

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Associé,  
Kramer  
Levin Naftalis  
& Frankel

### AMF – Principe d'impartialité – Extension à l'enquête.

AMF, Commission des sanctions, 29 juin 2012, Bricorama SA.

**Le défaut d'impartialité d'un enquêteur peut constituer une cause de nullité s'il est démontré qu'il a eu pour effet de porter atteinte au caractère équitable de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties.**

Voici la première partie d'une décision très importante de la Commission des sanctions de l'AMF rendue sur le terrain des droits processuels fondamentaux. Elle juge que les enquêteurs de l'AMF sont soumis au devoir d'impartialité et qu'un manquement à celui-ci peut constituer une cause de nullité s'il a pour effet de porter atteinte au caractère équitable de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties. L'AMF vient ainsi apporter une pièce supplémentaire à la construction du régime des enquêtes, par extension de l'un des principes qui dominent la procédure juridictionnelle devant la Commission des sanctions, i. e. le principe d'impartialité.

En l'espèce, des personnes poursuivies avaient invoqué le défaut d'impartialité de la directrice des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF. Ils lui reprochaient d'avoir connu des comptes de la société poursuivie lorsqu'elle occupait le poste de directrice des affaires comptables de l'AMF et de n'avoir alors fait aucune observation à leur égard. Or, ces personnes et la société ainsi que son dirigeant étaient poursuivis pour n'avoir pas donné une information financière correcte au marché en raison d'une application incomplète de certaines normes comptables (voir commentaire suivant). Aussi reprochaient-ils à la directrice des enquêtes d'avoir cosigné le rapport d'enquête, alors que le service des affaires comptables qu'elle dirigeait antérieurement n'avait pas émis de critique sur les comptes en cause lors de l'audit auquel ce service avait procédé en vue d'une offre publique. Ils invoquaient donc un défaut d'impartialité objective ou fonctionnelle<sup>1</sup>, non un éventuel manquement à l'impartialité subjective ou personnelle de la directrice des enquêtes ; ils ne

lui reprochaient pas d'avoir fait preuve d'une attitude ou de convictions déplacées, mais estimaient qu'elle s'était, en quelque sorte, mise en contradiction avec elle-même, en ses qualités successives de directrice des affaires comptables et de directrice des enquêtes.

Il est acquis depuis longtemps que les enquêteurs doivent se comporter de manière professionnelle, neutre et loyale, ce qui leur impose de s'abstenir « de faire état d'avis et de considérations personnels »<sup>2</sup>. De même, au moment de leur désignation, le secrétaire général de l'AMF doit vérifier qu'ils ne sont pas en conflit d'intérêts à titre personnel<sup>3</sup>, ce qui relève de l'impartialité subjective. La nouveauté est que la Commission des sanctions leur impose un devoir d'impartialité objective. En l'espèce, elle estime qu'il n'y a eu aucun manquement dans la mesure où l'absence d'observations de la direction des affaires comptables de l'AMF lors de la préparation d'une offre publique « ne saurait être regardée comme une validation des comptes » de la société. Il ne peut s'agir, en effet, que d'un sondage, dont la finalité n'est pas l'approbation des comptes de l'émetteur, ce qui ne relève pas de la mission de l'AMF mais de celle des actionnaires et subsidiairement des commissaires aux comptes.

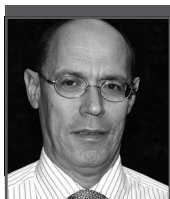
Ce qui est original et nouveau dans cette décision, c'est l'affirmation que les enquêteurs sont soumis au principe d'impartialité objective. On pouvait, en effet, en douter dans la mesure où l'enquête n'est pas une phase juridictionnelle mais une phase purement administrative. Or, la jurisprudence judiciaire décide régulièrement que les principes processuels fondamentaux sont « une exigence de l'instruction et non de l'enquête »<sup>4</sup>. Lorsque l'impartialité d'une personne de l'AMF autre qu'un membre de la Commission des sanctions a été mise en cause, cela n'a jamais été en soi mais toujours pour ses conséquences potentielles à l'égard de l'impartialité de la Commission des sanctions. Il a ainsi été jugé que des déclarations imprudentes du secrétaire général de l'AMF n'avaient pas engagé la Commission des sanctions parce qu'elle



**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)

1. S. Guinchart et autres auteurs, *Droit processuel*, Précis Dalloz, 5<sup>e</sup> éd., n° 363 et s., p. 783 et s.

2. Voir la Charte de l'Enquête de l'AMF du 13 décembre 2010.

3. Art. R. 621-33 du Code monétaire et financier.

4. Cass. com. 6 février 2007, n° 05-20871, n° 05-20811 : BC, IV, n° 19. Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2011, n° 09-71252, non publié au Bulletin. Cass. com. 6 septembre 2011, n° 10-11564, non publié au Bulletin.

est indépendante<sup>5</sup> ; de même, lorsqu'un président de l'AMF a lui-même fait des déclarations intempestives, les juges ont estimé qu'elles n'avaient pas porté atteinte à l'impartialité de la Commission des sanctions parce que le délibéré était déjà arrêté<sup>6</sup>. Quant au Conseil d'État, il semble n'avoir jamais eu à trancher autre chose que des questions d'impartialité relatives à l'organisation de la Commission des sanctions<sup>7</sup>. Il a eu l'occasion d'annuler une sanction pour défaut d'impartialité objective du rapporteur<sup>8</sup>, ce qui relève de la procédure juridictionnelle devant la Commission des sanctions et non de la phase d'enquête, ce qui a conduit le législateur à mettre en place une procédure de récusation des membres de la Commission<sup>9</sup>.

Pendant, dans la mesure où l'enquête est le préalable nécessaire à l'instruction et au prononcé de la sanction et constitue le plus souvent l'essentiel du dossier qui sert à condamner la personne poursuivie, la jurisprudence lui a étendu certains aspects des droits de la défense. Ainsi, après avoir décidé fermement « que le principe de la contradiction est sans application aux enquêtes, préalables à la notification des griefs, auxquelles le secrétaire général de l'autorité des marchés financiers peut décider de procéder »<sup>10</sup>, la Cour de cassation a quand même jugé que s'appliquait aux enquêtes « le principe de loyauté dans l'administration de la preuve »<sup>11</sup>. Elle a précisément décidé « que le respect de la contradiction, qui s'impose pleinement à compter de la notification des griefs, est une exigence de l'instruction et non de l'enquête, laquelle doit seulement être loyale afin de ne pas compromettre irrémédiablement les droits de la défense »<sup>12</sup>.

La Haute Juridiction a donné l'impression d'aller plus loin dans un autre arrêt, sans que l'on puisse savoir jusqu'où. En effet, elle a jugé, dans un arrêt du 12 juillet 2011, « que le principe des droits de la défense s'impose, sous le contrôle du juge, aux autorités disposant d'un pouvoir de sanction sans qu'il soit besoin pour le législateur d'en rappeler l'existence »<sup>13</sup>. En l'occurrence, il s'agissait d'une question prioritaire de constitutionnalité ; le demandeur sollicitait que soit transmis au Conseil constitutionnel la vérification de la constitutionnalité des différents articles du Code monétaire et financier régissant l'enquête devant l'AMF, car il estimait que ces textes ne respectaient pas le principe du contradictoire. La Cour

de cassation ne répond pas directement à cette question, ce qu'elle aurait pu faire très simplement en jugeant qu'elle ne présentait pas de caractère sérieux, dans la mesure où le principe du contradictoire ne s'applique pas à l'enquête, selon sa jurisprudence habituelle. La Cour s'élève au contraire au niveau du principe général des droits de la défense et estime que la question ne présentait pas de caractère sérieux, car celui-ci s'impose de plein droit sans que le législateur ait besoin d'en rappeler l'existence et, à cette occasion, décide qu'il s'applique « aux autorités disposant d'un pouvoir de sanction » et que, en l'occurrence, « les dispositions critiquées ne peuvent être regardées comme portant atteinte à ce principe par cela seul qu'elles n'assurent pas son respect ». D'où l'on serait en droit de déduire, de prime abord, que, pour la Cour de cassation, les droits de la défense s'appliqueraient dès la phase administrative de l'enquête. Mais de quels droits s'agit-il ? On sait que le principe des droits de la défense est un principe architectonique qui comporte plusieurs facettes et ne forme pas un bloc insécable. Aussi serait-il plus qu'hasardeux d'interpréter l'arrêt du 12 juillet 2011 comme étendant à l'enquête tous les droits de la défense et, en particulier, le contradictoire. Or, il faut d'ailleurs noter qu'aucune de ces décisions ne se réfère à l'art. 6 de la Convention européenne des droits de l'homme, que ce soit positivement ou négativement, mais qu'elles se fondent toutes sur les principes généraux du droit processuel français, qu'il s'agisse du principe de la loyauté dans l'administration de la preuve, du principe du contradictoire ou du principe général des droits de la défense. L'exigence européenne du procès équitable est réservée aux tribunaux, ce que n'est pas un service administratif d'enquête.

La Commission des sanctions de l'AMF ajoute sa pierre et vient appliquer le principe d'impartialité objective à l'enquête. Elle y voit un principe général de droit processuel qui doit également s'étendre à cette phase administrative devant une autorité de régulation. Pour cela, elle fait appel à la jurisprudence de la Chambre criminelle de la Cour de cassation et, en particulier, à un arrêt du 14 mai 2008<sup>14</sup> qui, à propos d'une enquête pénale préliminaire, a jugé, au visa de l'art. 6 de la CEDH, que « le défaut d'impartialité d'un enquêteur peut constituer une cause de nullité de la procédure [...] à la condition que ce grief ait eu pour effet de porter atteinte au caractère équitable et contradictoire de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties ».

Cette transposition fait naître plusieurs questions.

