occasion du dénouement de ces opérations, Wendel a acheté sur le marché pour plus de 17 % du capital de la société Saint-Gobain. La question est donc simple : il s'agit de savoir si cette opération est assimilée à une montée au capital rampante contraire aux règles de transparence du marché et si oui, quelle en est la sanction.

Revenons sur les faits. À partir de décembre 2006, la société Wendel a conclu avec 4 banques, pour un montant d'environ 7,3 milliards d'euros des contrats TRS sur le titre Saint-Gobain. On sait qu'il s'agit de contrats créant entre les parties des obligations purement monétaires et dont le principe est de permettre d'acheter ou de vendre économiquement un actif sans avoir à acquérir ou à céder la propriété des titres en cause. Pour constituer leur couverture les banques ont acheté environ 85 millions d'actions Saint-Gobain et elles ont par ailleurs consenti à Wendel des accords de financement portant sur 5,5 milliards d'euros. En septembre 2007, Wendel décide de dénouer progressivement les TRS, ce qui conduit les banques à vendre sur le marché les actions acquises pour servir de couverture pour ces contrats : 63 millions d'actions vendues de septembre à novembre. De façon quasi concomitante Wendel achète sur le marché (la précision est capitale...), pour environ 4,5 milliards d'euros, un peu plus de 66 millions d'actions (soit environ 17,6 % du capital de Saint-Gobain). La Commission constate que « dans une telle configuration, les ventes des actions qui assuraient précédemment la couverture des banques favorisent les achats dans la double mesure où elles créent de la liquidité sur le titre et, en offrant une contrepartie aux achats, limitent les risques de hausse du cours qu'une rapide montée au capital entraînerait ». Considéré isolément, aucun de ces éléments ne méconnaissait les règles relatives à l'information financière : les TRS ne sont pas soumis à la réglementation sur les franchissements de seuil ; par ailleurs, la conclusion des TRS avec quatre banques différentes et la répartition entre elles des actions Saint-Gobain qu'elles avaient acquises avait permis à chacune de demeurer en dessous du seuil de 5 % qui eût imposé une déclaration de franchissement. Rien à redire donc apparemment de ce côté-là. L'opération semblait pouvoir passer à travers les mailles de la réglementation en place. La Commission des sanctions ne l'a pas entendu de cette oreille-là. Et c'est sur un autre fondement qu'elle sanctionne Wendel et son dirigeant. Elle considère que ce montage n'a pas été transparent pour le marché. Elle va invoquer pour se faire deux dispositions du RG AMF.

En premier lieu, l'article 223-6 selon lequel : « Toute personne qui prépare, pour son compte, une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération ». La question était donc de savoir si l'on était en présence d'une « opération financière » qui aurait imposé une information du public. La Commission des sanctions a répondu par l'affirmative à cette question en considérant que les TRS et les accords de financement avaient été mis en place avec comme objectif essentiel de préparer une montée de Wendel au capital de Saint-Gobain. Elle a relevé à cet égard que si Wendel faisait valoir qu'en souscrivant les TRS elle avait seulement entendu prendre une exposition économique sur le titre Saint-Gobain, un tel objectif ne pouvait expliquer la mise en place progressive des financements (qui n'étaient pas nécessaires pour la gestion des TRS), et qu'au contraire

29. Sur cette décision, cf. l'excellente note de Th. Bonneau, in *Bull. Joly Bourse*, avril 2011, p. 257, § 112 : « Les prises de contrôle rampantes rattrapées par l'article 223-6 du règlement général de l'AMF ».

30. S. Darisecq et F. Martin Laprade, « LVMH/Hermès : quelle réglementation pour quelle transparence ? », *Bull. Joly Bourse*, février 2011, p. 152.

ceux-ci « étaient parfaitement adaptés à une montée en capital lors du dénouement des TRS à l'initiative de Wendel ». Résumant son analyse elle note que « le dispositif qu'à partir de la fin de 2006 Wendel a mis en place avec les banques et qui combine, d'une part, la concentration de la propriété de 85 millions d'actions Saint-Gobain entre les mains des contreparties que Wendel s'était choisies en concluant les TRS et, d'autre part, la réunion des moyens de financement appropriés ne trouve tout son sens que dans la préparation des meilleures conditions d'une montée au capital de Saint-Gobain ». Ainsi, « à tout le moins dès le 21 juin 2007, date de conclusion [...] du dernier TRS et d'un accord financier portant sur le même montant, la préparation par Wendel de l'opération financière visant à acquérir dans le capital de Saint-Gobain une participation la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société était suffisamment avancée pour pouvoir être mise en œuvre par la décision de Wendel de dénouer par anticipation les TRS et de se porter acquéreur sur le marché des actions dont ce dénouement entraînerait la vente par les banques partenaires de l'opération ; [...] par suite, dès cette date il incombait à Wendel, en application des dispositions précitées du premier alinéa de l'article 223-6 du règlement général, de porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération ». La Commission des sanctions retient donc le grief fondé sur l'article 223-6 et relève à cet égard que « le mécanisme mis en œuvre l'a été dans des conditions constituant un contournement déloyal des prescriptions destinées à garantir l'information financière indispensable au bon fonctionnement du marché et révélant ainsi une fraude à la loi ». La motivation de la sanction peut paraître sévère. Elle ne l'est pas au regard du détournement manifeste des textes. Il est tout à fait anormal que des émetteurs puissent ainsi profiter de certaines carences de la réglementation en vigueur pour s'affranchir des règles les plus élémentaires de transparence.

