

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur de droit
Université Paris I



JEAN-PIERRE BORNET

Professeur associé
Université Paris Sud
Responsable Compliance
BPCE



ANNE-CLAIRE ROUAUD

Maître de conférences
Université Paris I



FRIDA MEKOU

Juriste financier à la DAJ
de la Société Générale,
chargée d'enseignement à
l'Université Paris XI

JURISPRUDENCE

AMF – Pouvoir de sanction – Abus de marché – Cumul de sanctions – *Non bis in idem* – Question prioritaire de constitutionnalité – Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme.

Cass. crim. 17 décembre 2014 (2 arrêts), n° 14-90.042 et n° 14-90.043.
Cass. crim. 28 janvier 2015, n° 14-90.049.
Cons. Const. 18 mars 2015, n° 2014-453/454 QPC et 2015-462 QPC.

Sur examen de trois questions prioritaires de constitutionnalité transmises par la chambre criminelle de la Cour de cassation, le Conseil constitutionnel déclare contraires à la Constitution les dispositions du Code monétaire et financier qui permettent un cumul de poursuites et de sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Après la Cour européenne des droits de l'homme¹, le Conseil constitutionnel vient à son tour et à sa manière, par une décision rendue le 18 mars 2015², condamner

la double répression pénale et administrative des opérations d'initié, du moins à l'égard des personnes autres que les professionnels soumis au contrôle de l'AMF.

C'est la chambre criminelle de la Cour de cassation qui a – finalement – fourni aux juges de la rue Montpensier l'occasion de se prononcer de nouveau sur la question du cumul des poursuites et des sanctions administratives et pénales en matière d'abus de marché. Alors qu'elle affirmait encore fermement, un an auparavant³, que la double répression pénale et administrative n'est pas contraire au principe *non bis in idem*⁴ tel qu'il est consacré par la Convention européenne des droits de l'homme⁵, le Pacte international de New-York relatif aux droits civils et politiques⁶ et la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne⁷, la Haute juridiction a transmis trois questions prioritaires de constitutionnalité (ci-après « QPC »), par deux décisions en date du 17 décembre 2014⁸ et

1. CEDH, 2^e section, *Affaire Grande Stevens et autres c/ Italie*, 4 mars 2014, n° 18640/18 : BJB n° 4, avril 2014, § 111h1, p. 209, J. Chacornac ; *Banque et Droit* n° 155, mai-juin 2014, p. 43, A.C. Rouaud ; *Dr. Sociétés* n° 5, mai 2014, comm. 84, S. Torck.

2. *Banque et Droit* n° 160, mars-avril 2015, Edito, J.-J. Daigre ; *RDBF*, P. Pailler, à paraître.

3. Cass. crim. 22 janvier 2014, n° 12-83.579, FS-P+B+R+I : BJB n° 4, avril 2014, § 111g5, p. 203, J. Chacornac ; *JCP éd. G* n° 12, 2014, 345, C. Mauro ; *RLDA* n° 92, 2014, p. 26, A.-D. Merville ; *RDBF* n° 2, mars 2014, comm. 83, P. Pailler ; *RTD com.* 2014, p. 159, N. Rontchevsky ; *Banque et Droit* n° 155, mai-juin 2014, p. 25, B. Keita et p. 39, A.C. Rouaud ; *LPA* n° 62, 2014, p. 13, L. Ruet ; *Dr Sociétés* n° 3, mars 2014, comm. 56, R. Salomon.

4. *Sur lequel*, v. notamment F. Drummond, « Le fabuleux destin de la règle *non bis in idem* », *BJB* n° 12, déc. 2014, § 11120, p. 605.

5. Art. 4 du protocole n° 7 additionnel à la CESDH.

6. Art. 14-7.

7. Art. 50.

8. Cass. crim. 17 décembre 2014 (2 arrêts), n° 14-90.042 et n° 14-90.043 : *Banque et Droit* n° 159, janvier-février 2015, p. 79, J. Lasserre-Capdeville ; *JCP G* 2015, doct., 200, chr. B. Mathieu ; *Dr Pénal* n° 2, février 2015, comm. 29, V. Peltier.

une autre en date du 28 janvier 2015. Elle avait pourtant refusé par le passé, tout comme le Conseil d'Etat, de soumettre la question au Conseil constitutionnel⁹. Mais elle a estimé que l'arrêt *Grande Stevens* rendu par la Cour européenne des droits de l'homme le 4 mars 2014¹⁰ constitue un changement de circonstances justifiant la transmission des QPC¹¹.

Les questions soulevées se complétaient de manière intéressante¹². Elles mettaient en cause :

- d'une part¹³, les dispositions de l'article 6 du Code de procédure pénale, qui fait figurer, en son alinéa premier, la chose jugée parmi les causes d'extinction de l'action publique ;
- d'autre part¹⁴, les dispositions du Code monétaire et financier relatives à la répression pénale (art. L. 465-1 C. mon. fin.) et administrative (art. L. 621-15 C. mon. fin.) des abus de marché, ainsi que celles qui obligent l'autorité judiciaire à recueillir l'avis de l'AMF en cas de poursuites pour des faits de délit d'initié (art. L. 466-1 C. mon. fin.), celles lui permettant d'obtenir communication des éléments de l'enquête menée par l'AMF (art. L. 621-15-1 C. mon. fin.), celles permettant à l'AMF de se porter partie civile en cas de poursuites pour délit d'initié, sauf si elle exerce son pouvoir de sanction (art. L. 621-16-1 C. mon. fin.), celles autorisant le juge pénal à prendre en compte l'éventuelle décision de sanction prononcée par la Commission des sanctions de cette autorité pour ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce (art. L. 621-16 C. mon. fin.), et celles enfin, qui font obligation à l'AMF d'en aviser le procureur de la République si, dans le cadre de ses attributions, elle vient à avoir connaissance d'un crime ou d'un délit (art. L. 621-20-1 C. mon. fin.¹⁵).

En substance, les requérants soutenaient que les dispositions du Code monétaire et financier relatives au délit et au manquement d'initié, en permettant de poursuivre et de réprimer deux fois un même fait, portent atteinte, en méconnaissance du principe *non bis in idem*, aux principes de nécessité des délits et des peines et de proportionnalité des peines, tandis que les dispositions qui orchestrent la communication entre l'autorité judiciaire et l'AMF dans le cadre de ces poursuites méconnaissent le principe de la présomption d'innocence et les droits de la défense. Les affaires ayant conduit à porter ces questions devant le juge constitutionnel illustraient les différents enjeux attachés à

la dualité de poursuites, qu'il s'agisse d'engager des poursuites pénales pour les mêmes faits après que la Commission des sanctions de l'AMF a mis la personne concernée hors de cause ou, au contraire, après le prononcé d'une sanction administrative.

L'analyse des dispositions du Code monétaire et financier opérée par le Conseil constitutionnel (II) contraste avec le traitement rapide réservé à l'article 6 du Code de procédure pénale (I).