En premier, la référence à l'art. 6 de la CEDH dans la décision de la Commission des sanctions n'est-elle que la reproduction servile du visa de l'arrêt de la Chambre criminelle ou la reprise à son compte de ce fondement ? Cette seconde interprétation ne peut être envisagée, car cela reviendrait à appliquer l'art. 6 de la CEDH à la phase d'enquête. Or on ne peut imaginer que la Commission des sanctions ait voulu subrepticement prendre une décision d'une telle portée, qui serait la négation de la distinction fondamentale entre l'enquête, diligente

5. CA Paris, 28 juin 2005 : D.2005, AJ, 1941, obs. A. Lienhard.

6. *Ibid.*

7. S. Guinchard et autres auteurs, *Droit processuel*, Précis Dalloz, 5<sup>e</sup> éd., n° 375 c., p. 811 et 812.

8. CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>er</sup> sous-section réunies, 26 juillet 2007 : RTD Com. 2007, 803, note N. Rontchevsky ; JCP E 2007, 2224, note Y. Paclot ; Banque & Droit n° 115, septembre-octobre 2007, p. 32, obs. H. de Vauplane, J.J. Daigre, B. de Saint Mars et J.P. Bornet.

9. Loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 ; décret n° 2008-293 du 2 septembre 2008. Sur tous ces points, voir J.-P. Kovar et J. Lasserre Capdeville, « L'indépendance des autorités de régulation financière », RDBF mai-juin 20012, Etudes 10, p. 15.

10. Cass. com. 6 février 2007, n° 05-20811 : BC, IV, n° 19. Adde : Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2011, n° 09-71252, non publié au Bulletin ; Cass. com. 6 septembre 2011, n° 10-11564, non publié au Bulletin.

11. Cass. com. 24 mai 2011, n° 10-18267, publié au Bulletin ; Bull. Joly Bourse, septembre 2011, p. 474, note J. Lasserre Capdeville ; D., Actualité, 1<sup>er</sup> juin 2011, obs. X. Delpêche. Voir l'éditorial de N. Rontchevsky au Bull. Joly Bourse, octobre 2011, p. 525.

12. Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2011, n° 09-71252, non publié au Bulletin ; Cass. com. 6 septembre 2011, n° 10-11564, non publié au Bulletin.

13. Cass. com. 12 juillet 2011, n° 10-28375, publié au Bulletin ; Bull. Joly Bourse 2011, p. 582, note N. Rontchevsky.

14. Crim. 14 mai 2008 : BC, n° 115.

par les services administratifs de l'AMF, et le processus juridictionnel devant la Commission des sanctions.

La seconde question est relative au fondement de la décision. La jurisprudence de la Chambre criminelle citée par la Commission sanctionne le défaut d'impartialité dès lors que celui-ci a eu pour effet « de porter atteinte au caractère équitable et contradictoire de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties », ce que la décision de la Commission rappelle expressément. Mais dans la mise en œuvre qu'elle en fait, elle fait disparaître le terme « contradictoire » et se limite à l'atteinte au « caractère équitable ou à l'équilibre des droits des parties à défaut de laquelle aucune annulation n'est encourue », ce qui suscite plusieurs réflexions.

La première tient à ce qu'il est quelque peu curieux que, transposant expressément une jurisprudence de la Cour de cassation, elle en tronque une partie sans le dire expressément. Le reproche n'est que formel ; un mot d'explication aurait cependant été bienvenu. La seconde est la suite de la précédente. On croit comprendre pourquoi la Commission des sanctions a écarté la référence au caractère « contradictoire de la procédure » : elle n'a pas voulu risquer que l'on interprète sa décision comme étendant implicitement ce principe à la phase d'enquête. Ce qui confirme que la bonne interprétation ne peut pas être celle qui ferait du visa de l'art. 6 de la CEDH un visa propre de la Commission.

### **Émetteur – Normes comptables – Respect – Manquement à la bonne information du marché – Émetteur et son dirigeant (Oui) – Commissaires aux comptes (Non).**

AMF, Commission des sanctions, 29 juin 2012, Bricorama SA.

**L'information financière relative aux engagements de l'émetteur au titre de contrats de location n'est pas conforme aux exigences d'exactitude, de précision et de sincérité imposées par l'art. 223-1 du règlement général de l'AMF dès lors qu'elle est incomplète au regard de ce qu'impose la norme comptable IAS 17 ; il en va de même de l'information relative aux parties liées, dès lors qu'elle est incomplète au regard des exigences de la norme comptable IAS 24 ; en conséquence, l'émetteur et son dirigeant commettent un manquement à la bonne information du marché.**

En revanche, les commissaires aux comptes ne sauraient être sanctionnés dès lors que, malgré les insuffisances relevées, leur mission n'est pas d'apprécier chaque élément comptable, mais, globalement, que les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'entreprise, et que les normes comptables, qui explicitent cette exigence, leur imposent simplement qu'ils s'assurent que les comptes, pris dans leur ensemble, ne comportent pas d'anomalies significatives par leur montant ou par leur nature, ce qui était le cas.

L'autre aspect, cette fois de fond, de la décision commentée ci-dessus de la Commission des sanctions de

l'AMF est intéressant par le traitement distinct qu'il réserve, d'un côté, à l'émetteur et à son dirigeant, de l'autre, aux commissaires aux comptes. L'exigence de bonne information du marché oblige les premiers à livrer des comptes qui donnent, point par point, une information précise, exacte et sincère aux investisseurs. En revanche, elle ne s'impose pas au même degré aux commissaires aux comptes, compte tenu du fait que leur mission légale est de certifier « que les comptes annuels sont réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine de l'entreprise » et que cette obligation est appréciée globalement par les normes professionnelles, qui n'exigent qu'ils vérifient seulement que les comptes « pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives par leur montant ou par leur nature ».

En l'espèce, la condamnation de l'émetteur et du dirigeant n'est pas étonnante au regard des faits retenus par la Commission des sanctions. Il leur était reproché de ne pas avoir inscrit dans les comptes le montant des nombreux loyers versés à des bailleurs, dont il s'agissait au surplus qu'il s'agissait de membres du groupe familial du dirigeant, et de ne pas avoir correctement chiffré les relations financières qui existaient entre l'émetteur et des sociétés liées, dont il s'agissait également qu'il s'agissait principalement de sociétés contrôlées par le dirigeant ou des membres de son groupe familial.

Mais, si le Collège avait estimé, à la suite des enquêteurs, que le même reproche devait être fait aux commissaires aux comptes, qui avaient certifié les comptes sans réserve, la Commission des sanctions les met hors de cause (à regret cependant : « Considérant que, nonobstant les réserves que l'on peut avoir sur la qualité des diligences accomplies [...] » ; « Considérant [...] que l'attitude des commissaires aux comptes, quelle qu'elle ait été, ne saurait exonérer celui-ci [l'émetteur] de sa responsabilité »). Le refus de sanctionner les commissaires aux comptes est particulièrement intéressant par son fondement. Tout en reconnaissant que le manquement à la bonne information financière de l'émetteur « a incontestablement nui à l'information du public », elle les en exonère, car la mauvaise information du public « n'a pas eu, pour autant, la moindre incidence sur la fiabilité et la sincérité des comptes en eux-mêmes ». Pour justifier cette solution, la Commission admet implicitement une distinction : l'émetteur et ses dirigeants sont les débiteurs directs et premiers des obligations d'information du Code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF ; les commissaires aux comptes n'en sont que les débiteurs seconds et indirects, au travers des obligations qui leur sont imposées par le Code de commerce et les normes professionnelles ; leur mission première est de certifier les comptes, certes tant pour les actionnaires que pour les investisseurs dans les sociétés cotées, mais cette certification ne leur impose pas les mêmes exigences qu'à l'émetteur et à ses dirigeants.

La Commission des sanctions distingue donc les obligations des uns et des autres, obligation fine de bonne information financière pour l'émetteur et ses dirigeants, obligation globale de bonne information financière pour les commissaires aux comptes. Mais

la Commission des sanctions ne se contente pas de faire une distinction, justifiée, entre l'obligation de bonne information financière qui pèse sur l'émetteur et la mission de certification des comptes des commissaires aux comptes, elle ne se limite pas à apprécier la première au regard des règles du Code monétaire et financier et du règlement général de l'AMF et la seconde au regard du Code de commerce, elle ne se contente pas non plus de faire une appréciation systématique de la qualité des comptes au regard de la première exigence et une appréciation globale de la qualité de la certification : elle prend soin d'apprécier la mission des commissaires aux comptes au regard des règles légales et professionnelles qui leur sont spécifiques, qu'il s'agisse du Code de commerce ou des normes d'exercice professionnel.

L'art. 222-3.I.4° du RG de l'AMF exige que les personnes physiques qui assument la responsabilité du rapport financier annuel, c'est-à-dire des comptes annuels et du rapport de gestion, attestent en particulier « qu'à leur connaissance les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de l'émetteur et de l'ensemble des entreprises comprises dans la consolidation ». Il en résulte que les dirigeants de l'émetteur, et donc l'émetteur lui-même, doivent non seulement établir des comptes donnant une image fidèle de l'entreprise, mais également des comptes conformes aux normes comptables. Cependant, cela ne fait pas de différence avec la vérification à laquelle doivent procéder les commissaires aux comptes, qui doivent apprécier si les comptes sont réguliers, sincères et donnent une image fidèle de l'entreprise, car la régularité suppose la conformité aux normes. C'est la finalité de la mission des commissaires aux comptes qui fait la différence. Certifier n'est pas réviser, ni encore moins établir les comptes. La certification, selon les normes professionnelles, n'impose pas une vérification ligne à ligne, ce qui dépasserait la mission et les moyens des commissaires aux comptes, et la nécessité, car ils ne sont pas là pour refaire pas à pas ce qui a dû être fait par la société et ses services, voire à l'aide d'un expert-comptable. Pour cette raison, les commissaires aux comptes utilisent la technique des sondages.

Les commissaires aux comptes, qui avaient pu s'inquiéter de la possibilité d'être poursuivis par l'AMF, devraient être un peu rassérénés à la suite de cette décision. Ils vont pouvoir se défendre en invoquant leur mission légale et les règles qui la gouvernent, c'est-à-dire celles édictées par le Code de commerce et leur profession.

Quelques réflexions pour terminer. La première pour dire que la différence entre les référentiels tient moins à leurs exigences, qui sont finalement comparables (une information exacte, précise et sincère pour le RG AMF, une comptabilité régulière, sincère et donnant une image fidèle de l'entreprise pour le Code de commerce), que dans leur mise en œuvre : une approche point par point pour l'émetteur et ses dirigeants, une approche globale pour les commissaires aux comptes. L'essentiel, pour la certification des comptes, est en

effet que ces derniers ne comportent pas d'anomalie significative. Le caractère significatif, qui est au cœur des normes comptables et des normes professionnelles des commissaires aux comptes, est également au cœur de l'appréciation du rôle des commissaires aux comptes au regard de l'information du marché. La deuxième réflexion tient à ce que la Commission des sanctions s'interdit ainsi, semble-t-il, de juger de la mission des commissaires aux comptes autrement qu'au regard de leurs règles propres, ce qui est essentiel et justifié. La dernière tient au fait qu'il est alors encore plus surprenant que les commissaires aux comptes puissent être poursuivis par l'AMF pour non-respect des normes comptables et des normes professionnelles, ce qui relève d'une autre autorité indépendante, qui leur est spécifiquement consacrée, le Haut conseil des commissaires aux comptes.