En deuxième part, la Commission des sanctions invoque la violation de l'article 223-2 du règlement général de l'AMF selon lequel : « Tout émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public toute information privilégiée définie à l'article 621-1 et qui le concerne directement ». Après avoir relevé d'une part que : « dès le 21 juin 2007, la préparation par Wendel de l'opération financière visant à acquérir dans le capital de Saint-Gobain une participation la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société était suffisamment avancée [...] » et, d'autre part, que « le 3 septembre 2007 le directeur de Wendel a décidé de commencer à acquérir des actions Saint-Gobain », la Commission a estimé qu'à compter au plus tard de cette date du 3 septembre, Wendel aurait dû porter à la connaissance du marché cette information, qui était susceptible d'avoir une influence sur le cours du titre. Là encore, l'argumentation retenue par la Commission doit être approuvée.

Cette décision soulève quatre questions.

Premièrement, les TRS doivent-ils être déclarés au titre des franchissements de seuils ? Sur ce point, la réponse de la Commission des sanctions est très claire : « lors de la déclaration des TRS, dont il est constant qu'en elle-même elle n'appelait aucune déclaration de franchissement de seuil ». On sait en effet que l'ordonnance du 30 janvier 2009 ne retient pas pour le calcul des franchissements de seuils les Equity Swaps dénouables sous forme monétaire. Et ce, malgré l'une des recommandations de l'AMF dans

le rapport Field<sup>31</sup>. En effet, ce point du rapport de l'AMF n'avait pas fait l'objet d'un consensus lors de la consultation de place qui avait suivi. La synthèse publiée par l'AMF suite à cette consultation fait apparaître des opinions très partagées sur la question de l'assimilation des TRS et autres contrats financiers avec dénouement monétaire<sup>32</sup>. Il y avait et il y a toujours un « trou » dans la réglementation des franchissements de seuils. Trou dans lequel certains se sont engouffrés, pensant passer à travers les mailles de la réglementation. Ceci explique les différentes initiatives en cours, notamment au sein de certaines associations professionnelles comme l'AMAFI et l'ANSA afin d'intégrer les instruments financiers à terme à dénouement monétaires dans les déclarations de franchissements de seuils tout en évitant les effets secondaires de cette modification sur le régime des offres publiques obligatoires. Ces projets sont encore actuellement l'objet de discussions avec les pouvoirs publics.

Deuxièmement, quand un émetteur doit-il informer le public lorsqu'il prépare une information financière ? La réponse à cette question suppose d'abord de déterminer si l'on est face à une « opération financière » au sens de l'article 223-6 du RG AMF. Alors même que ni le RG AMF ni la jurisprudence de la Commission ne définissaient jusqu'alors ce qu'est une « opération financière », la Commission des sanctions a répondu par l'affirmative à cette question en l'espèce en considérant que les TRS et les accords de financement avaient été mis en place avec comme objectif essentiel de préparer une montée de Wendel au capital de Saint-Gobain, et qu'ils consistaient ainsi en des « opérations financières ». Elle a relevé à cet égard que si Wendel faisait valoir qu'en souscrivant les TRS, elle avait seulement entendu prendre une exposition économique sur le titre Saint-Gobain, un tel objectif ne pouvait expliquer la mise en place progressive des financements (qui n'étaient pas nécessaires pour la gestion des TRS), et qu'au contraire ceux-ci « étaient parfaitement adaptés à une montée en capital lors du dénouement des TRS à l'initiative de Wendel ». Résumant son analyse, elle note que « le dispositif qu'à partir de la fin de 2006 Wendel a mis en place avec les banques et qui combine, d'une part, la concentration de la propriété de 85 millions d'actions Saint-Gobain entre les mains des contreparties que Wendel s'était choisies en concluant les TRS et, d'autre part, la réunion des moyens de financement appropriés ne trouve tout son sens que dans la préparation des meilleures conditions d'une montée au capital de Saint-Gobain ». La Commission des sanctions retient donc le grief fondé sur l'article 223-6 du RG AMF. Reste à déterminer quand l'émetteur doit informer le public. La réponse est là encore claire : à la date de conclusion du dernier TRS et de l'accord de financement. « A tout le moins dès le 21 juin 2007, date de conclusion [...] du dernier TRS et d'un accord financier portant sur le même montant, la

31. Rapport Field, octobre 2008, recommandation n° 3 : « Les instruments financiers à terme à dénouement monétaire procurant une exposition économique aux actions d'un émetteur devraient être assimilés aux participations détenues dans le capital de ce même émetteur : contrats d'échange d'action (equity swaps), contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) et tout accord ayant un objet ou un effet équivalent ».

32. Synthèse AMF, 9 décembre 2008.

préparation par Wendel de l'opération financière visant à acquérir dans le capital de Saint-Gobain une participation la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société était suffisamment avancée pour pouvoir être mise en œuvre par la décision de Wendel de dénouer par anticipation les TRS et de se porter acquéreur sur le marché des actions dont ce dénouement entraînerait la vente par les banques partenaires de l'opération ; [...] par suite, dès cette date il incombait à Wendel, en application des dispositions précitées du premier alinéa de l'article 223-6 du règlement général, de porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération ».

Troisièmement, la préparation d'une opération financière constitue-t-elle une information privilégiée ? L'information privilégiée consiste dans la préparation de l'opération financière visant à l'acquisition des titres Saint-Gobain. En l'espèce, l'information était précise au sens d'une information relative à un projet « suffisamment défini pour avoir des chances d'aboutir, peu important l'existence d'aléas quant à sa réalisation effective »<sup>33</sup>. On sait que l'article 223-6 du RG AMF oblige à informer le public « dès que possible » de toute information privilégiée, sauf à justifier d'un intérêt légitime. Dans un tel cas, l'émetteur peut différer la diffusion de cette information, « sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information en contrôlant l'accès à cette dernière », ce qui est très fréquemment le cas dans les opérations financières. Mais ici, la Commission considère que Wendel a trop attendu pour diffuser cette information. De plus, « qu'en regard de l'importance de l'opération la rétention de l'information privilégiée était de nature à "induire le public en erreur" ». En conséquence, « en s'abstenant de porter à la connaissance du public l'information privilégiée relative à la mise en place d'une opération financière permettant de prendre à terme une participation substantielle dans le capital de Saint-Gobain, Wendel a méconnu, à tout le moins à compter du 3 septembre 2007 et jusqu'à la déclaration de franchissement de seuil du 26 septembre, les dispositions de l'article 223-2 du règlement général ».