I. Le Conseil Constitutionnel écarte sans ambages la critique dirigée contre l'article 6 du Code de procédure pénale. Les requérants faisaient valoir que cet article, tel qu'interprété par une jurisprudence constante, porte atteinte aux principes d'égalité devant la loi pénale¹⁶ et de nécessité et de proportionnalité des peines¹⁷ en ne reconnaissant pas l'autorité de la chose jugée à une décision définitive de la Commission des sanctions de l'AMF. En somme, la décision définitive rendue par une juridiction répressive statuant sur l'action publique a l'autorité de la chose jugée en matière pénale, tandis que celle rendue par une autorité administrative, bien que prononçant une sanction ayant le caractère d'une punition, ne l'a pas. Le Conseil constitutionnel valide cette différence de traitement au regard de la possibilité, pour le législateur, de prévoir des règles de procédure différentes selon les faits, les situations et les personnes auxquelles elles s'appliquent, à la condition que ces différences ne procèdent pas de distinctions injustifiées et que soient assurées aux justiciables des garanties égales¹⁸. Le Conseil constitutionnel s'appuie ainsi implicitement sur le fait que ces sanctions émanent d'autorités différentes – une juridiction de l'ordre judiciaire, d'un côté, une autorité administrative, de l'autre – et obéissent à des règles procédurales distinctes, sans s'arrêter à leur caractère répressif commun. Ce raisonnement contraste avec celui mené pour l'examen des dispositions du Code monétaire et financier, où les points communs entre la répression pénale et la répression administrative des opérations d'initié sont au contraire soulignés.

II. C'est sur le terrain des dispositions de droit spécial que choisit de se placer le Conseil constitutionnel pour censurer le cumul de sanctions, en déclarant contraires à la Constitution :

- l'article L. 465-1 du Code monétaire et financier,
- la dernière phrase de l'article L. 466-1 du même code,
- au c) et au d) du paragraphe II de l'article L. 621-15 du même code, les mots « s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou »,
- aux articles L. 621-15-1 et L. 621-16-1 du même code, les mots « L. 465-1 et »,
- et enfin, l'article L. 621-16 de ce code.

9. Cass., ass. plén., 8 juill. 2010, n° 10-10.965 : *Banque & droit* n° 135, 2011, p. 39, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RDBF* n° 6, 2010, Repère, H. Le Nabasque ; *RTDF* n° 3, 2010, p. 152 (1^{re} espèce), E. Dezeuze ; *CE*, 6^e et 1^{re} ss-sect. réunies, 16 juill. 2010, n° 321056 : *Banque et Droit* n° 135, 2011, p. 39, préc. ; *RTDF* n° 3, 2010, p. 152 (2^e espèce), E. Dezeuze.

10. CEDH, 4 mars 2014, *Grande Stevens*, préc.

11. Ord. n° 58-1067 préc., art. 23-2, 2°.

12. Le Conseil constitutionnel joint les trois QPC pour y répondre par une seule décision.

13. N° 14-90.042 et n° 14-90.049.

14. N° 14-90.043 et n° 14-90.049.

15. Parmi les dispositions critiquées du Code monétaire et financier, seules celles de l'article L. 621-20-1 sont déclarées conformes à la Constitution (V. cons. 21).

16. Art. 6 de la Déclaration des droits de l'homme de 1789.

17. Art. 8 de la Déclaration des droits de l'homme de 1789.

18. Cons. 32 et 33.

Pour se prononcer en ce sens, le Conseil constitutionnel se livre à un exercice délicat, visant à atteindre un résultat différent – la censure du cumul – sans pour autant remettre en cause sa jurisprudence antérieure, fixée depuis sa décision du 28 juillet 1989¹⁹. Il commence ainsi par réaffirmer sa position classique : le principe de nécessité des délits et des peines ne fait pas obstacle à ce que les mêmes faits commis par une même personne puissent faire l'objet de poursuites différentes aux fins de sanctions de nature administrative ou pénale en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction. Le cumul des sanctions est ainsi admis en raison de leurs natures différentes²⁰, avec pour seule limite le principe de nécessité et de proportionnalité des peines, qui implique que le montant global des sanctions prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues²¹. La décision se fait jusque-là l'écho de celle de 1989, rendue à l'occasion du contrôle préalable de constitutionnalité de la loi du 2 août 1989 qui a attribué à la COB le pouvoir de sanctionner administrativement les abus de marché en plus des sanctions pénales déjà existantes²².

Pourtant, le Conseil constitutionnel censure ensuite le cumul de sanctions, en se fondant sur l'examen de quatre points de comparaison.

Le premier point tient aux définitions respectives du délit et du manquement d'initié²³. Relevant que « soit les délits et manquements d'initié ne peuvent être commis qu'à l'occasion de l'exercice de certaines fonctions, soit ils ne peuvent être commis, pour le délit d'initié, que par une personne possédant une information privilégiée "en connaissance de cause" et, pour le manquement d'initié, par une personne "qui sait ou qui aurait dû savoir" que l'information qu'elle détenait constituait une information privilégiée », le Conseil constitutionnel observe que ces dispositions « tendent à réprimer les mêmes faits », et qu'elles « définissent et qualifient de la même manière le manquement d'initié et le délit d'initié ».

Le deuxième point de comparaison a trait à la finalité de ces dispositions, qui tendent à garantir la protection du bon fonctionnement et de l'intégrité des marchés financiers, de sorte que « ces répressions d'atteintes portées à l'ordre public économique [...] protègent les mêmes intérêts sociaux »²⁴.

Le troisième point concerne la sanction : le montant considérable des sanctions pécuniaires pouvant être prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF, bien supérieur à celles encourues au pénal²⁵, et la prise

en considération de la gravité des manquements commis²⁶, conduisent le Conseil constitutionnel à retenir que les sanctions encourues au titre du manquement et du délit d'initié ne sont pas de nature différente²⁷.

Le quatrième point, enfin, tient au fait que les recours contre les décisions de sanction de l'AMF relèvent, hormis celles prononcées à l'égard des professionnels soumis à son contrôle, de la compétence du juge judiciaire. Le Conseil constitutionnel s'appuie sur cet élément pour considérer que les sanctions du délit et du manquement d'initié « relèvent toutes deux des juridictions de l'ordre judiciaire »²⁸.