**Abus de marché – Acquisition d'une exposition économique sur des actions par les biais de TRS – Obtention concomitante d'emprunts du même montant auprès des mêmes banques – Préparation d'une opération financière – Article 223-6 RG AMF – Obligation d'informer le marché (Oui) – Information privilégiée – Article 223-2 et 621-1 du RG AMF – Obligation d'information (Oui) – Double manquement.**

Cour d'appel de Paris, Pôle 5, Chambre 5-7, 31 mai 2012, n° 2011/05-307, Wendel et Lafonta c/ AMF.

Le dispositif mis en place par une personne avec des banques, qui combine, d'une part, la concentration de la propriété d'un très grand nombre d'actions d'une société entre les mains des banques en couverture de TRS conclus avec cette personne, d'autre part, la réunion des moyens de financement appropriés pour leur acquisition le jour venu, ne trouve tout son sens que dans la préparation des meilleures conditions d'une montée au capital de la société par cette personne, sans pour autant que cette préparation fût exclusive de solutions alternatives et même s'il subsistait des aléas affectant l'opération projetée.

Ces éléments constituent la préparation par cette personne d'une opération financière visant à acquérir dans le capital de la société une participation la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société. Il ne s'agissait pas simplement de projets successifs constitués par une exposition économique puis par l'achat de titres de la société, mais de la préparation d'une unique opération financière constituée par plusieurs étapes successives, déterminées par avance, visant à permettre à l'émetteur de prendre possession d'une part substantielle du capital de la société le mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société.

Des contraintes de confidentialité ne peuvent être utilement invoquées pour justifier une abstention prolongée, dès lors que les textes n'envisagent que la possibilité de différer la publication de l'opération si la confidentialité est momentanément nécessaire à sa

**réalisation ; la confidentialité de la préparation d'une opération financière conduisant à une rupture d'égalité de traitement entre les investisseurs et portant atteinte au principe de transparence gouvernant les marchés financiers ne peut être admise au-delà d'un délai raisonnable.**

**Dans ces conditions, le défaut d'information du marché caractérise la violation tant de l'obligation d'information de l'art. 223-6 du RG AMF que de l'obligation de révélation d'une information privilégiée de l'art. 223-2 du RG AMF.**

Ce long arrêt de la cour d'appel de Paris vient confirmer en tous points la décision de la Commission des sanctions du 16 décembre 2010, qui avait lourdement condamné la société Wendel et son président pour avoir procédé, selon ce qui leur était reproché, à une montée cachée dans le capital de Saint-Gobain. La société Wendel s'étant désistée de son recours, ne restait plus en lice que son dirigeant de l'époque. La cour rejette tous ses arguments, tant ceux de procédure que ceux de fond, et confirme totalement la décision de la Commission des sanctions. Elle considère qu'en ne révélant pas au marché l'intention de Wendel de prendre une participation significative dans Saint-Gobain, intention caractérisée, selon elle, pour l'essentiel, par la conclusion concomitante de contrats d'échange économique avec des banques, dont le sous-jacent était des actions Saint-Gobain, et de promesses de financement du même montant avec les mêmes banques, la société et son dirigeant ont doublement manqué à la bonne information du marché, d'une part, en ne l'informant pas de la préparation d'une information financière, ce qu'exige l'art. 223-6 du RG AMF, d'autre part, en ne révélant pas cet élément, qui constituait une information privilégiée, ce qu'impose l'art. 223-2 du RG AMF.

De nombreux arguments de procédure étaient invoqués par l'appelant, que la cour balaie fermement. Il invoquait, en premier, un conflit d'intérêts, qui aurait reposé sur le fait qu'au même moment où le secrétaire général de l'AMF ouvrait une enquête sur le titre Saint-Gobain, le collège de l'AMF désignait l'un de ses membres pour présider un groupe de travail chargé de réfléchir à l'évolution des textes relatifs aux déclarations de franchissement de seuil, ce membre étant par ailleurs le secrétaire général de Saint-Gobain. Mais, selon la cour, s'il est vrai que cette conjonction pouvait attirer le regard, elle n'en était pas pour autant constitutive d'un conflit d'intérêts et ne permettait pas de mettre en question l'impartialité du processus, dans la mesure où l'enquête avait été menée de bout en bout sous la seule responsabilité du secrétaire général alors que la décision de renvoi devant la Commission des sanctions avait été prise par le Collège, qui plus est – et surtout – à un moment où le secrétaire général de Saint-Gobain n'en était plus membre.

L'appelant estimait également que les enquêteurs avaient dépassé leur mandat en collationnant des documents antérieurs au point de départ de l'enquête fixé par leur saisine, mais la cour relève que la poursuite n'est pas fondée, ni de près ni de loin, sur ceux-ci. Il

estimait encore que la procédure n'avait pas été régulière dans la mesure où l'ancien directeur juridique de Wendel avait été entendu à la demande de celui-ci postérieurement à la clôture de l'enquête et au renvoi devant la Commission des sanctions, mais la cour écarte ce grief en jugeant qu'aucun texte ni aucun principe n'interdisaient au service des enquêtes de l'AMF de recueillir l'audition volontaire d'une personne puis de la transmettre au président de la Commission des sanctions, qui l'avait aussitôt soumise au débat contradictoire de toutes les parties.

Il reprochait également à la Commission des sanctions d'avoir permis au représentant du Collège de déposer des observations écrites au moment même de l'audience, sans communication préalable aux personnes poursuivies, et de les avoir lues lors de la séance. Mais la cour constate que les observations écrites n'avaient pas pour objet d'étendre la portée des griefs notifiés et que son argumentation ne s'était référée à aucune pièce ni à aucun fait qui n'avait pas figuré dans le dossier soumis à la procédure contradictoire, que si elles ont fait l'objet d'une lecture au cours de la séance, le représentant du Collège ne s'en est pas écarté, enfin que les personnes poursuivies ont eu la possibilité de se concerter avec leurs conseils aussitôt après, au cours d'une suspension de séance, pendant toute la durée qu'ils ont souhaitée. En conséquence, la cour estime que le principe du contradictoire a été respecté. À cette occasion, elle indique qu'aucun texte ne vient préciser la forme que doivent revêtir les observations du représentant du Collège et que, dès lors, elles peuvent être orales ou écrites ou les deux, et qu'aucun texte n'impose au représentant du Collège d'informer les mis en cause, préalablement à la séance de la Commission, de la teneur de ses futures observations, ni même, en cas d'observations écrites, de les leur remettre avant et qu'il suffit qu'ils soient mis à même de pouvoir y répondre, ce qui a été le cas grâce à la suspension de séance.

Il est vrai que les textes ne prennent pas partie sur la forme des observations du représentant du collège et indiquent seulement qu'il est entendu à l'audience avant que la parole finale soit – doive être – donnée à la personne poursuivie, et qu'aucun texte ne le contraint à déposer des observations écrites, encore moins à les déposer un certain délai avant l'audience. La procédure semble donc être orale, contrairement à la tradition des juridictions administratives et des juridictions judiciaires de droit commun.

Mais on ne peut s'empêcher de noter une distorsion dans les textes. En effet, l'art. R.621-38 du Code monétaire et financier prévoit que la personne mise en cause dispose d'un délai de deux mois pour transmettre au président de la Commission des sanctions ses observations écrites sur les griefs qui lui ont été notifiés, et, dans la pratique, si un délai supplémentaire peut être obtenu en cas de raisons le justifiant, ce délai est toujours calculé pour que les observations de la personne poursuivie soient déposées bien avant la tenue de l'audience. Or ces observations sont communiquées au représentant du Collège. Il en résulte que la partie poursuivante est informée avant l'audience des argu-

ments de la partie poursuivie et le temps de préparer sa réponse, qu'elle pourra ne présenter qu'à l'audience et de manière orale, sans avoir l'obligation de la rédiger par écrit et de la communiquer par avance à la personne poursuivie. L'équilibre des droits des parties n'est donc pas pleinement respecté ni, par conséquent, l'égalité des armes. Même s'il est vrai que la partie poursuivie peut répondre à l'audience aux arguments de la partie poursuivante, il n'en reste pas moins une différence qui n'est pas pleinement conforme au caractère équitable que doit respecter toute procédure devant tout tribunal au sens de l'art. 6 de la CEDH. La preuve en est que la cour d'appel de Paris prend soin de noter que le mémoire écrit du représentant du Collège « n'avait pas pour objet – et n'aurait pu avoir légalement pour effet – d'étendre la portée des griefs notifiés ; que son argumentation ne se référait à aucune pièce ni à aucun fait qui n'aurait pas figuré dans le dossier soumis à la procédure contradictoire » et que le représentant du collège s'est contenté de le lire sans rien y ajouter ou retrancher. Mais que se serait-il passé si le représentant du collège avait invoqué une pièce ou un fait nouveau ? La Commission n'aurait eu d'autre solution que, soit de renvoyer l'affaire, ce qui est déjà arrivé, soit d'écarter la pièce nouvelle, ce qui est déjà survenu. Mieux vaudrait éviter ces incidents en prévoyant l'obligation pour le représentant du collège de déposer des observations écrites quelque temps avant la séance de la Commission. Cela reviendrait à faire de la procédure devant la Commission des sanctions une procédure écrite, mais ce serait un progrès au regard des droits de la défense et une précaution destinée à éviter toute difficulté. Toutes les procédures modernes sont des procédures hybrides à dominante écrite, sauf en matière pénale il est vrai.

L'appelant invoquait un dernier argument de procédure, tenant à la motivation de la décision de la Commission des sanctions, mais il est balayé rapidement et facilement par l'arrêt.