Enfin, quatrièmement, une banque peut-elle être recherchée en responsabilité dans un tel montage ? La réponse est négative. La seule banque qui a été inquiétée lors de l'enquête est Deutsche Bank, et non pas pour participation à un montage frauduleux, mais pour avoir omis de déclarer aux autorités de marché françaises les opérations effectuées par Deutsche Bank Londres. Mais même sur ce point, la Commission des sanctions écarte finalement toute responsabilité de la banque. Il est donc intéressant de remarquer que ce montage pourtant qualifié de « déloyal » n'est pas imputable aux banques. Il est vrai que celles-ci ne pouvaient a priori pas savoir que Wendel avait mis en place avec d'autres établissements d'autres TRS et financements. Certes, la déclaration de franchissement de seuil de Natixis aurait pu attirer l'attention des autres banques, mais qu'auraient-elles pu faire de plus dès lors que les TRS ne tombent pas sous le coup des obligations de déclaration de franchissements de seuils ? Auraient-elles dû aller plus loin et questionner Wendel sur ses intentions ? Et même si un tel comportement – que la réglementation actuelle ne prévoit pas – était attendu d'elles, là encore, qu'aurait-

elle pu faire face aux réponses de Wendel ? Devaient-elles aller encore plus loin et vérifier – comment ? – la véracité des propos tenus par leur client, au risque de s'immiscer dans la gestion de ce dernier ? C'est toute la question des obligations de due diligences et vérifications qu'un établissement financier doit mener vis-à-vis de son client dans certaines situations qui est ici posée. Or, si le RG AMF prévoit très précisément les conditions dans lesquelles un PSI doit, lors d'une introduction en bourse ou une opération sur le capital, effectuer un certain nombre de vérifications, tel n'est pas le cas dans les autres circonstances. Certes, il reste toujours le recours à la déclaration de soupçon d'un abus de marché, l'abus étant ici de considérer que l'information fournie par Wendel était fautive ou trompeuse. Mais là encore, sur le fondement de quel élément un PSI peut-il effectuer une telle déclaration ? Lorsqu'il procède à une telle déclaration, tout comme en matière de blanchiment, la banque doit avoir des doutes sur le comportement de son client. C'est donc de façon tout à fait heureuse que le rapport d'enquête et partant la Commission des sanctions n'ont rien trouvé à redire au comportement des banques.

Au-delà de ces quatre interrogations, et on notera avec intérêt, s'agissant de la méthode adoptée, que la Commission des sanctions a utilisée la théorie des faisceaux d'indices – sans la nommer – à laquelle elle recourt en matière de comportement d'initié et d'action de concert : « considérant que si, en lui-même, aucun des éléments qui viennent d'être évoqués ne suffit à constituer ou à révéler un manquement, il y a lieu de rechercher si leur rapprochement, éclairé par l'ensemble des circonstances de l'espèce, est de nature à établir la préparation d'une opération financière [...] ». Enfin, et malgré le retentissement médiatique de cette révélation, on notera que l'AMF n'a pas tenu compte des déclarations de l'ancien directeur juridique de Wendel dans l'appréciation des faits « que le caractère non probant de la déclaration à charge présentée par un ancien cadre de Wendel, en litige avec son ancien employeur, conduit – sans qu'il soit besoin de statuer sur la régularité contestée en défense de sa présence au dossier – à ne pas envisager de la prendre en compte ».

### US Securities Class Action – Suites de l'arrêt Morrison – Affaire Vivendi.

US SDNY, Vivendi Universal SA, 22 février 2010.

**Doivent être déboutés de leurs demandes visant à la réparation de leurs préjudices suite à des infractions au droit américain des valeurs mobilières les actionnaires d'une société européenne qui n'ont pas achetés leurs titres sur une « bourse » américaine.**

L'arrêt rendu par la Cour suprême des États-Unis dans l'affaire Morrison *c/ National Australia Bank* continue de produire ses effets<sup>34</sup>. Dans l'affaire Vivendi Universal SA, le tribunal fédéral de New York, clôturant une procédure qui dure depuis plus de neuf ans, a réduit sensiblement les dommages et intérêts que les demandeurs peuvent percevoir en vertu du verdict rendu au début de l'année der-

33. Paris, 27 juin 2002, Gerbellot-Barillon.

34. Cf. Alert de Cleary Gottlieb.

nière, alors estimés à plus de neuf milliards de dollars. Se ralliant à plusieurs autres décisions récentes de tribunaux de district appliquant l'arrêt *Morrison*, le tribunal a sensiblement réduit la taille du groupe d'actionnaires concernés, ne déclarant recevables que les demandes relatives aux acquisitions de certificats américains d'actions étrangères cotés sur un marché américain et réduisant ainsi les dommages et intérêts potentiels des demandeurs de plus de 80 %. L'impact de cette décision en termes de réduction des dommages et intérêts, qui autrement se seraient élevés à un montant sans précédent, montre l'influence de l'arrêt *Morrison* sur le rejet des demandes relatives à des opérations sur titres à l'étranger.