Au terme de cet examen, le juge constitutionnel considère que « les sanctions du délit d'initié et du manquement d'initié ne peuvent, pour les personnes autres que celles mentionnées au paragraphe II de l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier, être regardées comme de nature différente en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction ». Le juge constitutionnel français persiste ainsi à se fonder sur le principe de nécessité des délits et des peines plutôt que de recevoir la règle *non bis in idem* au rang des principes de valeur constitutionnelle, comme l'y invitait la Chambre criminelle. Néanmoins, par certains des critères retenus, le raisonnement du Conseil constitutionnel se rapproche de celui mené par la Cour européenne des droits de l'homme pour l'application du principe *non bis in idem*, afin de déterminer si les deux procédures portent sur une « accusation en matière pénale » et visent les mêmes faits. Le montant de la sanction est ainsi l'un des critères alternatifs posés par la CEDH dans l'arrêt *Engel* pour définir la matière pénale²⁹. De même, la référence à l'identité des faits réprimés rappelle les principes dégagés dans l'arrêt *Zolotoukhine*³⁰, où la Cour de Strasbourg s'attache à l'identité des faits matériels plutôt qu'aux éléments constitutifs des infractions³¹. Mais les similitudes s'arrêtent là. Outre l'identité des faits, le Conseil constitutionnel prend en considération l'identité de définition et de qualification du manquement et du délit d'initié. Le juge constitutionnel français se singularise également par la distinction qu'il opère en fonction de l'autorité compétente pour connaître des recours contre les décisions de sanction. L'un des points essentiels de son raisonnement tient au fait que les sanctions du délit et du manquement d'initié « relèvent toutes deux des juridictions de l'ordre judiciaire », la première, parce qu'elle est directement prononcée par le juge pénal, la seconde, parce qu'elle peut faire l'objet d'un recours devant le juge judiciaire³².

19. Cons. const. 28 juillet 1989, n° 89-260 DC, JO du 1er août 1989, p. 9676.

20. Comp., au sujet des infractions en matière de finances publiques, à propos du cumul entre les sanctions prononcées par la Cour de discipline budgétaire et financière, d'une part, et par une juridiction pénale ou une autorité disciplinaire, d'autre part : Cons. Const., 24 octobre 2014, n° 2014-423 QPC : Dr pénal n° 1, 2015, p. 36, V. Peltier.

21. Cons. 19.

22. Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier.

23. Cons. 22 à 24.

24. Cons. 25.

25. Jusqu'à plus de six fois, comme le relève le Conseil constitutionnel.

26. Art. L. 621-15, III c. mon. fin.

27. Cons. 26.

28. Cons. 27.

29. CEDH 8 juin 1976, série A n° 22, *Engel et autres c/ Pays-Bas*. V. égal. CEDH 4 mars 2014, *Grande Stevens*, préc., § 94.

30. CEDH, gde ch., 10 févr. 2009, n° 14939/03, *Zolotoukhine c/ Russie* : JCP G 2009, I, 143, n° 33, note F. Sudre ; D. 2009, p. 2014, note J. Pradel ; Dr. Pén. 2010, chron. 3, note E. Dreyer ; RSC 2009, p. 675, obs. D. Roets ; RTDH 2009, p. 867, note H. Mock.

31. § 224.

32. Art. 621-30, al. 1^{er} C. mon. fin.

Cela conduit mécaniquement à limiter la portée de la déclaration d'inconstitutionnalité, puisque ce critère n'est pas rempli s'agissant des sanctions prononcées à l'encontre des prestataires de services d'investissement et autres professionnels soumis au pouvoir disciplinaire de l'AMF, pour lesquelles les recours sont portés devant le Conseil d'Etat.

L'on comprend bien que le Conseil constitutionnel ne pouvait s'écarter de ce raisonnement sans revenir sur les principes posés dans sa décision de 1989, puisque l'élément déterminant pour valider le cumul de sanctions administratives et pénales tient à ce qu'elles sont prononcées « en application de corps de règles distincts devant leur propre ordre de juridiction ». Il n'en demeure pas moins que cette distinction aboutit à résultat regrettable, puisque le cumul de sanctions, désormais proscrit à l'égard des personnes autres que les professionnels soumis au contrôle de l'AMF, survit pour l'instant à l'égard de ces derniers.

En effet, compte tenu des effets désastreux qu'entraînerait une abrogation immédiate des textes en paralysant la répression des opérations d'initiés, le Conseil constitutionnel reporte au 1^{er} septembre 2016 la date de l'abrogation des dispositions censurées³³, comme il avait pu le faire dans sa décision du 30 juillet 2010 rela-

tive à la garde à vue³⁴. La remise à plat du dispositif de sanction des abus de marché par le législateur, quelle que soit la voie retenue³⁵, devrait avoir une portée générale, et concerner aussi bien les sanctions encourues par les professionnels soumis au contrôle de l'AMF que les autres justiciables.

Mais en attendant, les directives transitoires prévues par le Conseil constitutionnel viennent interdire, à compter de la publication de la décision, l'introduction ou la continuation de poursuites pour manquement d'initié alors que des poursuites auront déjà été engagées pour les mêmes faits devant le juge pénal ou que celui-ci aura déjà statué de manière définitive, et vice versa³⁶. La portée de ces mesures transitoires, naturellement calquée sur celle de la déclaration d'inconstitutionnalité, est limitée aux personnes autres que les professionnels soumis à la surveillance de l'AMF. Cela ne suffit donc pas à mettre le droit français en parfaite conformité avec les exigences de la CEDH. Le législateur est doublement au pied du mur... ■

33. Cons. 35.

34. N° 2010-14/22 QPC.

35. V. notamment J.-J. Daigre, « Non cumul des poursuites et des peines : sauver l'essentiel ? », *Banque et Droit* n° 159, janvier-février 2015, Editorial, p. 3

36. Cons. 36.

Franchissement de seuil – Obligation de déclaration – Champ d'application – Marché libre – Action de concert – Présomptions légales – Privation des droits de vote – Pouvoir du bureau de l'assemblée.

Cass. crim. 10 février 2015, n° 13-14-778, F-P+B, société Madag.

Ayant constaté que les titres de capital émis par la société étaient admis aux opérations d'Euroclear France, dépositaire central, et que les statuts prévoyaient leur inscription en compte chez un intermédiaire habilité, la cour d'appel en a exactement déduit que l'obligation de déclaration en cas de franchissement de certains seuils résultant des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce était applicable.

Aucun texte n'attribue au bureau de l'assemblée des actionnaires le pouvoir de priver certains d'entre eux de leurs droits de vote au motif qu'ils n'auraient pas satisfait à l'obligation de notifier le franchissement d'un seuil de participation dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Un an après la décision rendue par le Conseil constitutionnel sur question prioritaire de constitutionnalité dans la même affaire¹, l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 10 février 2015² marque l'épilogue d'un important contentieux relatif à la sanction de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils. La rédaction des textes a en effet soulevé un certain nombre d'interrogations, concernant tant le champ d'application de cette obligation que les modalités de mise en œuvre de sa sanction, qu'il s'agisse de sa durée ou des pouvoirs du bureau de l'assemblée générale. Les enjeux pratiques sont de taille en raison de l'automatisme de la privation des droits de vote – qui frappe sans égard au volume des actions non déclarées, à la durée du dépassement du délai de déclaration ou au caractère intentionnel ou

1. Cons. const. 28 février 2014, n° 2013-369 QPC : JCP E n° 11, 2014, 1118, A. Couret ; RLDA n° 94, juin 2014, p. 31, Y. Paclot ; BJB n° 6, juin 2014, p. 305, M. Roussille ; *adde* H. Le Nabasque, « De l'art de sanctionner sans faute », BJS n° 4, avril 2014, § 11113, p. 201.