Sur le fond, deux manquements étaient reprochés à la personne poursuivie, le premier de ne pas avoir porté à la connaissance du public les caractéristiques d'une opération financière en préparation susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier (art. 223-6 du RG AMF), le second de n'avoir pas porté à la connaissance du public une information privilégiée portant sur les mêmes circonstances (art. 223-2 du RG AMF). La Commission des sanctions de l'AMF avait estimé que ces deux manquements étaient caractérisés ; la cour d'appel de Paris la suit en tous points et confirme la sanction, très lourde. Pour cela, elle considère que Wendel avait bien préparé une information financière significative à l'égard de Saint-Gobain à un certain moment et ne l'a révélée que tardivement.

S'agissant des faits, la cour retient, comme la Commission, un faisceau d'indices dont il lui paraît qu'il caractérise suffisamment la préparation d'une information financière au cours du premier semestre 2007, alors que celle-ci n'a été révélée que plus tard. Pour s'en tenir à l'essentiel, du moins selon les éléments rapportés par l'arrêt, Wendel aurait envisagé dès cette époque une prise de participation significative dans

Saint-Gobain, appréciation qui repose sur deux éléments principaux, dont la conjugaison est déterminante : au même moment, d'un côté, Wendel a conclu des contrats d'échange économique (« Total Return Swap » ou TRS) avec plusieurs banques portant sur les actions de Saint-Gobain et celles-ci, pour se couvrir, ont acquis un nombre de titres équivalent ; d'autre part, Wendel a conclu avec ces mêmes banques (sauf une) des accords de financement d'un montant bien supérieur à ce qu'aurait nécessité la couverture du risque financier pris par cette société et, en réalité, d'un montant approximativement égal au montant total des titres achetés par les banques. De la concomitance de ces diverses opérations, la cour induit, comme la Commission des sanctions, que Wendel recherchait autre chose qu'une simple exposition économique et s'était, en réalité, réservé la possibilité d'acquérir les titres le jour venu et de monter au capital de Saint-Gobain. L'opération aurait consisté en une prise de contrôle rampante sous couvert de dérivés économiques. La cour en induit, comme la Commission des sanctions, que Wendel s'était organisé dès l'origine pour pouvoir entrer massivement, le jour venu, au capital de Saint-Gobain, ce qui relevait, selon ces institutions, tant de la préparation d'une opération financière au sens de l'art. 223-6 du RG AMF que d'une information privilégiée au sens de l'art. 223-2.

Sous ce premier aspect, de fait, la seule question est de savoir si les éléments retenus par la juridiction constituent bien un faisceau d'indices concordants et non une simple addition d'éléments équivoques. On sait en effet que la jurisprudence récente, que ce soit de la Commission des sanctions<sup>15</sup>, du Conseil d'État<sup>16</sup> ou de la cour d'appel de Paris<sup>17</sup>, est devenue plus exigeante sur le maniement de la théorie du faisceau d'indices. En l'espèce, pour la cour, la concomitance des deux éléments retenus colore chacun d'eux et confère à l'ensemble une direction univoque.

S'agissant du droit, la cour confirme la position de la Commission des sanctions relativement à l'interprétation de l'art. 223-6 du RG AMF et au cumul de ce manquement et de celui tiré de l'art. 223-2.

En premier lieu, elle voit dans l'art. 223-6 un texte autonome, qui doit être respecté pour lui-même, indépendamment des obligations de déclaration des franchissements de seuil et de l'obligation de révélation d'une information privilégiée. Ensuite, s'agissant de la caractérisation de la préparation d'une opération financière, elle retient une interprétation large des notions de « préparation » et d'« opération financière » et, surtout, estime, comme la Commission des sanctions, qu'une opération financière peut être en préparation même si elle n'est pas encore définitivement décidée, même si il subsiste un aléa dans sa mise en œuvre et même si d'autres options restent envisageables. Cette inter-

15. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 15 septembre 2011, M. A. et M<sup>lle</sup> B. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 1<sup>er</sup> décembre 2011, M. X.

16. CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> sous-sections réunies, 24 avril 2012, n° 338786, publié au Recueil.

17. CA Paris, Pôle 5, Ch. 5-7, 21 juin 2012, n° 2011/08965, Benais c/ Président de l'AMF.

préparation extensive n'est pas incohérente avec le texte, qui utilise des termes imprécis et larges (« préparation », « opération financière »). Mais le résultat est que cette obligation devient difficile à respecter et constitue une arme redoutable entre les mains de l'AMF, ce qui fait naître un risque objectif d'arbitraire. Un peu plus de précision serait bienvenue, d'une part pour la prévisibilité de la règle et la sécurité des opérateurs, d'autre part pour éviter les chevauchements avec d'autres obligations, dont celle relative aux déclarations de franchissement de seuil et celle relative à la révélation d'une information privilégiée. On peut comprendre que l'AMF s'en soit servi à une époque où les contrats d'échange économiques n'entraient pas en ligne de compte dans les opérations de franchissement de seuil, mais les réformes successives intervenues depuis lors, qui les intègrent désormais au calcul des seuils<sup>18</sup>, devraient conduire à rédiger l'art. 223-6 de manière beaucoup plus précise, sauf à en faire une incrimination « ramasse-tout », ce qui ne serait pas conforme au principe de légalité des délits et des peines de la CEDH, qui est applicable en matière administrative comme en matière pénale.

En second lieu, la cour admet, comme la Commission, le cumul de l'art. 223-6 et de l'art. 223-2 du RG AMF et n'hésite pas à retenir les deux manquements à l'encontre de la personne poursuivie. Mais elle le fait, comme la Commission, à partir des mêmes faits. Cela ne pourrait-il pas créer une difficulté au regard de la règle *non bis in idem* ? Le Professeur France Drummond a démontré de manière définitive que cette règle devait s'appliquer au cumul de sanctions administratives et de sanctions pénales, malgré l'opinion commune contraire<sup>19</sup>. En effet, depuis l'arrêt Zolotoukhine de la CEDH du 10 février 2009<sup>20</sup>, l'*idem* qui interdit le cumul de poursuites et de sanctions pénales, donc le cumul de poursuites et de sanctions pénales et administratives, porte non plus sur la même qualification juridique des faits mais sur les mêmes « faits matériels ». Ce qui s'applique au cumul d'une sanction pénale et d'une sanction administrative ne doit-il pas également s'appliquer, par identité de motif, au cumul de deux sanctions administratives pour les mêmes faits, puisqu'il s'agit de sanctions pénales au sens de la CEDH ? Mais, en l'espèce, les deux poursuites étaient concomitantes et devant la même instance juridictionnelle, de sorte qu'il s'agissait d'un concours de manquements, qui permet de prononcer une condamnation pour chacun de celle-ci à condition d'en confondre les sanctions, ce qui a été fait<sup>21</sup>.

18. Ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 et loi n° 2012-387 du 22 mars 2012.

19. 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 : transcription des débats, lundi 18 octobre 2010, voir site AMF ([www.amf-farncce.org/documents/general/9729\\_1.pdf](http://www.amf-farncce.org/documents/general/9729_1.pdf)) ; du même auteur, « Les sanctions en droit des marchés financiers – La sanction, instrument de régulation des marchés », in *Les Sanctions en droit contemporain*, sous la direction de C. Chainais et D. Fenouillet, volume 1, « La sanction, entre technique et politique », Dalloz, coll. « Esprit du droit », 2012, p. 451, spéc. p. 464 et s., n° 26 et 27.

20. CEDH 10 février 2009, *Sergueï Zolotoukhine c/ Russie*, requête n° 14939/03.

21. B. Bouloc, *Droit pénal général*, Précis Dalloz, 21<sup>e</sup> éd., n° 692 et s., p. 558 et s.

## Fraude Madoff – Rôle et responsabilité de la banque dépositaire en France – Qualité d'actionnaire dans le registre de l'émetteur – Pratique du *nominee*.

Tribunal de commerce de Paris, 7 juin 2013 *Gras Savoye et Friedland Gestion c/ RBC Dexia*

TGI Paris, 12 juin 2012, *Rossillon c/ BNP Paribas* ;

**1<sup>re</sup> espèce : Doit être tenue responsable la banque qui a commis une faute dans l'exécution du mandat de transmission d'ordre de souscription aux parts de la Sicav Luxalpha en ne s'assurant pas que le nom des investisseurs apparaisse bien comme étant celui des propriétaires des titres. Restant dès lors propriétaire des parts, sans que puisse être invoquée la technique du *nominee*, la banque doit réparer le préjudice subi par les investisseurs.**

**2<sup>e</sup> espèce : Ne doit pas être tenue responsable la banque qui, au titre de son obligation de dépositaire, n'a pas failli dans l'exécution de sa mission.**

Coup sur coup, les tribunaux parisiens ont rendu deux décisions fortes importantes dans le dossier Madoff. Le tribunal de commerce de Paris le 7 juin 2012 dans une affaire entre RBC Dexia et des sociétés de gestion (1<sup>re</sup> espèce) et le TGI de Paris le 12 juin dans une affaire opposant une personne physique à BNP Paribas (2<sup>e</sup> espèce). Dans les deux cas, le problème était dans ses grandes lignes le même : la banque doit-elle être tenue pour responsable vis-à-vis de ses clients dans cette affaire ? Dans les deux cas, la banque agissait comme teneur de compte conservateur, au titre d'un contrat de dépôt, et non comme gérant de portefeuille au titre d'un mandat de gestion. Autrement dit, les instructions de souscription aux titres du fonds Luxalpha émanaient des clients eux-mêmes et non de la banque. Dans les deux cas, le dépositaire du fonds Luxalpha est la banque suisse UBS à Luxembourg. Dans chacune des deux affaires, et de façon étrange, la responsabilité de la banque UBS est écartée suite à des désistements d'instance. Intéressant aussi est le fait que les clients des banques ont retenu le même avocat dans leurs actions, développant des arguments identiques. Mais les solutions retenues par les deux juridictions diffèrent radicalement : là où le TGI écarte la responsabilité de la banque, le tribunal de commerce la retient. C'est donc l'analyse juridique effectuée par les magistrats qui conduit à cette différence d'interprétation.

Pour aller directement à l'essentiel, disons le tout net : le raisonnement effectué par le tribunal de commerce ne convainc pas du tout.