L'affaire *Vivendi* a été intentée en 2002 par des acquéreurs américains et étrangers d'actions ordinaires de Vivendi et de certificats américains d'actions étrangères (« ADR ») représentant ces actions. Les actions ordinaires concernées étaient essentiellement négociées sur la Bourse de Paris et n'étaient négociées sur aucun marché américain. Les ADR étaient cotés et négociés sur la Bourse de New York (NYSE). Les demandeurs réclamaient des dommages et intérêts pour fausses déclarations et omissions importantes, en infraction aux paragraphes 10 b) et 20 a) de la loi américaine sur les opérations de Bourse. Après des échanges de pièces qui ont duré plusieurs années, un procès de trois mois s'est ouvert le 5 octobre 2009. Au terme d'une délibération de trois semaines, le 29 janvier 2010, le jury a déclaré Vivendi responsable de 57 déclarations fausses et erronées. L'avocat des demandeurs a annoncé que ce verdict donnerait droit aux investisseurs à percevoir quelque 9,3 milliards de dollars, comprenant les intérêts courus jusqu'au verdict. Les parties ont présenté plusieurs requêtes à la suite du verdict. Depuis, le 24 juin 2010, la Cour suprême des États-Unis a rendu un arrêt dans l'affaire *Morrison c/ National Australia Bank*, selon lequel le paragraphe 10 b) de la loi sur les opérations de Bourse n'avait pas d'application extraterritoriale. Elle définissait une nouvelle règle concernant les opérations, suivant laquelle le paragraphe 10 b) ne s'appliquait « qu'aux opérations sur titres effectuées sur des marchés américains, ainsi qu'aux opérations effectuées aux États-Unis sur d'autres titres ». À la lumière de l'arrêt *Morrison*, le tribunal saisi de l'affaire *Vivendi* a demandé aux parties de présenter des mémoires complémentaires prenant en compte l'impact de l'arrêt *Morrison* sur les requêtes en instance. En appliquant l'arrêt *Morrison* de la Cour suprême, le tribunal saisi de l'affaire *Vivendi* a jugé que l'arrêt *Morrison* excluait les demandes présentées par des acquéreurs d'actions ordinaires de Vivendi, car ces actions n'avaient pas été échangées sur un marché américain et les opérations sur ces titres, effectuées par des acquéreurs américains ou étrangers, avaient nécessairement eu lieu en dehors des États-Unis, sur des marchés étrangers. Les demandeurs avaient avancé que leurs prétentions étaient recevables parce que les actions ordinaires de Vivendi étaient « cotées » sur NYSE, dans le cadre du programme d'ADR. Pour satisfaire aux conditions requises, les actions ordinaires de Vivendi sous-jacentes aux ADR avaient été enregistrées auprès de la SEC et cotées sur NYSE (mais non à des fins de négociation). Vivendi avait également été tenu d'enregistrer ses actions ordinaires, conformément au

paragraphe 12 b) de la loi sur les opérations de Bourse. Les demandeurs avaient allégué que cet enregistrement limité avait entraîné l'enregistrement ou la cotation de l'ensemble des actions ordinaires de Vivendi (y compris celles qui n'étaient pas sous-jacentes à des ADR) et que par ce seul fait, le critère défini par l'arrêt *Morrison* était rempli. Les défendeurs ont répondu que même si certaines actions ordinaires de Vivendi étaient cotées sur NYSE dans le cadre du programme d'ADR de Vivendi, elles n'avaient pas été inscrites à la cote à des fins de négociation, mais uniquement en tant que titres supports des ADR négociés aux États-Unis. Quant aux opérations sur les actions ordinaires de Vivendi, elles n'avaient eu lieu que sur des marchés étrangers où les actions étaient véritablement cotées à des fins de négociation.

Se ralliant à l'avis de plusieurs autres tribunaux de district qui ont récemment appliqué l'arrêt *Morrison* dans des faits similaires, le tribunal a rejeté tous les arguments des demandeurs. Rejetant l'argument de la « cotation », il a notamment souligné que l'enregistrement des actions ordinaires auprès de la SEC n'équivalait pas à une inscription à la cote sur un marché américain, à des fins de négociation. Ce faisant, il a fait remarquer que « tous les tribunaux ayant traité directement ou indirectement cette question ont rejeté l'argument en tant qu'argument technique contraire à "l'esprit" de l'arrêt *Morrison* ». Il a également rejeté les prétentions des acquéreurs américains d'actions ordinaires de Vivendi sur un marché étranger. En effet, il a statué que le facteur déterminant pour appliquer l'arrêt *Morrison* était le lieu de l'opération et non le domicile de l'acquéreur.

## ■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### AMF – Indemnisation des épargnants et des investisseurs – Consultation.

Rapport du Groupe de travail présidé par Jacques Delmas-Marsalet et Martine Ract-Madoux.

L'AMF, en application de son « Plan stratégique d'action », a confié l'établissement d'un « Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs » à un groupe de travail présidé par M. Jacques Delmas-Marsalet et Mme Martine Ract-Madoux, tous les deux membres du Collège. Ce rapport a été déposé au début du mois de février et soumis à consultation jusqu'au 15 mars. Il expose les raisons d'agir (une meilleure prise en compte de l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, les voies judiciaires actuelles étant insuffisantes), propose des recommandations (privilégier le règlement amiable des litiges, prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures internes de l'AMF, organiser la contribution de l'AMF à la solution des difficultés que soulève l'indemnisation judiciaire des litiges) et ouvre une piste de réflexion (réfléchir aux conditions d'application d'une forme d'action collective dans le domaine financier et boursier dans le cas où il serait décidé de l'introduire en droit français).

L'AMF est volontaire et ambitieuse. Après avoir obtenu

la possibilité de transiger avec les personnes poursuivies par une procédure de « composition administrative », elle cherche les moyens d'améliorer la réparation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs et à participer activement, à tous les stades possibles, à cette amélioration. C'est l'un des thèmes qu'elle avait retenus dans son « Plan stratégique » de 2009. À l'issue de ses travaux, le groupe de réflexion a déposé un rapport fourni, qui formule de nombreuses propositions. Il comporte trois parties : les raisons d'agir, des recommandations et une piste de réflexion. Présentons-le avant de tenter d'en apprécier l'intérêt.