Cass. com., 17 décembre 2013, n° 13-14-778, F-D : *Rev. Sociétés* n° 1, 2014, p. 62, P.-H. Conac ; BJS n° 3, mars 2014, § 11114, p. 162, A.-V. Le Fur et D. Schmidt ; *Dr. Sociétés* n° 2, février 2014, comm. 26, M. Roussille.

2. F. Martin-Laprade, « Régularisation = Absence de contestation ? », *Option finance*, 2 mars 2015.

non du manquement – et du risque d’instrumentalisation qu’elle présente.

Une société, dont les titres étaient admis aux négociations sur le Marché libre, avait procédé en 2007 à un emprunt obligataire de 10 millions d’euros, en émettant des obligations assorties de bons de souscription et/ou d’acquisition d’actions remboursables (OBSAAR). Les obligations avaient été souscrites par deux banques, qui en avaient détaché les bons (BSAAR) pour les revendre au président directeur général de la société, ainsi qu’au directeur général d’une filiale et au directeur financier. En 2008, les titulaires des bons exercèrent 910 000 BSAAR, ce qui leur permit d’obtenir le contrôle du groupe. Lors de l’assemblée générale tenue début 2008, le bureau décida de limiter les droits de vote de certains actionnaires minoritaires pour non-déclaration de franchissement, de concert, de plusieurs seuils. Ces actionnaires contestèrent la régularité de l’émission d’OBSAAR et demandèrent l’annulation des décisions de privation de droits de votes prises par le bureau. Déboutés en première instance (TC Paris, 18 janvier 2010) puis par la cour d’appel de Paris (CA Paris 29 janvier 2013³), ils formèrent un pourvoi en cassation.

Le pourvoi soulevait différentes questions⁴, dont deux retiennent l’attention dans le cadre de cette chronique : la première est relative au champ d’application des dispositions de l’article L. 233-7 du Code de commerce relatives à l’obligation de déclaration des franchissements de seuils, la seconde, aux pouvoirs du bureau de l’assemblée générale des actionnaires concernant la privation des droits de vote.

I. La Haute juridiction confirme tout d’abord la lecture retenue par la cour d’appel quant au champ d’application de l’obligation de déclaration de franchissement de seuils. La société soutenait en effet, à l’appui de son pourvoi, que les dispositions de l’article L. 233-7 du Code de commerce relatives au franchissement des seuils légaux ne s’appliquent à une société cotée sur un marché non réglementé que si les titres de cette société sont susceptibles d’être mis au porteur, et non, comme c’était le cas en l’espèce, lorsque les statuts imposent la forme nominative.

Il est vrai que l’article L. 233-7 du Code de commerce, en visant, à côté des actions admises aux négociations sur un marché réglementé, celles cotées « sur un marché d’instruments financiers admettant aux négociations des

actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l’article L. 211-3 du Code monétaire et financier », peut laisser planer le doute sur son champ d’application précis. Une incertitude subsiste en effet au sujet des sociétés « cotées » sur un marché non réglementé⁵ tel le Marché libre, dont les titres peuvent être nominatifs ou au porteur et ne sont pas nécessairement admis aux opérations d’un dépositaire central⁶.

La Cour de cassation valide ici l’interprétation des juges du fond : dès lors que les titres de capital émis par la société étaient admis aux opérations d’Euroclear France, dépositaire central, et que les statuts prévoyaient leur inscription en compte chez un intermédiaire habilité, l’obligation de déclaration en cas de franchissement de certains seuils trouvait bien à s’appliquer, peu important que les titres de cette société soient nominatifs. Cette interprétation, qui fait primer la lettre sur l’esprit du texte, peut laisser dubitatif, dès lors que l’obligation de déclaration des franchissements de seuils, qui tend à informer la société, paraît superflue lorsque les actions sont nominatives⁷.

II. S’agissant ensuite des pouvoirs du bureau, la Haute juridiction censure en revanche le raisonnement tenu par les magistrats parisiens. Ceux-ci, tout en donnant l’apparence de s’inscrire dans le droit fil de la jurisprudence de la Cour de cassation (en reprenant le principe posé par celle-ci dans l’affaire Eiffage, selon lequel le bureau n’a pas le pouvoir de priver les actionnaires de leurs droits de vote dès lors que le seuil non déclaré a été franchi de concert et que l’existence de l’action de concert est contestée⁸), s’en étaient en réalité fortement éloignés. Ils avaient en effet reconnu au bureau le pouvoir de mettre en œuvre des présomptions de concert, au motif que cela n’appellerait pas l’exercice d’un pouvoir d’appréciation – en l’espèce, ces présomptions tenaient au fait que les actionnaires minoritaires concernés étaient des sociétés contrôlées par les mêmes personnes physiques, et avaient des dirigeants communs⁹.

C’est ce qui vaut à l’arrêt d’être partiellement cassé, au visa des articles L. 233-7, L. 233-10 et L. 233-14 du Code de commerce, et à la Cour de cassation de réitérer « qu’aucun texte n’attribue au bureau de l’assemblée des actionnaires le pouvoir de priver certains d’entre eux de leurs droits de vote au motif qu’ils n’auraient pas satisfait à l’obligation de notifier le franchissement d’un seuil de participation

3. Paris, pôle 5, ch. 8, 29 janvier 2013, Sté Madag c/ SA Acadomia Groupe, n° 10/03671 : Banque et Droit n° 150, juillet-août 2013, p. 26, A.-C. Rouaud.

4. En première instance, ils demandaient l’annulation de l’émission faute d’établissement par le commissaire aux comptes du rapport imposé par l’article L. 225-135 du Code de commerce préalablement à toute augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription ; en appel, ils ne demandaient plus l’annulation mais la suspension des droits de vote et des droits à dividende attachés aux actions émises à la suite de l’exercice des BSAAR, sur le fondement de l’article L. 225-150 du Code de commerce tel que modifié par la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012. La cour d’appel a déclaré la demande irrecevable comme nouvelle, car elle laissait subsister l’émission obligataire et ne tendait donc pas aux mêmes fins que l’action en nullité exercée en première instance. La Cour de cassation valide ce raisonnement.

5. L’obligation de déclaration de franchissement de seuils, jusque-là propre aux actions cotées sur un marché réglementé, a été étendue par l’ordonnance n° 2004-604 du 24 juin 2004 (portant réforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés commerciales) aux sociétés dont les actions sont négociées sur un marché non réglementé.

6. Note d’organisation du Marché libre, art. 6.

7. En ce sens : F. Martin Laprade, « Franchissements de seuils », Joly Bourse, n° 24 à 32 ; P.-H. Conac, « Franchissements de seuils », Rep. Sociétés Dalloz, oct. 2013, n° 220.

8. Cass. com., 15 mai 2012, n° 10-23389, Bull. civ., IV, n° 104, Sté Eiffage c/ SAS Geciter et a. : JCP E n° 28-29/2012, p. 1453, A. Couret et B. Dondero ; BJS n° 7, 2012, p. 557, § 315, H. Le Nabasque ; Rev. Sociétés n° 9, 2012, p. 514, Y. Paclot ; RTD Com. n° 3, 2012, p. 590, N. Rontchevsky ; Dr. Sociétés n° 8, 2012, comm. 144, M. Roussille ; BJB n° 9, 2012, p. 358, D. Schmidt.