### Les faits

Dans les deux affaires, les clients demandent à leur banque de souscrire pour leur compte des parts de la Sicav luxembourgeoise Luxalpha, ce qui est fait. Une fois la souscription réalisée, les titres ainsi souscrits sont inscrits au compte des clients dans leurs banques respectives. Mais comme il se doit dans ce type d'opération, la banque teneur de compte n'est pas celle qui tient les comptes du registre des actionnaires de l'émetteur. Or, en l'espèce, les titres sont des titres nominatifs. La

personne inscrite en compte chez l'émetteur n'est donc pas l'investisseur final mais un établissement intermédiaire. C'est de cette dichotomie entre le propriétaire « réel » et le propriétaire « apparent » que naît le conflit. En effet, selon la technique bien connue de la « poche profonde », certains investisseurs dans les fonds Madoff tentent alors de se dégager de leur responsabilité sur leur banquier teneur de compte.

L'argument des clients peut se résumer ainsi, avec des variantes selon les situations : les ordres de souscriptions aux parts de la Sicav ont mal été exécutés (voire n'ont pas été exécutés dans les délais) en ce que la personne inscrite en compte auprès de l'émetteur n'est pas le client, mais un intermédiaire financier (le correspondant bancaire de l'établissement teneur de compte en France). La relation du client avec sa banque s'inscrit dans le cadre d'un mandat d'exécution d'un ordre de souscription, et non en un contrat de commission qui expliquerait pourquoi la personne inscrite en compte n'est pas le propriétaire « réel ». Or, en droit luxembourgeois, l'inscription dans les registres nominatifs de l'émetteur établit la qualité d'actionnaire. La personne inscrite auprès de l'émetteur n'étant pas le client, mais sa banque (ou l'établissement correspondant), le « seul » propriétaire des parts est donc la banque, nonobstant l'inscription en compte dans les livres de la banque en France au nom de l'investisseur. En conséquence de quoi, le client n'étant pas « propriétaire » au regard du droit de l'émetteur, il ne saurait subir les effets de la faillite Madoff et supporter les pertes de l'investissement qu'il n'a pas réalisé.

Les arguments des banques sont proches. Elles mettent d'abord en avant leur qualité de commissionnaire et non de mandataire, ce qui expliquerait pourquoi ce sont elles qui sont inscrites en compte dans les registres de l'émetteur et non leurs clients. En conséquence de quoi, ceux-ci sont bien les propriétaires « réels » des parts du fonds Luxalpha, l'inscription dans les registres luxembourgeois n'ayant qu'une valeur probatoire. Dès lors, la perte doit être supportée par le propriétaire « réel » des titres et non par son intermédiaire, qui n'est qu'un propriétaire « apparent ». À titre subsidiaire, le mandat de transmission des ordres de souscription a bien été exécuté et aucune responsabilité ne saurait être engagée à ce titre. De plus, les investisseurs sont des professionnels avertis.

Commençons par la décision RBC Dexia du tribunal de commerce de Paris (1<sup>re</sup> espèce). Celui-ci retient la responsabilité de la banque pour mauvaise exécution du mandat de transmission d'ordres, à savoir ne pas avoir fait « le nécessaire pour que les titres concernés soient inscrits sur les registres de Luxalpha aux noms » des clients. Pour arriver à cette conclusion, le tribunal décide d'abord de vérifier ce que le droit luxembourgeois prévoit en la matière. À ce titre, il applique correctement la jurisprudence de la Cour de cassation qui considère qu'il appartient bien au juge français d'appliquer la loi étrangère lorsqu'il est le juge compétent. Les magistrats consulaires se lancent ainsi dans une analyse détaillée du droit luxembourgeois lequel prévoit que c'est la personne inscrite en compte qui doit être considérée comme l'actionnaire,

sauf démonstration contraire. Constatant l'impossibilité pour Dexia d'apporter cette preuve, Dexia doit donc être regardé comme l'actionnaire de la Sicav. S'ouvre alors tout un débat sur la technique du *nominee* et le fait que celle-ci, au final, ne peut être retenue en l'espèce. On rappellera que cette technique, inconnue du droit français car issue des pratiques anglo-américaines, conduit à ce que la personne inscrite en compte ne soit pas le « propriétaire réel »<sup>22</sup>. Cette technique permet d'expliquer en quoi c'est Dexia et non ses clients qui apparaissent dans les livres de l'émetteur. Mais le tribunal de commerce écarte cette technique au motif, non convaincant, que le prospectus de la Sicav n'en prévoyait pas l'application (« rien dans le prospectus Luxalpha ne montre que la société émettrice aurait mis en place un système de *nominee* susceptible d'être utilisé pour la souscription de ses titres nominatifs [...]. Aucune convention spécifique de *nominee* n'a été conclue entre [les investisseurs] et Dexia à qualité [...]. Qu'il ne peut donc être valablement soutenu que les inscriptions litigieuses de Dexia en qualité d'actionnaire dans les registres de Luxalpha auraient faites dans le cadre d'une pratique du *nominee* entre Dexia et [ses clients] ». Comme on le verra par la suite, le raisonnement du tribunal n'est pas correct, mais dès lors qu'il s'agissait de déterminer ce que le droit luxembourgeois prévoit, la banque aurait dû argumenter de façon plus insistante sur la pratique du *nominee*.

Si le débat avait porté sur la nature d'une inscription en compte dans une chaîne d'intermédiation, une très nombreuse littérature serait venue aider au soutien de la thèse de la reconnaissance de l'effet du *nominee*. On pense bien sûr aux Conventions de La Haye sur les titres intermédiés (2002) et celle de Genève sur les règles matérielles en matière de titres intermédiés (2009), conventions certes non entrées en vigueur mais qui traitent précisément du sujet du *nominee*. Des arguments intéressants figurent tant dans les Conventions que dans les travaux préparatoires sur le fonctionnement du *nominee* et plus généralement sur la différence de situation entre la position de « propriétaire » et celle de *legal owner* ou *nominee*. C'est d'ailleurs sur ces points que les discussions dans la Convention de Genève ont été les plus ardues<sup>23</sup>.

On pense aussi aux travaux européens en la matière. Bien sûr, la Directive 2007/36 sur les droits des actionnaires. Même si celle-ci vise les titres de sociétés cotées,

22. Cette question du *nominee* a fait l'objet de nombreuses études en France : cf. « Identification des actionnaires des sociétés cotées », ANSA, n° 192, spéc. p. 35 et suiv. Z. Zekfali et J.-P. Valuet, « La société émettrice et l'intermédiaire financier français face au trustee et au *nominee* », RDBB n° 38, juill.-août 1993.

23. Lors de la première session du groupe de travail de la Convention de Genève, un groupe de travail a été désigné spécifiquement sur cette question et un rapport a été remis lors de la deuxième session de travail : Rapport LXXVII doc 25, février 2006 : <http://www.unidroit.org/french/documents/2006/etude78/5-78-025-f.pdf> Voir aussi les commentaires de European Issuers à la première conférence diplomatique (Unidroit, COF-11 Doc 11, juillet 2008) et la seconde conférence diplomatique (Unidroit 2009, COF 11/2 Doc 7, 6 août 2009). La solution retenue figure aujourd'hui à l'article 29.2 de la Convention de Genève (<http://www.unidroit.org/french/conventions/2009/intermediatedsecurities/convention.pdf>), lequel prévoit que les Etats signataires doivent reconnaître (pour aller à l'essentiel) la détention sous forme de *nominee* (l'expression retenue est : « personne agissant en son nom et pour le compte de tiers »). Un résumé de la problématique figure dans l'article de Luc Thévenoz, « Who holds (intermediated) securities? Shareholders, Account holders, and Nominees », publié dans la *Revue de Droit Uniforme* 2010-3/4, p. 845.

elle traite du cas des nommée et de la manière dont ceux-ci doivent pouvoir être représentés dans les assemblées générales et l'exercice de leur vote. L'article 13 de la Directive définit comme suit le nommée : « une personne physique ou morale qui est reconnue comme actionnaire par le droit applicable agit à titre professionnel pour le compte d'une autre personne physique ou morale », ce qui est typiquement le cas de RBC Dexia. Il y a aussi les travaux européens du Legal Certainty Group sur l'harmonisation du droit des titres en Europe, et notamment la question du nommée comme une « barrière » identifiée par les rapports Giovannini I et II. L'étude comparative effectuée par le groupe de travail du LCG traite spécifiquement de cet aspect dans la question 6.

Ayant ainsi écarté la question centrale du nommée pour finalement retenir la responsabilité de RBC Dexia, les juges du tribunal de commerce considèrent que RBC Dexia n'a pas « fait le nécessaire pour que les titres concernés soient inscrits sur les registres de Luxalpha aux noms de Gras Savoye ou de Friedland Gestion ès qualité ». Autrement dit, le mandant a commis une faute dans l'exécution du mandat. En conséquence, « Dexia a permis que se développe la situation factuelle [...] et qu'il en résulte que Dexia a conservé juridiquement la propriété des titres souscrits, sans être capable de demander ultérieurement à la Sicav Luxalpha la reconnaissance demandée du transfert de cette propriété [à ses clients] ès qualité ». Une fois cette responsabilité de principe retenue, le tribunal de commerce va alors déterminer le préjudice subi par les clients de la banque. S'ensuit tout une argumentation où les juges vont se mettre à la place des investisseurs et l'emploi du conditionnel va servir, au final, à fortement limiter la responsabilité de la banque. Pour aller à l'essentiel, les magistrats considèrent que nonobstant la faute de la banque, les clients de celle-ci « auraient été propriétaires des titres Luxalpha et, par conséquent, directement touché par les conséquences de la fraude Madoff, à la hauteur des titres souscrits, qu'il en résulte que [les clients] ne peuvent demander à Dexia de les indemniser de la perte de la valeur des titres Luxalpha [...] ». Qu'il convient dès lors de se demander si les investisseurs ont bien disposé « sans retard, entre le moment de l'ordre de souscription donné à Dexia et celui de la découverte de la fraude Madoff, de toutes les informations en relation avec la vie des titres Luxalpha disponibles pour un actionnaire de la sicav Luxalpha ». En l'espèce, les juges consulaires estiment que Dexia a commis une faute en ne transmettant pas sans délai une note d'information à ses clients relative au changement de gestionnaire de la Sicav, changement qui aurait permis à ceux-ci « d'envisager d'annuler [les] ordres de souscription [...] ou de décider qu'il convenait de s'en séparer ». Que cette faute correspond à une perte de chance estimée par le tribunal à 10 % du montant total souscrit. Inutile de dire que l'on reste assez dubitatif devant une telle analyse : l'on aurait aimé que le tribunal explique ce montant. Sans même s'appesantir sur la détermination du quantum du préjudice à la discrétion du juge du fond mais qui en l'espèce paraît totalement subjectif, ni même revenir sur la prétendue faute de la banque dans le retard de la transmission de la notice d'information qui aurait permis aux investisseurs de sortir des titres Luxalpha (même si le tribunal reconnaît : « sans toute-