### **1. L'AMF justifie sa démarche et propose de nombreuses recommandations.**

Elle rappelle que sa démarche « se situe dans la continuité d'une ancienne tradition, qui témoigne de l'intérêt porté par le régulateur boursier aux moyens de renforcer l'effectivité de l'indemnisation des préjudices nés des manquements qu'il a la charge de détecter et de réprimer » et cite, à cet effet, la réflexion menée par la COB en 1991 sur la « réparation civile des dommages résultant des manquements aux lois et règlements en matière boursière »<sup>35</sup>. Elle estime que cette préoccupation a récemment été confortée, dans la mesure où le législateur a confié au Pôle commun de l'AMF et l'ACP la mission de veiller à la protection des épargnants.

Le rapport prend soin de justifier la mission donnée au groupe de travail en exposant assez longuement les raisons qui justifient que l'AMF s'inquiète de l'indemnisation des épargnants et des investisseurs. Il en retient deux, complémentaires, qui se résument en une opinion : les insuffisances actuelles de la voie judiciaire. De cette analyse, le rapport retient quatre causes fondamentales. En premier, il estime que la réparation par le juge civil ou commercial se heurte trop souvent à des difficultés probatoires, qui résultent principalement du fait que, malgré l'extension et l'approfondissement des obligations mises à la charge des prestataires par la jurisprudence récente, la preuve demeure sous la responsabilité de la victime, ce qui présente deux aspects, qui sont autant d'inconvénients : d'abord, la charge juridique de la preuve, de sorte que si la victime ne parvient pas à la remplir, le prestataire ne court aucun risque ; ensuite, la charge financière de la preuve, de sorte que la victime doit avancer les frais, frais d'expertise et honoraires d'avocat, sans être certaine de les récupérer, même dans l'hypothèse d'un succès judiciaire. Ensuite, il considère que la défaillance de la voie judiciaire a pour effet de multiplier les plaintes pénales, ce qui n'est pas satisfaisant, d'une part, parce que cela aggrave l'instrumentalisation de la justice répressive, d'autre part, parce que la voie pénale demeure étroite, dans la mesure où elle n'est possible que pour les délits boursiers et ne couvre pas toutes les pratiques irrégulières qui peuvent faire l'objet d'une sanction administrative par l'AMF, et parce qu'elle suppose d'établir l'élément moral de l'infraction. Le rapport ajoute

une troisième cause : l'absence d'une action collective accessible et efficace au bénéfice des épargnants et des investisseurs. Il constate et regrette l'impossibilité pour les associations agréées de consommateurs d'agir en réparation des dommages individuels, et l'absence d'intérêt de l'action en représentation conjointe des investisseurs, dont aucune association agréée ne s'est emparée jusqu'alors, sans doute en raison de la difficulté pour ces associations de collecter les mandats du fait de l'interdiction de faire de la publicité, de la difficulté de financer ces actions, car les associations ne peuvent obtenir de dommages et intérêts pour leur propre compte, enfin du risque qu'elles courent d'un choc en retour si elles n'obtiennent pas gain de cause. Regret aggravé par le fait que la jurisprudence française admet que des actionnaires français d'une société française puissent s'agréger à une action collective lancée aux États-Unis contre une société française cotée car, si la Cour suprême américaine y a mis un coup d'arrêt dans l'affaire Morrison, le Dodd Frank Act du 21 juillet 2010 tend à redonner une compétence extraterritoriale à la loi financière américaine. La dernière insuffisance relevée par le rapport ne tient plus à la voie judiciaire mais la faible utilisation des procédures amiables de médiation qui existent, tant au sein des établissements bancaires et financiers qu'au sein de l'AMF.

Les recommandations du rapport s'orientent dans trois directions. La première consiste à prévoir une amélioration des procédures de règlement amiable au sein des établissements bancaires et financiers et de l'AMF. Le rapport propose de recenser les meilleures pratiques des établissements, de les ériger en règles professionnelles et de les faire approuver par le régulateur ; en particulier : la mise en place d'un circuit de traitement des réclamations à trois niveaux au sein des établissements (l'agence, le service de traitement des réclamations, le médiateur) ; l'information systématique de la clientèle (par tout moyen de diffusion, mais en particulier par la mention du processus de traitement des réclamations dans les contrats et sur le site Internet de l'établissement, par l'information donnée au client, en cas de rejet de sa réclamation, qu'il peut s'adresser au médiateur, et par l'établissement d'une Charte de la médiation et d'un rapport annuel du médiateur de l'établissement, les deux étant rendus publics sur le site Internet de l'entreprise). Le rapport propose ensuite d'améliorer le fonctionnement de chaque étape du règlement amiable des litiges au sein des établissements financiers, en assurant à l'instance centrale de traitement l'indépendance nécessaire vis-à-vis des services opérationnels, par son rattachement à la direction et en la plaçant sous la responsabilité d'un cadre de haut niveau, en fixant des délais de réponse maximum, deux mois à compter de la réception de la demande écrite de l'épargnant augmentés de quatre mois en cas de transmission de la réclamation au service de médiation interne.

Le rapport juge également nécessaire de développer la médiation de l'AMF, dont il estime qu'elle permet de traiter, non seulement les litiges individuels, mais les litiges de masse (le Rapport 2010 du médiateur évoque

<sup>35</sup>. Rapport COB 1991.

deux affaires, dont l'une a concerné 329 investisseurs victimes d'une commercialisation inadaptée d'un fonds à formule, l'autre 600 actionnaires victimes de méthodes incorrectes de placement à l'occasion d'une introduction en bourse). Pour cela, il propose de renforcer la publicité en faveur de la médiation, d'accélérer la saisine du médiateur de l'AMF en limitant le délai de réponse des établissements, ainsi qu'évoqué ci-dessus, de systématiser sa démarche auprès de l'établissement afin que celui-ci lui communique le nombre de demandes similaires dont il a pu être saisi et l'informe de la manière dont il les a traitées. Il invite enfin le juge judiciaire à faire appel au médiateur de l'AMF dans le cadre d'une médiation judiciaire, estimant que celui-ci, étant une personne physique bénéficiant d'un statut spécifique au sein de l'AMF, peut être désigné médiateur judiciaire au sens de l'art. 134-4 du Code de procédure civile.