9. V. art. L. 233-10, alinéa 2n C. com.

dès lors que l'existence de l'action de concert d'où résulterait cette obligation est contestée ». La cour d'appel aurait dû rechercher si l'existence de l'action de concert n'avait pas été en l'espèce contestée lors de l'assemblée générale litigieuse.

Le bureau de l'assemblée, n'étant pas une juridiction, peut procéder à des constatations, mais non trancher une contestation¹⁰. Il n'a ainsi pas le pouvoir d'apprécier, en l'absence d'accord écrit, l'existence d'une action de concert en se fondant sur des indices graves, précis et concordants. Mais peut-on considérer, comme l'avait fait ici la cour d'appel de Paris, que lorsque la caractérisation d'une action de concert résulte de la mise en œuvre de présomptions légales, celle-ci est de l'ordre de la simple constatation et n'appelle pas l'exercice d'un pouvoir d'appréciation ? Ce serait oublier qu'il s'agit de présomptions simples : les intéressés doivent pouvoir apporter la preuve contraire, ce qui relève du pouvoir d'appréciation du juge. On voit ainsi combien le caractère automatique de la sanction, se traduisant notamment par l'absence d'intervention judiciaire en amont, peut s'avérer inadapté, particulièrement en cas d'action de concert ou dans un cas d'assimilation¹¹. Et l'on mesure les difficultés subséquentes, lorsque le juge, saisi *a posteriori* par les actionnaires dont les droits de vote ont été suspendus, annule l'assemblée plusieurs années plus tard et qu'il s'agit de remettre les choses en l'état¹².

Aussi ne peut-on qu'approuver la solution retenue par la Cour de cassation sur ce point : dès lors que l'existence de l'action de concert est contestée, les choses dépassent le simple pouvoir de constatation du bureau.

Il reste alors à déterminer dans quel cas l'existence de l'action de concert peut être considérée comme n'étant pas contestée. Sans doute est-ce le cas lorsque les concertistes ont procédé à la déclaration requise, mais après l'expiration du délai imparti¹³. Ce faisant, les actionnaires concernés reconnaissent avoir franchi un seuil de concert et, dans le même temps, procèdent à régularisation. Cela n'est pas sans évoquer la jurisprudence du Conseil constitutionnel, qui donne à entendre que c'est la régularisation qui marque le point de départ

du délai de suspension de deux ans, et donc, implicitement, qu'elle constitue une condition de la mise en œuvre de la sanction¹⁴. En effet, pour retenir que la privation des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction non déclarée ne constitue pas une sanction ayant le caractère d'une punition – susceptible, de par son caractère automatique, d'être incompatible avec les exigences d'individualisation et de proportionnalité de la peine –, le juge constitutionnel s'est livré à une lecture des dispositions de l'article L. 233-14 du Code de commerce minimisant la portée de la sanction. Alors qu'il était généralement admis que la suspension des droits de vote court à compter de l'expiration du délai dans lequel le franchissement de seuil aurait dû être déclaré¹⁵, le Conseil constitutionnel semble considérer qu'elle ne court qu'à compter de la régularisation. Cette lecture, bien qu'elle soulève des interrogations supplémentaires – qu'en est-il en l'absence de régularisation ? Comment le bureau peut-il constater la régularisation ? – a l'avantage de limiter la durée de la sanction. Il semblerait toutefois plus judicieux que la privation des droits de vote joue jusqu'à la régularisation, et non à compter de celle-ci, alors que le manquement a pris fin. La directive 2013/50 révisant la directive Transparence¹⁶ ne tranche pas ces interrogations, mais, en permettant aux États membres de prévoir que la suspension des droits de vote ne s'applique que dans le cas des infractions les plus graves¹⁷, elle pourrait suggérer l'adoption, à l'occasion de sa transposition¹⁸, d'un dispositif sanctionnateur plus nuancé. ■

10. V. Cass. com. 15 mai 2012, et les réf. préc. Adde A. Couret, « Réflexions sur le bureau de l'assemblée générale », *Mélanges P. Le Cannu*, LGDJ – Transactive, 2014, p. 243, spéc. n° 34 et s.

11. Art. L. 233-9 C. com.

12. V. not. A. Couret et B. Dondero, note préc

13. Qui est de 4 jours de Bourse suivant le jour du franchissement de seuil : art. R. 233-1, C. com.

14. Cons. const., 28 février 2014, préc., spéc. cons. 5 et 7 et les notes préc. d'A. Couret, F. Martin Laprade et Y. Paclot.

15. V. notamment Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 3^e éd., 2010, note 1, p. 671 ; P.-H. Conac, « Franchissements de seuils », préc., n° 151.

16. Directive n° 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive n° 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, la directive n° 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive n° 2007/14/CE de la Commission portant modalités d'exécution de certaines dispositions de la directive n° 2004/109/CE : JOUE 6 nov. 2013, n° L. 294, p. 13.

17. Dir. n° 2013/50 préc., art. 28 ter.

18. Transposition qui sera opérée par voie d'ordonnance : loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, art. 9. : JO n° 302 du 31 décembre 2014, p. 23238.

Cour de Justice de l'Union européenne – Question préjudicielle – Information privilégiée – Influence potentielle dans un sens déterminé sur le cours des instruments financiers.

Le caractère précis, condition de qualification de l'information privilégiée, n'exige pas que l'information permette de déterminer le sens de variation du cours des instruments financiers concernés.

CJUE, 2e ch., 11 mars 2015, aff. C-628/13, Jean-Bernard Lafonta c/ AMF.

Commentaire de Frida Mekoui

On se souvient de la décision de sanction prononcée par l'AMF, le 13 décembre 2010¹, contre Wendel SA et le président du Directoire dans le cadre de sa prise de participation dans le capital de la société Saint-Gobain, après la mise en place de contrats de Total Return Swaps (TRS), à dénouement monétaire, avec quatre établissements de crédit. La Commission des sanctions de l'AMF avait ainsi condamné Wendel SA et M. Lafonta (le président du Directoire), d'une part, sur le fondement de l'article 223-6 de règlement général de l'AMF (RGAMF) et, d'autre part, sur le fondement de l'article 223-2 du RGAMF pour ne pas avoir porté à la connaissance du public, l'information privilégiée que constituait la mise en place par Wendel SA, en tant qu'émetteur, de cette opération financière, afin de pouvoir prendre une participation significative dans le capital de Saint-Gobain.