fois qu'il soit très vraisemblable dans [ce] contexte [...] que [les investisseurs] auraient alors décidé » de se séparer de leurs titres), une telle décision ne saurait recevoir notre approbation. Le tribunal de commerce de Paris a repris simplement l'argument des demandeurs. Il est resté dans la logique des demandeurs qui consistait à partir de la situation du registre nominatif au Luxembourg pour en tirer la conclusion que la banque restait « propriétaire » des titres. Il a écarté le système du nommée au motif que celui-ci n'avait pas été mis en place contractuellement entre la banque et ses clients. Il n'a pas tenu compte du fait qu'UBS imposait à la banque française l'utilisation du nommée (ce qui rend encore plus étrange le désistement d'action vis-à-vis d'UBS). La réalité du marché de la conservation de titres transfrontière au Luxembourg réside dans l'utilisation systématique du nommée. Les travaux internationaux sont là pour appuyer en ce sens. Considérer que la banque française a commis une faute en n'inscrivant pas le nom de l'investisseur dans les registres de l'émetteur, c'est se tromper sur l'auteur de la faute : si faute il y a, elle doit être recherchée chez UBS. Mais une nouvelle fois, la question n'était pas là. Elle est dans la reconnaissance des effets du nommée dans le cadre international et en l'espèce en droit français. La déconnexion entre propriétaire « apparent » et propriétaire « réel » a suffisamment été débattue en France pour que le tribunal de commerce se penche sur cette question. Ce qu'il n'a pas voulu faire. Il en est resté à une analyse littérale du droit luxembourgeois, sans chercher à vérifier si cette lecture correspondait à la pratique, et encore moins aux réflexions et discussions au niveau international.

Cette décision est d'autant plus curieuse qu'elle est en contradiction avec une autre décision du même tribunal (certes, composé différemment) dans la même affaire Madoff. On se souvient qu'après là encore avoir déterminé ce que prévoyait la loi de l'émetteur (en l'espèce, le droit des Îles Vierges Britanniques) lequel prévoit que l'inscription en compte dans les registres de l'émetteur d'un actionnaire nominatif constitue une présomption de propriété, le tribunal a considéré que BNPP et BNP Paribas Securities Services (le dépositaire figurant dans le registre de l'émetteur) « n'ont pas souscrit pour leur compte mais en leur qualité de commissionnaire [...] qu'il n'y a donc pas lieu de restituer [au client] les fonds qu'elle a versés pour ces souscriptions [...] Que BNP Paribas Securities Services, au nom de qui [les actions sont inscrites] lui reconnaît la qualité de propriétaire »<sup>24</sup>. Or, on a vu dans la décision commentée, le même tribunal refuse de reconnaître la qualité de commissionnaire de l'intermédiaire financier, même si le débat porte moins sur la qualification de commissionnaire que sur celle de la reconnaissance des effets du nommée en France.

Venons-en à la décision du TGI (2<sup>e</sup> espèce), mieux motivée : elle s'attache au contrat de dépôt même. Elle ne va donc pas rechercher à savoir ce que le droit luxembourgeois prévoit, contrairement à l'analyse du tribunal de

24. Trib. Com. Paris 9 septembre 2011, *Sofra c/ BNP Paribas ; Banque & Droit* n° 140, nov.-déc. 2011, p. 35.

commerce. Les magistrats parisiens considèrent ainsi, avec raison, qu'« en l'absence d'opérations à caractère spéculatif, la banque, simple dépositaire des titres, n'est pas tenue à une obligation particulière d'information envers son client sur les événements affectant la vie de la société émettrice, hormis les obligations accessoires au contrat de dépôt inhérentes à la détention de ces titres, aux droits qui y sont attachés et à leur restitution ». Il s'agit là du rappel d'une jurisprudence déjà un peu ancienne et trop souvent oubliée qui écarte toute responsabilité de la banque en cas de défaut de l'émetteur dont les titres ont été acquis par le client lorsque celle-ci agit en qualité de simple dépositaire<sup>25</sup>. Or, comme par ailleurs le client de BNPP était un opérateur averti, la banque « n'était donc tenue, en sa qualité de récepteur-transmetteur d'ordre et de conservateur-teneur de compte, d'aucun devoir de conseil et de mise en garde ». Restait à déterminer si, dans l'exécution du mandat de transmission d'ordres, la banque avait commis une faute. Selon le client, BNP Paribas avait connaissance d'une information contraire aux dispositions du prospectus (à savoir une clause de décharge de responsabilité du dépositaire luxembourgeois UBS), information qui aurait dû être portée à sa connaissance, ce qui n'a pas été le cas. Le client de la banque estime aussi que celle-ci aurait « déployé des moyens d'exécution entraînant une inégalité devant la souscription, en raison d'une clause de décharge figurant sur le bulletin de souscription ». Le tribunal écarte toutefois l'argument, considérant qu'« il n'est pas établi que la société BNP Paribas ait, en sa qualité de récepteur-transmetteur d'ordres, occulté des informations qui auraient été déterminantes du consentement [du client] ni qu'elle ait manqué à ses obligations de teneur de compte-conservateur. L'existence d'une résistance abusive dans la transmission d'information n'est pas établie ; il n'est pas d'avantage démontré que la banque ait eu un comportement fautif depuis la délivrance de l'information. » En conséquence de quoi, la responsabilité de la banque est totalement écartée. On ne peut qu'approuver cette décision qui ne retient pas la faute de la banque au motif que la signature d'une décharge de responsabilité de la banque vis-à-vis d'UBS (signature qui a fait grand bruit et dont la presse s'était même fait l'écho) aurait été « déterminante » dans l'appréciation du consentement de l'investisseur. Les magistrats restent bien sur l'analyse du contrat de dépôt et ne se sont pas laissés entraîner dans l'analyse du droit luxembourgeois ou la reconnaissance des effets du *nominee* en France. C'est la bonne analyse.

Au final, et au-delà de l'analyse juridique technique, les cas présentés aux tribunaux sont d'une grande banalité : qui de l'investisseur ou du banquier teneur de compte doit supporter la perte liée à la faillite de la galaxie Madoff ? Car il faut bien que quelqu'un supporte cette perte. Or, on a du mal à se convaincre de la responsabilité de la banque lorsque les investissements ont été initiés par les clients eux-mêmes. Le signal donné aux épargnants serait d'ailleurs dramatique si la jurisprudence du tribunal de commerce venait à prospérer. Il

reviendrait à dire : ne vous préoccupez pas de la solidité financière de votre gérant, car votre banquier dépositaire reste responsable en cas de défaut de votre gérant. Autrement dit, c'est du gagnant/gagnant : quand tout va bien, le client empoche les plus-values ; et quand ça va mal, son banquier paye les moins-values. La responsabilité du banquier dans un tel cas de figure (c'est-à-dire où il n'est que teneur de compte et non gérant) ne peut porter que sur une faute caractérisée dans l'exécution de mission, laquelle, comme tout dépositaire, consiste à conserver et à restituer. Ce n'est qu'au titre d'une défaillance dans l'exécution de sa mission de dépôt, et le cas échéant d'une mauvaise exécution du mandat de transmission de l'ordre de souscription que sa responsabilité peut être engagée. Le TGI de Paris l'a bien compris. Le tribunal de commerce de Paris est parti pour sa part dans une analyse de droit luxembourgeois de laquelle il tire des conclusions hasardeuses et totalement opposées aux travaux des organisations internationales les plus sérieuses.

H. V.

**AMF – Commission des sanctions – Visite domiciliaire et perquisition (différence) – Initiés – OPA – Caractère précis de l'information (oui) – Utilisation d'une information privilégiée – Faisceau d'indices – caractère insuffisant des indices (oui) – Absence d'explication par l'AMF.**

Paris, 21 juin 2012, Benais c/ AMF, affaire Buildinvest.

**Une visite domiciliaire se distingue d'une perquisition dans la mesure où les documents sont remis par les personnes visitées volontairement aux enquêteurs de l'AMF.**

**L'information relative à un projet d'offre publique doit être considérée comme précise dès lors que, sans être nécessairement certaine, l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir est démontrée, peu important l'existence d'aléas quant à la réalisation effective du projet.**

**En l'absence d'indices relatifs aux circonstances permettant d'expliquer la détention d'une information privilégiée, la théorie du faisceau d'indices utilisée par l'AMF ne suffit pas à caractériser le manquement dès lors que la personne poursuivie apporte des explications et des justificatifs pour chacun des indices avancés par l'AMF, indices qui n'ont pas la force probante suffisante pour caractériser le manquement.**

Voici une décision intéressante. Non pas en ce qu'elle constitue un revers pour l'AMF qui use de son droit de se pourvoir en cassation suite à une décision de réformation et d'annulation de la décision de sanctions par la cour d'appel de Paris, et obtient gain de cause devant la Cour de cassation sur l'absence de base légale de la décision de la cour d'appel, mais en ce que les juges du fond s'opposent une nouvelle fois à l'AMF en considérant que les éléments constitutifs du manquement ne sont pas en l'espèce constitués.