Le rapport va au bout de ses propositions et demande qu'il soit fait en sorte que les indemnités obtenues à la suite d'une médiation, et non seulement d'une décision de justice, soient également couvertes par les contrats d'assurances de responsabilité civile et bénéficient du même traitement fiscal que les indemnités judiciaires.

La deuxième série de recommandations est plus révolutionnaire. Il s'agit de prendre en compte l'objectif d'indemnisation des victimes dans les procédures de l'AMF, c'est-à-dire dans les procédures d'enquête et de contrôle comme dans la procédure de sanction. Tout en reconnaissant que l'AMF ne dispose d'aucune compétence pour intervenir dans la réparation des préjudices nés des manquements qu'elle constate, qu'elle n'est ni juge de la réalité de ces préjudices, ni de leur étendue, ni des moyens propres à les réparer, et que les tribunaux ont une compétence exclusive en ce domaine, le rapport souhaite néanmoins permettre à l'AMF de tenir compte, aux différentes étapes de ses interventions, du fait que les dommages qu'elle aurait relevés auraient été réparés ou donné lieu à une démarche tendant à leur réparation. L'objectif n'est pas de donner compétence à l'AMF pour imposer une réparation, mais de lui permettre d'y inciter l'émetteur ou le prestataire contrôlé ou poursuivi.

Le rapport estime, en premier, nécessaire d'encourager la pratique des préconisations adressées par les services de l'AMF aux professionnels, d'indemniser les épargnants et les investisseurs lésés lorsque des manquements sont détectés. Cela pourrait survenir en deux occasions : lorsque les services de l'AMF en charge des prestataires et des produits d'épargne détecteraient des difficultés, ils seraient encouragés à inciter les professionnels à envisager l'indemnisation des clients lésés ; lorsque le médiateur de l'AMF serait saisi de plusieurs réclamations pour le même fait ou le même produit, il serait invité à inciter l'établissement en cause à rechercher si d'autres clients ont pu être lésés et à envisager une indemnisation de chacun.

Deux autres séries de propositions sont plus originales. Le premier pan consiste à permettre officiellement aux différentes instances de l'AMF d'inviter

les personnes contrôlées ou poursuivies à s'engager dans une démarche d'indemnisation des victimes. C'est d'abord le service des enquêtes et des contrôles qui serait invité à le faire systématiquement, dès qu'à l'occasion de ses investigations il découvrirait que des investisseurs ou épargnants auraient pu être victimes d'un éventuel manquement. Pour autant, le rapport estime que cette recommandation ne devrait pas aller jusqu'à imposer au service de l'AMF l'identification des victimes. C'est ensuite au stade des sanctions que la Commission des sanctions recevrait la mission de se préoccuper de l'indemnisation des victimes. Elle pourrait le faire de trois manières : en modulant le principe et le montant de la sanction en fonction de la plus ou moins bonne volonté de la personne poursuivie à indemniser ses victimes potentielles ; en permettant un ajournement de la procédure avant le prononcé de la sanction pour inciter la personne mise en cause à se préoccuper de l'indemnisation des victimes et permettre à la Commission d'en tenir compte le jour où l'affaire reviendra pour la fixation de la sanction. Enfin, le rapport va au bout de son idée en prévoyant que le Secrétaire général de l'AMF pourrait également prendre en compte l'indemnisation des victimes réalisée ou planifiée par la personne poursuivie, dans la négociation de la sanction à l'occasion d'une procédure de transaction (« composition administrative »). Il estime que le Collège pourrait lui-même intégrer, dans ses propres critères de recours à la transaction, l'objectif d'indemnisation des victimes, que le montant de la composition administrative pourrait en tenir compte et que l'accord pourrait comprendre un engagement de la personne poursuivie d'indemniser les victimes à hauteur d'une somme déterminée.

Le rapport va plus loin et propose d'organiser la participation de l'AMF à l'indemnisation des victimes par la voie judiciaire. Pour cela, il envisage de permettre à l'AMF de transmettre au juge civil les pièces utiles à l'appréciation de la responsabilité des personnes mises en cause. Il faudrait, à cet effet, que soit modifié le Code monétaire et financier pour lever l'obligation au secret professionnel de l'AMF et de ses agents. Le rapport imagine que le processus pourrait être le suivant : la victime demanderait la production des pièces au juge, qui pourrait l'ordonner à l'AMF, qui devrait alors communiquer les pièces au juge. Une difficulté a été évoquée : comment détecter et écarter les pièces soumises à une obligation de secret, comme le secret des affaires ou le secret de la vie privée, la question étant de savoir qui devrait effectuer le tri, l'AMF ou le juge. Le rapport n'a pas tranché ce point.

Il envisage également de donner un rôle à l'AMF dans l'évaluation des préjudices indemnifiables. D'abord, de manière générale, en l'invitant à établir des « termes de référence généraux », c'est-à-dire, si l'on comprend bien, des sortes de barèmes par type de préjudice. Ensuite, en permettant au juge civil d'interroger systématiquement l'AMF en tant qu'expert ou consultant.