M. Lafonta avait alors entrepris un recours en annulation de cette décision de sanction menant jusqu'à un pourvoi en cassation². L'argument de ce dernier consistait à considérer que l'information n'était pas, pour ce qui concerne les titres de Wendel, une information privilégiée dès lors que le caractère précis nécessaire à la qualification d'information privilégiée n'existait pas. En effet, selon ce dernier, « une information n'est précise au sens de cette disposition que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre concerné variera lorsque cette information sera rendue publique. Seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permettrait à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procurerait un avantage par rapport à tous les autres intervenants sur le marché qui ignorent cette information. »

L'argument n'était pas dépourvu de sens puisque, effectivement, on pourrait penser que l'information ne peut

fonder une décision d'investissement que si elle donne le sens de cet investissement (achat ou vente), sauf à supposer que l'initié se borne à spéculer (via un dérivé par exemple) sur la seule volatilité du titre.

C'est sur ce point que portait la question préjudicielle posée par la Cour de Cassation à la Cour de Justice de l'Union européenne dans la mesure où les dispositions françaises concernées sont issues de la transposition de la directive abus de marché et de ses textes d'application³.

C'est sans grande surprise que la CJUE, dans l'arrêt du 11 mars 2015, retient qu'il n'est pas nécessaire que l'information rende possible la détermination du sens que pourrait prendre une variation du cours des instruments financiers concernés pour être considérée comme suffisamment précise.

Elle justifie sa décision, d'une part, en prenant acte du fait que les termes de l'article 1, paragraphe 1, de la directive d'application du 22 décembre 2003, qui définit l'information « à caractère précis » – l'une des conditions de qualification de l'information privilégiée – n'exige pas que l'information permette de déterminer le sens de variation du cours et, d'autre part, qu'une lecture différente n'aurait pas été conforme à l'objectif poursuivi par la directive abus de marché.

La décision met en exergue la complexité accrue des marchés qui rend particulièrement difficile l'évaluation exacte du sens dans lequel peuvent varier les cours des instruments financiers. Si une telle restriction de la définition d'information privilégiée avait été retenue, on imagine, alors, la difficulté à caractériser l'information privilégiée et, partant, les opérations d'initiés, face aux détenteurs d'informations qui auraient pu prétexter l'existence d'une incertitude à cet égard.

On retiendra également de cette décision qu'il suffit, afin de remplir la condition de précision, que l'information soit suffisamment concrète ou spécifique pour pouvoir constituer une base permettant d'évaluer si l'ensemble de circonstances ou l'événement qui en est l'objet est susceptible d'avoir un effet sur les cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte. Seules des informations vagues ou générales, qui ne permettent de tirer aucune conclusion quant à leur effet possible sur le cours des instruments financiers concernés, excluent la qualification d'information suffisamment précise. ■

1. AMF, Sanct. Plén., 13 décembre 2010 (SAN-2011-02), Wendel SA, Deutsche Bank et Lafonta : *Banque et Droit* n° 136, mars-avril 2011, p. 46, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *BJB* n° 4, avril 2011, § 112, p. 257, Th. Bonneau ; *D.* 2011, p. 855, A. Gaudemet ; *Rev. Sociétés* 2011, p. 212, H. Le Nabasque ; *Dr. Sociétés* 2011, comm. 114, R. Mortier ; *RDBF* 2011, comm. 74, S. Torck. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 31 mai 2012, n° 2011/05307 : *Banque et Droit* n° 144, juill.-août 2012, p. 25, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *RDBF* 2012, comm. 170, A. Gaudemet ; *Rev. Sociétés* 2012, p. 586, H. Le Nabasque ; *JCP E* 2012, 1487, P. Pailler.

2. Cass. com. 26 novembre 2013, n° 12-21.361, FS-P+B : *BJB* n° 1, janv. 2014, § 11025, p. 15, Th. Bonneau ; *Banque et Droit* n° 153, janvier-février 2014, p. 26, A.-C. Rouaud.

3. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, du 28 janvier 2003, sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (et de sa directive d'application du 22 décembre 2003).

Composition administrative : Accord conclu le 15 décembre 2014 avec la société Bourse Direct.

Commentaire par Jean-Pierre Bornet

La connaissance des transactions homologuées publiée sur le site de l'AMF intéresse le professionnel. Outre la connaissance des griefs retenus, la lecture des accords transactionnels permet au lecteur de connaître, à travers les engagements pris par le professionnel contrôlé, le périmètre et les modalités des actions correctrices préconisées par l'AMF. Ainsi et au-delà de la seule lecture des textes de nature réglementaire et interprétative publiés par le Régulateur, l'approche concrète par ce dernier de la réglementation se dessine. C'est pourquoi, nous reviendrons périodiquement sur ces accords transactionnels lors de leur homologation.

Parmi les 8 décisions intervenues en 2014, celle récemment conclue avec la société Bourse Direct est particulièrement intéressante.

Rappelons que la société Bourse Direct est une entreprise d'investissement agréée depuis 1999 qui exerce les services d'investissement de réception-transmission d'ordres et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers, de négociation pour compte propre (limitée aux opérations liées à des ordres de ses clients stipulés à règlement et à livraison différés), de conseil en investissement financier et de placement non garanti, ainsi que les services connexes de tenue de compte conservation et de compensation. Son activité se déploie essentiellement dans le domaine de la transmission d'ordres via internet.

Deux griefs ont été retenus à son encontre.

I. Le premier est fondé sur les défaillances observées en matière de protection des avoirs des clients.

Trois points ont été retenus à ce titre.

1. Il est reproché au prestataire l'insuffisance du refinancement des opérations d'exécution d'ordres avec service de règlement et de livraison différés. N'ayant pas effectué suffisamment d'opérations de refinancement avant la liquidation (emprunt de titres ou rachat de titres prêtés) alors qu'elle ne disposait pas en compte propre des titres suffisants correspondant aux positions vendeuses SRD de ses clients, le prestataire aurait alors utilisé les avoirs de ses clients sans le consentement préalable de ces derniers, pour livrer les titres vendus au comptant dans le cadre de l'exécution des ordres de vente avec service de règlement et de livraison différés. Ce grief est fondé sur la méconnaissance des dispositions de l'article L. 533-10 6° du Code monétaire et financier et des articles 313-17, 322-4, 322-32 et 322-33 du règlement général de l'AMF, telles que précisées par l'article 18-1 de l'Instruction AMF n° 2000-01.

Pour étayer ce point, l'accord de transaction précise que « Même s'il pouvait être considéré que des clients aient pu consentir expressément à l'utilisation de leurs titres par BOURSE

DIRECT en signant les conditions générales de vente, en tout état de cause, la société BOURSE DIRECT n'aurait pas respecté les dispositions de l'article 314-39 6° du règlement général de l'AMF, en omettant de fournir aux clients, avant l'utilisation des titres, les informations obligatoires relatives notamment aux conditions de leur restitution et aux risques encourus. »

2. Le deuxième fait allégué a trait à l'absence de ségrégation des avoirs, le prestataire ayant déposé les titres de ses clients ainsi que ses avoirs propres sur un compte unique auprès du dépositaire central Euroclear France, ce qui n'autorisait plus l'identification séparée des instruments appartenant au prestataire de ceux appartenant à ses clients (manquement aux dispositions de l'article L. 533-10 6° du Code monétaire et financier et des articles 313-3 et 322-4 du règlement général de l'AMF).