25. Cass. Com. 9 janvier 1990, BNP c/ X. cette chronique, *Banque & Droit* n° 140, nov.-déc. 2011, p. 35.

### La procédure

Suite à l'ouverture d'une enquête à l'encontre d'un dirigeant de société pour utilisation d'informations privilégiées dans le cadre du rapprochement, finalement abandonnée, entre Suez, Véolia et Enel, la Commission des sanctions de l'AMF condamna ledit dirigeant à 400 000 euros d'amende. Saisi d'un recours formé par ce dernier contre cette décision, la cour d'appel de Paris par un arrêt du 8 avril 2009 l'a réformé et, statuant à nouveau, a dit non établi le manquement d'initié. Saisi par l'AMF et son président, la Cour de cassation a, par un arrêt du 1er juin 2010<sup>26</sup>, cassé et annulé en toutes ces dispositions l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 8 avril 2009<sup>27</sup> et renvoyé la cause et les parties devant cette même cour d'appel autrement constituée. C'est la décision commentée. La cassation prononcée était motivée par le fait que l'AMF n'avait pas rapporté la preuve qui lui incombait en invoquant la théorie du faisceau d'indices. Selon les Hauts magistrats, « en se déterminant ainsi, sans examiner les indices invoqués par l'AMF ni préciser en quoi ils étaient entachés d'équivoque, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision ». Les premiers juges du fonds ont considéré, pour réformer la décision de sanction et dire que le manquement d'initié reproché au dirigeant n'est pas établi, que si la détention d'une information privilégiée et la circonstance que la personne savait ou aurait dû savoir que cette information était privilégiée peuvent être démontrés, à défaut de preuve directe, par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, encore faut-il que le rapprochement de ces indices les établisse sans équivoque : en déduisant la détention de l'information privilégiée de son utilisation supposée, tout en imposant au dirigeant d'apporter la preuve, quasi impossible, que ses acquisitions de titres étaient dénuées de lien avec la détention d'une telle information, et sans même préciser à quel titre ce dernier savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée, l'AMF n'avait pas apporté la preuve qui lui incombait. Autrement dit, la cour d'appel de Paris remettait en cause le principe même de la théorie du faisceau d'indices au nom de l'absence de preuves apportées par l'AMF. C'est cette motivation qui est sanctionnée par la Cour de cassation qui enjoint les juges du fonds d'examiner la pertinence de chacun des indices invoqués par l'AMF. C'est ce que réalise l'arrêt commenté pour considérer, au final, que le manquement n'est pas établi.

### Les faits

Un dirigeant d'entreprise acquiert, pour lui-même, sa femme et son entreprise, un paquet important de titres Suez pour un montant de plusieurs millions d'euros début février 2006, soit quelques jours avant l'annonce du rapprochement entre Suez et GDF. Suite à une enquête diligentée par l'AMF, celle-ci notifie griefs à ce dirigeant, estimant qu'il aurait utilisé une information privilégiée relative aux grandes chances d'annonce publique imminente d'une opération concernant Suez,

que ce soit une information relative à une OPA d'Enel sur Suez, ou bien d'une information relative au rapprochement capitalistique entre Suez et Gaz de France, ou encore les deux informations.

S'agissant de la procédure, l'arrêt de la Cour de Paris vient apporter une précision importante. Jusqu'à quel point les visites domiciliaires effectuées par l'AMF au titre des pouvoirs qu'elle détient de part l'article L. 621-10 du Comofi sont-elles assimilables à des perquisitions ? Au cas présent, la personne objet de l'enquête considérerait que les visites effectuées dans les locaux de sa société ne constituaient pas en réalité l'exercice du simple droit de communication de pièces et/ou d'accès aux locaux mais « une véritable perquisition et une saisie de documents », laquelle n'est possible qu'au titre de l'article L. 621-12 du Comofi qui prévoit alors une autorisation judiciaire. Réponse de la Cour : ces visites ne sont pas des perquisitions dans la mesure où elles organisent qu'un simple droit de visite et de communication, lequel ne peut être mis en œuvre que par la remise volontaire des pièces et l'accès tout aussi volontaire aux locaux par les personnes objets de l'enquête. D'ailleurs, le procès-verbal signé sans réserve à l'issue de cette visite mentionne clairement que cet accès et ces remises ont été effectués de plein gré par les personnes objets de l'enquête. Ce n'est d'ailleurs que dans ce cadre du consentement de la personne objet de la visite que le Conseil Constitutionnel a reconnu l'exercice de ce pouvoir<sup>28</sup>, ce qu'a confirmé la Cour de cassation dans l'affaire *Metaleurope*<sup>29</sup>. La présente décision est intéressante en ce qu'elle vient confirmer l'exercice de ce droit de visite à l'encontre de non-PSI, alors que la doctrine hésite à voir dans l'article L. 621-10 un droit de visite compatible avec l'article 8 § 1 de la CEDH lorsqu'il s'agit de locaux de non professionnels des marchés financiers. La décision de la cour d'appel n'est pas convaincante : elle « oublie » qu'un refus opposé aux enquêteurs dans le cadre de leurs pouvoirs d'enquête sur place peut donner lieu à l'ouverture d'une procédure pénale au titre de l'article L. 642-2 du Comofi pour obstacle à une mission de contrôle ou d'enquête de l'AMF (délict d'entrave aux enquêteurs). C'est dire combien le « consentement » ou la « remise volontaire » sont une vue de l'esprit dans un tel cadre. Il serait temps que la Cour de cassation change son appréciation sur cette question et assimile pleinement ces visites à de véritables perquisitions, entourées de toutes les mesures de respect de droit de la défense, ce qui n'est guère le cas quand vous avez un enquêteur qui vous demande des documents sous peine de poursuite pénale en cas de refus ! La leçon de tout ceci est qu'il faut faire attention à ce que l'on signe et qu'il n'est pas possible de plaider plus tard la bonne foi.

28. DC n° 87-240 du 19 janvier 1988 selon laquelle les dispositions de l'article L. 621-10 ne donnent aucune possibilité de contrainte matérielle aux enquêteurs qui ne peuvent procéder à aucune perquisition ou saisie, de sorte que leur accomplissement suppose le consentement de la personne qui en fait l'objet.

29. Cass. Com. 30 mai 2007 : Bull. civ. IV, n° 147, où la Cour rejette le pourvoi du dirigeant en indiquant que les pouvoirs de l'article L. 621-10 Comofi ne constituent pas au sens de l'article 8 § 2 de la CEDH une ingérence de l'autorité publique dans le respect du droit au respect du domicile privé reconnu par le § 1 du même article 8.

26. Cass. Com., 1<sup>er</sup> juin 2010, cette chronique *Banque & Droit* n° 132, juill.-août 2010, p. 30.

27. Paris, 8 avril 2009, cette chronique, *Banque & Droit*, n° 128, nov.-déc. 2009, p. 46.

## Définition de l'information privilégiée

S'agissant de la définition de l'information privilégiée, la cour d'appel vient apporter des éléments intéressants sur le champ de cette notion dans le cadre d'un projet d'OPA. En l'espèce, l'information privilégiée était double : soit une OPA de Enel sur Suez, soit un rapprochement capitalistique entre Suez et GDF. Cette alternative, qui pouvait aussi être vue comme un cumul des deux informations, « est sans incidence sur le caractère précis ou non de l'information ». Peu importe donc l'existence de deux projets concurrents, dès lors que chacun d'entre eux présente des éléments suffisamment précis. Ce qui conduit la cour à indiquer qu'en matière de projet d'OPA, le caractère précis d'une information est établi dès lors que l'information « sans être nécessairement certaine implique l'existence d'un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, peu important l'existence d'aléa quant à la réalisation effective du projet ». On ne saurait qu'approuver cette définition de l'information en matière de projet d'offre publique.

Reste alors à étudier la question de la détention de l'information reconnue en l'espèce comme étant une information d'initié. On se souvient que la décision de la Cour de cassation avait fait l'objet en son temps de critiques de la part de la doctrine, en ce qu'elle permettait l'assimilation de l'acquisition de titres à l'utilisation d'une information privilégiée. La décision de la Cour de renvoi était donc attendue. Pour écarter sa responsabilité devant cette cour, le dirigeant d'entreprise considérait que la Commission des sanctions de l'AMF s'était bornée à déduire d'indices équivoques l'existence d'un faisceau d'indices, concourant à démontrer que seule la détention de l'information relative au projet d'offre d'Enel aurait pu déterminer la réalisation des opérations reprochées. C'est ici la question de la portée de la théorie du faisceau d'indices dans le cadre d'un initié secondaire, c'est-à-dire vis-à-vis d'une personne qui, ni par ses fonctions ni par sa profession est susceptible de détenir une information d'initié qui est posée une nouvelle fois. En l'espèce, la Cour de renvoi ne tient pas compte des critiques de la doctrine et réaffirme la pertinence du recours à cette théorie au cas d'espèce en reprenant le considérant de principe quant à son utilisation : « la détention d'une information privilégiée peut, à défaut de preuve directe, être établie par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que l'AMF n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ». Le principe de la double présomption, évoqué dans notre commentaire relatif à la décision de la Cour de cassation, est ainsi validé : Première présomption – l'investisseur ayant réalisé des opérations inhabituelles et ne pouvant donner un motif convaincant est présumé n'avoir pu les réaliser que par utilisation d'une information privilégiée. Ce qui permet d'en déduire qu'il détenait une information privilégiée, seconde présomption. La cour d'appel de renvoi indique à cet égard que la décision de la Commission des sanctions « ne fournit aucun indice relatif aux

circonstances dans lesquelles [le dirigeant] aurait pu avoir connaissance dudit projet ». Comme l'y invite la Cour de cassation, la cour d'appel va donc vérifier si chacun des quatre indices relevés par la commission des sanctions permet de considérer que seule la détention de l'information permet d'expliquer les acquisitions. C'est donc à un contrôle de la preuve négative que se livrent les magistrats parisiens. Ces indices, au cas d'espèce, étaient les suivants :

- l'importance des achats qui ne correspondaient pas aux habitudes d'investissement, la pratique de Buildinvest étant de placer sa trésorerie en OPCVM monétaire et non en placements boursiers ;
  - la revente moins d'un mois après l'achat des titres Suez ;
  - l'absence d'explication plausible par le dirigeant d'achats massifs de ces titres pour son compte personnel.
- De son côté, le dirigeant poursuivi faisait valoir que :
- les opérations s'expliquent par le niveau historique de la trésorerie de Buildinvest permettant le remboursement de comptes courants et conduisant à la recherche d'un placement plus rentable que les seuls OPCVM monétaires, mais prudent car limité à 25 % de la trésorerie disponible de l'entreprise ;
  - le choix du titre suez était cohérent au vu des informations publiques relatives aux perspectives d'évolution de ce titre ;
  - enfin, la revente des titres était nécessaire pour l'acquisition d'un bien immobilier, d'autant plus que le titre commençait à baisser et qu'il était raisonnable de prendre sa plus-value.