Après ces deux premières parties – raisons d'agir et recommandations – le rapport se clôture par l'évocation d'une « piste de réflexion » : « réfléchir aux conditions d'application d'une forme d'action collective dans le

domaine financier et boursier dans le cas où il serait décidé de l'introduire en droit français ». La prudence de l'intitulé révèle l'impossibilité dans laquelle s'est trouvé le groupe de travail de dégager une position commune, serait-ce majoritaire. Au contraire, il s'est fortement divisé sur cette question, les représentants des investisseurs et des épargnants y étant très favorables, les représentants des établissements y étant fermement opposés. Ayant cependant reçu mandat de « rechercher la réduction des coûts de procédure en permettant aux victimes de se regrouper, par le biais, le cas échéant, d'une action de groupe », le groupe de travail a évoqué la question et « a réfléchi aux conditions d'application d'une forme d'action collective dans le domaine financier et boursier dans le cas où les pouvoirs publics décideraient de l'introduire en droit français ». La prudence de cette formulation est également justifiée par l'opposition des ministères concernés, qu'il s'agisse de celui de l'économie ou de celui de la justice. Le rapport a préféré parler « d'action collective » plutôt que « d'action de groupe », ce qui n'est pas vraiment différent.

Après avoir écarté l'idée d'améliorer l'action en représentation conjointe, dont il a considéré qu'elle ne serait pas à même de résoudre les problèmes, il a fait des propositions quant à l'instauration éventuelle d'une action collective : celle-ci ne devrait pas déroger aux principes généraux de la responsabilité et de la procédure civile ; elle devrait s'appliquer aux manquements boursiers et aux manquements des professionnels à leurs obligations, en particulier dans le domaine de la commercialisation des produits financiers ; elle devrait être réservée à un organisme agréé, dont la compétence et la représentativité seraient vérifiées ; elle devrait être portée devant la juridiction civile ou commerciale normalement compétente, mais il pourrait être opportun de spécialiser des juridictions ; elle se déroulerait en deux phases : une première phase d'évaluation de la responsabilité du professionnel, une seconde d'évaluation des préjudices et de fixation des indemnités. Elle ne pourrait être lancée par un organisme agréé que si plusieurs victimes s'adressaient à lui, les autres pouvant venir s'y agréger jusqu'au jugement sur la responsabilité ; seules pourraient être représentées les victimes qui auraient expressément demandé de s'y joindre (principe de l'*opt-in*) ; l'organisme pourrait utiliser tous les moyens de publicité légaux pour joindre les victimes et les inviter à s'associer à sa démarche ; la réparation serait limitée aux seuls dommages matériels.

En conclusion, le rapport insiste sur le caractère résolument pragmatique de sa démarche et sur le fait qu'il « a conscience d'ouvrir, plutôt que d'achever, un chantier particulièrement complexe, tant les intérêts en jeu des différentes parties prenantes peuvent être quelques fois contradictoires ».

## 2. Qu'en penser ?

Il est difficile et serait même inapproprié d'avoir une opinion tranchée sur ces propositions, en raison de la préoccupation qui les sous-tend, difficilement critiquable, de leur pragmatisme et de leur diversité. Plusieurs observations peuvent néanmoins être formulées, générales ou particulières.

Quelques considérations générales d'abord.

La première qui vient à l'esprit est globale. C'est peut-être plus un sentiment qu'un avis. L'AMF ne risque-t-elle pas, en multipliant ses missions et préoccupations, de diluer les plus importantes et les plus fondamentales, surtout en cette période d'instabilité des marchés, de ne pouvoir toujours faire face à toutes au même moment et de brouiller son image ? Certes, son histoire est celle d'une extension constante de ses missions, mais n'y a-t-il pas une limite ? On est passé de la régulation à la répression, on passerait de la répression à l'indemnisation. Tout cela reste-t-il compatible ?

Améliorer l'indemnisation des victimes, en particulier des manquements des prestataires dans le domaine de la commercialisation des produits financiers, est un objectif louable et d'actualité. Mais en se préoccupant de cette question, l'AMF ne va-t-elle pas alourdir et ralentir le processus de sanction, dont la rapidité et la fermeté sont pourtant essentielles à son efficacité ?

Au surplus, l'indemnisation des victimes est un processus plein d'écueils : il faut apprécier la responsabilité de la personne poursuivie, le préjudice de la victime et la causalité entre les deux. Même si l'AMF se garde, bien évidemment, d'envisager de se substituer, même de loin, aux juridictions judiciaires dans cette analyse, elle y mettra forcément le doigt si elle veut que l'invitation faite aux personnes poursuivies à indemniser les victimes soit effective.

Par ailleurs, les juridictions judiciaires ont-elles tant démerité ? Certes, la procédure y est parfois longue et le caractère individuel du droit d'agir ne facilite pas le regroupement des victimes, mais il ne faut jamais oublier que la procédure est un équilibre entre le souci d'efficacité de la justice et la nécessaire protection des droits de la défense. De plus, la fermeté grandissante des juridictions, Cour de cassation en tête, est rassurante, et la démultiplication des exigences des textes offre des fondements de plus en plus nombreux et larges. Quant à l'inexistence d'une action collective, ou de groupe, comme l'on veut, en droit français, elle est peut-être regrettable en certains cas, mais la pratique réussit à en pallier les principales conséquences. Plusieurs affaires comprenant plusieurs centaines de demandeurs ont pu être centralisées et lancées, même si c'est au prix d'une certaine lourdeur administrative, que n'exclurait d'ailleurs pas une véritable action collective.

Mais il est vrai que cette préoccupation n'est pas étrangère à la mission de l'AMF, comme elle ne l'était pas à celle de la COB depuis qu'une loi du 11 juillet 1985 avait ajouté qu'elle est « chargée de veiller à la protection de l'épargne investie en valeurs mobilières ou tous autres placements donnant lieu à appel public à l'épargne ». Il ne lui est donc pas interdit de s'y intéresser ; il peut même paraître justifié qu'elle s'en préoccupe plus avant dans un temps où le nombre de victimes augmente, d'abord en raison de l'augmentation du nombre d'investisseurs, ensuite en raison de la succession des chocs boursiers, enfin en raison de la difficulté pour les réseaux de commercialisation d'être en tout temps et en tout lieu au meilleur niveau d'information des clients.