3. Le dernier élément retenu au titre de ce grief concerne l'insuffisance et l'inefficacité du dispositif de contrôle de second niveau qui aurait dû relever et mettre en exergue les deux éléments précédemment relevés (manquement aux articles 313-1, 313-2, 322-8 et 322-46 du règlement général de l'AMF).

II. Le deuxième grief est fondé sur les insuffisances affectant le dispositif de constitution et de contrôle de la couverture des ordres avec service de règlement et de livraison différés.

Trois points sont également retenus au titre de ce grief.

1. L'insuffisance du contrôle *a priori*, l'absence de politique générale relative aux valeurs admises à titre de couverture. Le prestataire aurait manqué à son obligation de vérifier avant d'exécuter l'ordre, que la couverture requise est bien constituée. L'absence de politique générale relative aux valeurs admises à titre de couverture ainsi que le caractère inadéquat des modalités de paramétrage et de sécurité d'accès des centrales de couverture révéleraient ce manquement (méconnaissance des dispositions de l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier et des articles 322-8, 322-12, 322-13, 322-16, 516-2, 516-3, 516-4 et 516-6 du règlement général de l'AMF, tels que précisés par l'Instruction AMF n° 2007-04). L'absence de politique générale révélerait un manquement d'insuffisance de moyens et de procédures.

En outre, la société n'aurait pas respecté ce contrôle préalable pour les ordres groupés émanant des sociétés de gestion ou à tout le moins n'aurait pas établi de procédures de nature à vérifier que les sociétés de gestion de portefeuille contrôlaient effectivement le caractère suffisant de la couverture des ordres de leurs clients.

L'on notera que ce grief doit toutefois s'apprécier compte tenu de la nature particulière de Bourse Direct qui intervient sur le marché exclusivement pour le compte de sa clientèle et n'exerce pas d'activité pour compte propre si ce n'est celle liée aux positions avec service de règlement différé de ses clients

2. L'insuffisance du contrôle *a posteriori*. La mission de contrôle a constaté, sur la période considérée, des situations récurrentes d'insuffisances de couvertures et des cas de régularisations tardives, qui révéleraient

un manquement grave et répété par la société Bourse Direct à son obligation de contrôler et de réajuster la couverture des positions de ses clients. De plus, la persistance de situations d'insuffisances de couverture, favorisée par la pratique des « promesses » de régularisation, admise par la société Bourse Direct, ne serait pas conforme à l'obligation de reconstituer la couverture dans le délai d'un jour de négociation (méconnaissance de l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier et des articles 516-2, 516-3, 516-4, 516-6 et 516-10 du règlement général de l'AMF, tels que précisés par l'Instruction AMF n° 2007-04).

3. Comme pour le grief précédent, ces éléments reprochés révèlent le caractère insuffisant du dispositif de contrôle de second niveau (violation des articles 313-1, 313-2, 322-8 et 322-46 du règlement général de l'AMF).

Au titre de l'accord de composition administrative intervenu, Bourse Direct a déclaré avoir mis en œuvre à l'issue du contrôle un dispositif permettant de ségréguer les avoirs de la clientèle de ceux résultant des opérations avec service de règlement et de livraison différés et, à ce titre, avoir ouvert un second compte Euroclear afin d'y enregistrer toutes les lignes de titres correspondant aux dites opérations avec service de règlement et de livraison différés et avoir également rédigé une politique générale de suivi des couvertures des clients.

Plus précisément, Bourse Direct, dans le cadre des travaux de régularisation déjà entamés, s'est engagé auprès du régulateur à :

– veiller au respect des règles concernant la protection des avoirs de ses clients :

(i) en s'assurant, pour les opérations d'exécution d'ordres avec service de règlement et de livraison dif-

férés que les titres des clients ne puissent pas être utilisés sans l'accord préalable et exprès du client ;

(ii) en s'assurant de la ségrégation effective des avoirs de la clientèle et de ses propres avoirs conformément à la réglementation, en déposant les titres de ses clients auprès du dépositaire central dans un compte distinct de celui où sont déposés ses propres avoirs, afin que les instruments financiers puissent être identifiables séparément ;

(iii) en appliquant les procédures de contrôle interne permettant d'identifier les besoins de refinancement et en s'assurant d'un dispositif de contrôle de second niveau efficace.

– s'assurer d'un dispositif de constitution et de contrôle de la couverture des ordres avec service de règlement et de livraison différés, conforme à la réglementation, et en particulier :

(i) en appliquant une politique générale s'appuyant sur les procédures et les moyens qui y sont liés, relatifs aux valeurs admises au titre de couverture ainsi que des modalités adéquates de paramétrage et de sécurité d'accès aux centrales de couverture, afin d'exercer un contrôle a priori efficace des couvertures ;

(ii) en appliquant une procédure de contrôle quotidien et de réajustement des couvertures des positions de ses clients, qui permette le respect du délai de réajustement imposé par la réglementation ;

(iii) par un dispositif de contrôle de second niveau qui permette de déceler les insuffisances des procédures de constitution et de contrôle de la couverture.

Cet accord comporte également un engagement de payer au Trésor public une somme de 350 000 euros. ■

■ RÉGLEMENTATION

Mise à la disposition par l'AMF au public des archives de sa « base des décisions et informations financières » (BDIF).

Pour répondre aux attentes des professionnels, l'AMF met à la disposition du public les archives de sa base BDIF sous la forme d'un ensemble de fichiers répartis en répertoires. Contrats types Euro PP.

Commentaire de Jean-Pierre Bornet

Le Comité de pilotage Euro PP, composé des principales associations professionnelles de la Place de Paris et des parties prenantes au marché de l'Euro PP ont présenté le 8 janvier 2015, deux contrats-types de placement privé. Compléments de la Charte Euro-PP

publiée en 2014, ces contrats types élaborés conjointement par les émetteurs et les investisseurs ont pour objet de favoriser le développement de nouveaux instruments de financement au travers de l'émergence d'un marché des placements privés européens.

Standardisant la documentation contractuelle, ces contrats-types couvrent l'intégralité du marché de l'Euro PP qu'il s'agisse de prêts ou d'émissions obligataires, en prenant en considération les caractéristiques propres à ces deux catégories de produits.

S'agissant de contrats types, ils ont naturellement vocation à être adaptés lors de la négociation d'un Euro PP en fonction du profil de l'emprunteur/émetteur, des caractéristiques de la transaction et des conditions de marché.

Soumis au droit français, ces contrats types pourront être adaptés à d'autres systèmes juridiques. Ils ont en effet aussi une vocation internationale, qui sera notamment coordonnée avec l'International Capital Market Association (ICMA) pour le contrat obligataire.

Introductions en Bourse : Modification des articles 212-12 et 223-10-1 du Règlement général de l'AMF (Arrêté du 14 janvier 2015) ; Publication de la recommandation 2015-02.

Commentaire par Jean-Pierre Bornet

À la suite des travaux de Place et de la publication de l'arrêté du 14 janvier 2015 qui a modifié son règlement général, l'AMF a publié la Position-Recommandation DOC-2015-02 relative aux introductions en Bourse qui complète et remplace sa précédente Position 2009-12.