La cour fait droit à chacune de ces explications, considérant « qu'eu égard au fait que M. [X] n'était pas un néophyte en matière de placements boursiers, aucun élément ne permet d'exclure ses explications ». Et si la personne poursuivie ne fournit pas d'explication déterminante sur le dernier des indices, la cour écarte celui-ci au motif que « le fait que le requérant n'ait pas diversifié ses placements boursiers ne saurait, à défaut d'autres indices non équivoques, suffire à établir qu'il a bénéficié d'une information privilégiée sur le titre Suez ». En conséquence de quoi, « il résulte des explications soumises à la cour et des justificatifs versés aux débats que chacun des indices retenus par la décision [de la Commission des sanctions] à laquelle l'AMF ne peut ajouter par ses observations, n'a pas la force probante que lui a prêtée la Commission des sanctions ». C'est donc par l'analyse précise de chacun des indices que la cour considère que le manquement d'initié n'est pas établi. En pratique, cela revient à considérer que dans le cas d'un initié secondaire, l'AMF devra apporter des éléments plus probants, en particulier sur l'origine de la détention de l'information. On ne peut qu'approuver cette décision sage et bien motivée de la cour d'appel de Paris.

En conclusion, si la théorie du faisceau d'indices n'est pas morte, les juges du fond se révèlent très pointilleux quant à son utilisation, exigeant tant de l'AMF que de la Commission des sanctions des éléments précis et concordants, non équivoques, en particulier quand aucune explication n'est fournie quant à l'origine de l'information.

## ■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### **Position relative au placement et à la commercialisation d'instruments financiers (position de l'AMF n° 2012-08 et position de l'ACP n° 2012-P-02).**

L'AMF et l'ACP ont publié le 16 juillet une position commune relative à la commercialisation des instruments financiers. Ces positions précisent le périmètre des services d'investissement de placement et de commercialisation des instruments financiers, lesquels se caractérisent par l'existence de deux services :

- le premier est rendu aux émetteurs ou cédant des instruments financiers à la recherche d'investisseurs acquéreurs ;
- le deuxième service, la commercialisation, est rendu par le prestataire de service d'investissement en contact avec ses clients, le plus souvent au titre de la réception-transmission d'ordres conjuguée ou non avec le service de conseil en investissement.

Cette position indique que le statut des conseillers en investissements financiers ne leur permet pas de fournir le service de placement. Quant à la commercialisation de produits d'épargne (organismes de placements collectifs ou titres de créances structurés), la position commune prend clairement position sur le fait qu'elle ne peut être considérée comme un service de placement. Ces produits ont avant tout pour objet d'offrir une solution d'épargne aux investisseurs. En conséquence, lorsqu'un prestataire de services d'investissement ou un conseiller en investissements financiers distribue ces produits d'épargne, il ne fournit pas le service de placement. Il en serait toutefois autrement s'il garantissait un montant minimum de souscriptions ou d'achats ou s'il souscrivait directement ces produits auprès de l'émetteur avant de les commercialiser. Dès lors, tout mécanisme de rémunération incitative doit être examiné à la lumière des dispositions de l'article 314-756 du Règlement général de l'AMF qui concerne les *inducements*.

### **Traitement des réclamations – Articles 313-8, 321-43-1 et 325-12-1 du Règlement général de l'AMF – Instruction AMF n° 2017-07 (publication du 13 juillet 2012).**

L'instruction AMF n° 2017-02 précise les modifications récentes du Règlement général de l'AMF relatives au traitement des réclamations. Ces dispositions reprennent pour l'essentiel celles déjà publiées par l'ACP (Recommandation R 2011-05 du 14 décembre 2001). Ainsi, comme pour l'ACP, l'AMF comprend par réclamation une déclaration actant du mécontentement du client envers le professionnel. Dès lors, une demande d'information, d'avis, de clarification, de service ou de prestation n'est pas une réclamation. Le dispositif doit être mis en place au 1<sup>er</sup> septembre 2012. Il a pour objet de garantir un traitement efficace, égal et harmonisé des réclamations et de leur suivi. Le suivi doit en effet servir de support à une procédure d'identification des dysfonctionnements et la mise en œuvre des actions correctrices appropriées. Notons également l'obliga-

tion pour le professionnel de s'engager à répondre à une réclamation d'un client dans un délai maximum de deux mois, sauf circonstances particulières dûment justifiées, et la nécessité de disposer des ressources et de l'expertise nécessaires pour ce traitement.

### **Offres publiques d'acquisition (Arrêté du 14 juin 2012 modifiant le Règlement général de l'AMF).**

L'arrêté du 14 juin 2012 apporte plusieurs modifications au Livre II du Règlement général de l'AMF relatif au régime des offres publiques d'acquisition. Parmi les diverses mesures prises, l'on notera :

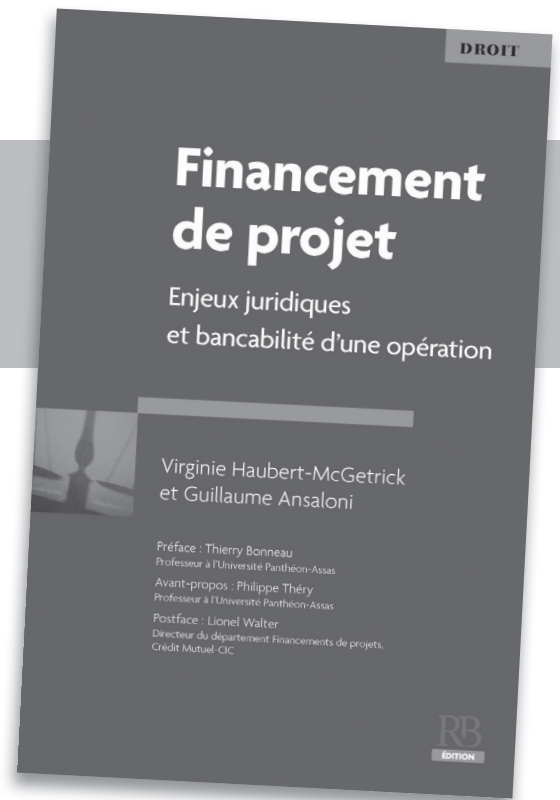
- l'autorisation, sous certaines conditions, pour l'initiateur d'une offre financée en tout ou partie par échange de titres, de la poursuite de l'exécution d'un programme de rachat d'actions pendant les périodes d'offre et de pré-offre ;
- l'introduction sur les systèmes multilatéraux de négociation organisés (Alternext) de deux cas de dérogation supplémentaires au dépôt obligatoire d'une offre publique.

### **Prospectus (Arrêté du 14 juin 2012 modifiant le Règlement général de l'AMF).**

Plusieurs modifications du règlement général de l'AMF visent à transposer la Directive 2010/71/CE modifiant sur plusieurs aspects les directives 2003/71/CE (directive Prospectus) et 2004/109/CE (directive Transparence). S'agissant de ces mesures réglementaires, l'AMF a publié le 29 juin 2012 une présentation succincte des principales dispositions issues de la révision de la directive Prospectus à destination des émetteurs et des investisseurs.

### **Consultation de l'AMF sur les positions et recommandations issues des constats tirés de l'examen de certains rapports spécifiques sur l'état des lieux de l'application, dans la commercialisation et la distribution indirecte d'instruments financiers, des dispositions de l'article 314-76 du règlement général de l'AMF relatif aux rémunérations et avantages.**

À la suite de l'examen des rapports spécifiques de l'an passé dédiés à l'application du dispositif énoncé par l'article 314-76 du Règlement général de l'AMF (dispositif dit des *inducements*), l'AMF consulte les professionnels sur un projet de positions et de recommandations qu'elle publiera à l'automne 2012. La réponse des établissements, initialement prévue pour le 7 août, a été heureusement reportée au 7 septembre. Ce texte sur lequel nous reviendrons dans une prochaine livraison de cette chronique est particulièrement structurant. Ainsi, dans le fil des projets concernant de la directive dite « MIF 2 », il précise que ces rémunérations accessoires ne se justifient qu'en raison du service rendu au client. Et ce service pourra résulter d'une attache (pour le moment indiquée comme annuelle) du client pour faire un point sur la situation de son investissement face aux évolutions des marchés et sur sa situation personnelle. ■



**E**n France, il existe une pratique de place pour les financements de projet dont l'activité est en essor. On pourrait considérer que les études d'ores et déjà consacrées au sujet suffisent à en comprendre les ressorts et les enjeux. Pour autant, un pont entre l'approche essentiellement économique et financière et le point de vue purement juridique fait défaut. Le financement de projet n'étant pas une notion juridique mais une technique financière, la meilleure façon de l'appréhender dans un ouvrage de pratique juridique est de se rapporter en permanence à ses ressorts extra-juridiques, et notamment à la nécessité d'organiser juridiquement une opération « bancable ».

L'ouvrage est composé de deux parties : la première – l'organisation juridique du projet – rappelle les fondamentaux, définit les notions de solidité et de viabilité d'un projet, puis les enjeux juridiques liés à la réalisation du projet ; la deuxième – l'organisation juridique du financement – présente les financements sponsor et bancaire.

Les auteurs, praticiens du droit appliqué à cette technique de financement, donnent une méthode et des outils de réflexion pour l'ingénierie juridique et la négociation qui permettent d'appréhender globalement les aspects juridiques d'une telle opération afin de pouvoir procéder efficacement à sa réalisation. À cet effet, ils proposent des processus d'analyse suivant la spécificité du projet, notamment son caractère public (essentiellement partenariats public-privé et concessions) ou privé.

**FINANCEMENT DE PROJET  
ENJEUX JURIDIQUES ET BANCABILITÉ  
D'UNE OPÉRATION**

Virginie Haubert-McGetrick  
et Guillaume Ansaloni, 192 pages, 32 €

**Virginie Haubert-McGetrick.** Juriste d'entreprise spécialisée en droit des affaires et en financement de projet, elle rejoint en 2005 le département Ingénierie et Montage au sein de la Direction des Financements Spécialisés du groupe Crédit Mutuel-CIC dans lequel elle dirige l'équipe dédiée à la structuration des financements de projets. Elle fait régulièrement des interventions en financements de projet en milieu universitaire.

**Guillaume Ansaloni.** Avocat associé au sein du cabinet de Gaulle Fleurance & Associés, il a développé une expertise reconnue en financements structurés, financements de projet et fusions-acquisitions. Docteur en droit privé (Université Paris 2), il est l'auteur de nombreuses publications en droit bancaire et en droit des sûretés.

Commander cet ouvrage sur Internet :  
**revuebanquelibrairie.com**