Par ailleurs, plusieurs points retiennent l'attention. Les recommandations relatives à l'amélioration des processus de règlement amiable sont particulièrement bienvenues. Là est probablement le plus utile, pour les victimes potentielles comme pour les établissements. Il faudrait cependant coordonner plus clairement et plus fermement la médiation bancaire ou financière et la médiation de l'AMF. Il serait également utile de préciser l'organisation de la médiation au sein des entreprises d'investissement proprement dites, car si la médiation au sein des banques est précisément organisée depuis la loi du 11 décembre 2001 élargie par celle de 2008, il n'en va pas de même pour ce qu'on peut appeler la « médiation financière », qui reste embryonnaire même à la suite de la directive MIF du 21 avril 2004 (art. 313-8 du Règlement général de l'AMF). Au surplus, il n'est pas certain que la médiation de l'AMF soit conçue comme une voie d'appel d'une médiation bancaire ayant échoué, de sorte qu'elle pourrait se développer en parallèle, ce qui ne serait pas très encourageant pour les établissements.

Peut-être faudrait-il également mieux organiser le cheminement et les étapes des réclamations des clients au sein des établissements. On peut trouver que le mécanisme à trois étapes évoqué par le rapport (agence, service des réclamations et médiateur) est un peu lourd et compliqué pour les victimes et, surtout, source d'un allongement du processus (six mois) qui peut paraître excessif dans nombre de petites affaires.

Pour la médiation de l'AMF, on voit que la tentation est grande pour le rapport de permettre à celle-ci de détecter et traiter les préjudices collectifs. Le mécanisme envisagé n'est pas critiquable, car il repose sur la collaboration et la bonne volonté de l'établissement en cause, ce qui est une bonne manière de faire. Chacun pourra y trouver son compte, l'AMF au regard de ses missions, les victimes au regard de leur indemnisation, et les établissements, qui éviteront ainsi toute publicité et probablement tout risque de sanction ou, du moins, de sanction lourde.

Car l'un des autres volets des propositions du Rapport est relatif à la prise en compte des victimes par l'AMF, dès l'enquête ou le contrôle par le Secrétariat général jusqu'à la sanction par la Commission des sanctions, en passant par la proposition de transaction du Collège. À chaque étape, le rapport prévoit que le ou les responsables de la phase en cours pourront inviter l'établissement à se préoccuper de l'indemnisation des victimes. Il est certain que cette invitation sera incitative, dans la mesure où l'établissement sera enclin à penser qu'à refuser de s'y soumettre, il risquerait une sanction ou une sanction plus forte. La proposition n'est pas mauvaise et respecte, tout à la fois, la mission de l'AMF et la compétence des juridictions judiciaires. L'autorité de régulation n'aura qu'un rôle d'invitation et se contentera de tirer les conséquences, soit d'un engagement sérieux d'indemnisation des victimes, soit d'un refus. Il reste que plusieurs préoccupations peuvent surgir.

En premier, s'agissant de permettre au médiateur de l'AMF d'être nommé médiateur judiciaire, on peut être

réservé sur l'appréciation qui consiste à dire qu'en le désignant, le juge civil désigne la personne physique et non l'entité qu'il représente. Comment dissocier le médiateur de l'AMF de l'AMF ? Il n'intervient qu'ès-qualité. Et a-t-il intérêt à s'immiscer dans les procédures judiciaires ? N'aura-t-il pas suffisamment à faire avec la médiation de l'AMF ?

En deuxième, est-il opportun d'inciter l'enquêteur ou le contrôleur à inviter l'établissement contrôlé à s'engager dans une indemnisation des victimes, alors qu'on est encore loin de la caractérisation d'un manquement éventuel ? Le contrôleur pourrait être d'autant plus tenté d'y pousser qu'il ne serait pas certain de réunir des éléments suffisants pour obtenir une décision de poursuite du Collège. Mais il est vrai que rien n'empêche le contrôleur d'évoquer cette idée auprès de l'établissement contrôlé, ce qui arrive peut-être déjà. L'autre réticence que l'on peut avoir est relative à la prise en compte de l'indemnisation des victimes dans la détermination du montant de la sanction. Il faut absolument éviter une pratique discrétionnaire qui pourrait faire naître, à tort ou à raison, un soupçon de partialité. La France est ainsi faite et les Français sont ainsi constitués, qu'ils pourraient vite craindre, même à tort, que la mesure soit plus favorable aux grands établissements qu'aux petits. L'exemple américain pourrait être médité, où un barème a pu être mis en place officiellement, de sorte que chacun le connaît par avance.

Quant à la participation de l'AMF comme une sorte d'expert à l'indemnisation des victimes par la voie judiciaire, les préconisations paraissent équilibrées, en particulier la communication des pièces de l'enquête, dont on remarque qu'elle ne pourrait pas avoir lieu spontanément à l'initiative de l'AMF mais seulement à la demande du juge. En revanche, l'idée d'inviter l'AMF à établir des sortes de barèmes types de préjudice laisse quelque peu dubitatif. Aura-t-elle assez d'éléments identiques pour y parvenir de manière suffisamment fine et diversifiée ?

Reste la « piste de réflexion » : la création éventuelle d'une action collective dans le domaine financier et boursier. La prudence du rapport révèle la division forte qui est apparue au sein du groupe de travail, mais également la grande réticence qui existe encore aujourd'hui en France, de manière générale, à l'égard des actions de groupes ou des actions collectives, ce que confirme l'opposition conjuguée du ministère de l'Économie et du ministère de la Justice. Même si c'est sûrement pour des raisons très différentes, c'est d'abord la crainte d'ouvrir la Boîte de Pandore. La question est importante, mais ce n'est peut-être pas dans le domaine financier qu'elle se pose de la manière la plus aiguë. Le simple fait qu'il existe une autorité disciplinaire en charge de la protection de l'épargne est une différence importante avec d'autres secteurs économiques. ■