Ce nouveau dispositif continue d'associer les particuliers aux introductions en Bourse tout en respectant les pratiques internationales et les contraintes liées aux marchés de forte volatilité.

La tranche à destination des investisseurs particuliers Les émetteurs doivent obligatoirement prévoir, à l'occasion d'une introduction en Bourse, une offre au public de titres destinée aux particuliers. Cette obligation constitue une obligation de moyens, et non de résultat, telle que prévue à l'article 315-35 du règlement général de l'AMF.

Les émetteurs pourront toujours, à leur seule initiative, proposer à leurs salariés de souscrire des actions de leur société, en se fondant sur les dispositions du Code du travail.

La flexibilité des règles d'encadrement du prix et la publication du nombre de titres concernés

Afin d'offrir aux émetteurs une plus grande flexibilité quant aux modalités de fixation du prix lors d'une introduction en Bourse, tout en restant efficient du point de vue des investisseurs, il est possible pour un émetteur, lors d'une introduction en Bourse, de mentionner dans le prospectus visé par l'AMF uniquement le prix maximum. Dans ce cas, au plus tard 3 jours de Bourse avant la clôture de l'offre, une information doit être donnée, par voie de communiqué, sur une fourchette de prix d'un maximum $\pm 15\%$ autour d'un prix pivot.

En tout état de cause, le prix définitif peut faire l'objet d'un communiqué sans visa complémentaire dès lors qu'il n'est pas de nature à entraîner des modifications des autres caractéristiques de l'opération, notamment sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit.

En application de l'article 212-17 du règlement général de l'AMF, la publication du nombre définitif de titres concernés pourra faire l'objet d'un communiqué sans visa complémentaire et rétractation des ordres dès lors qu'elle n'est pas de nature à entraîner des modifications des autres caractéristiques de l'opération, notamment sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit.

Les critères d'appréciation de la fourchette de prix L'AMF reconnaît aux émetteurs la possibilité de rete-

nir comme méthode de détermination du prix définitif la procédure dite de constitution d'un livre d'ordres, dès lors que le prix maximum ou la fourchette de prix sont indiqués en amont du lancement de l'offre, c'est-à-dire dans le prospectus visé par l'AMF.

Les émetteurs peuvent néanmoins à titre volontaire continuer à présenter dans leur prospectus des éléments d'appréciation du prix ou de la fourchette de prix, notamment en s'appuyant sur des approches fondées sur des critères tels que des multiples de comparables boursiers, des flux de trésorerie actualisés, des sommes des parties, ou des multiples associés à des transactions réalisées sur des sociétés comparables.

La révocabilité des ordres dans l'offre à prix ouvert destinée aux particuliers

L'AMF recommande aux acteurs concernés que l'ensemble des ordres des particuliers passés lors des introductions en Bourse soient révocables sur toute la durée de l'offre aux particuliers. S'agissant des ordres passés par internet, compte tenu des contraintes techniques, cette révocabilité semble pouvoir être envisagée pour le 31 mars 2015 au plus tard. Par ailleurs, les réseaux devraient faire leurs meilleurs efforts pour étendre cette révocabilité aux autres canaux de distribution dans un délai raisonnable s'il ne leur est pas possible de la mettre en place avant le 31 mars 2015.

Le prospectus devra comporter la description des modalités pratiques de souscription aux introductions en Bourse et apporter les précisions nécessaires au regard de la révocabilité offerte selon le canal de transmission des ordres.

L'accès des analystes des banques du syndicat aux informations en amont de la publication de la documentation visée par l'AMF

Un dispositif précis est mis en place s'agissant des analystes des banques membres du syndicat participant à une opération d'introduction en Bourse qui ont besoin d'avoir accès en amont à l'information sur la société qui s'introduit. En application de l'article 223-10-1 modifié du règlement général de l'AMF, le dispositif serait étendu aux sociétés dont des titres créance sont déjà admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé.

La langue du prospectus

Dans un souci de compétitivité de la place de Paris, et à l'instar de ses homologues européens, la réglementation boursière donne désormais, en application de l'article 212-12 modifié du règlement général de l'AMF, la possibilité aux sociétés d'établir un prospectus rédigé dans une langue usuelle en matière financière autre que le français, y compris en cas d'introductions en Bourse en France, sous réserve que le résumé du prospectus soit également traduit en français. ■

Communication publicitaire : Coordination des attentes de l'AMF et de l'ACPR.

Commentaire par Jean-Pierre Bornet

L'ACPR et l'AMF ont précisé le 19 février 2015 leurs critères communs d'appréciation du caractère clair, exact et non trompeur des communications publicitaires, à l'issue des réflexions menées par un groupe de travail dédié au sein du Pôle commun AMF/ACPR.

L'AMF et l'ACPR estiment que le caractère clair, exact et non trompeur d'une communication publicitaire s'apprécie a minima au travers d'éléments précisés dans leur communiqué commun.

S'agissant de l'AMF, cette dernière maintient ses éléments de doctrine, ainsi confortés, qui figurent notam-

ment dans les documents suivants : Position – recommandation de l'AMF DOC-2011-24 (Guide pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des OPC) et la Position de l'AMF DOC-2013-13 (Guide pour la rédaction des documents commerciaux dans le cadre de la commercialisation des titres de créance structurés) et la Position-recommandation de l'AMF DOC-2009-15 (Guide relatif à la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels).

Pour l'ACPR, ces travaux ont conduit à la publication le 16 février 2015 de la recommandation n° 2015-R-01, qui sera effective d'ici le 19 août 2015. Ce texte, qui concerne l'ensemble des contrats d'assurance vie, complète les recommandations qu'elle a déjà émises pour certains types de contrats (recommandations n° 2011-R-04, 2011-R-03, 2011-R-02 et 2010-R-02). ■

Avis technique de l'autorité européenne des marchés financiers concernant des actes délégués du règlement abus de marché.

Commentaire par Frida Mekoui

Le règlement européen, publié le 12 juin 2014, venant réviser la directive relative aux abus de marché¹ prévoit un certain nombre de mesures d'application. L'Autorité européenne des marchés financiers (l'AEMF ou l'ESMA pour ce qui est de l'acronyme anglais) a, à cette fin, lancé en juillet dernier deux séries de consultations publiques, (i) l'une relative à des projets de normes techniques de réglementation et d'exécution concernant divers aspects tels que le rachat d'actions, la stabilisation, les sondages de marchés, les déclarations de soupçon, le format des listes d'initiés et des déclarations des transactions des dirigeants, les pratiques de marchés admises et les recommandations en investissement et, (ii) l'autre relative à un projet d'avis technique à la Commission européenne avec un champ d'application plus restreint. C'est ce dernier que l'ESMA vient de publier dans version finale, le 3 février dernier.

L'ESMA y précise les indicateurs de manipulation de marché prévus par le règlement. Sans entrer dans le détail de ces précisions techniques, il convient de relever que la démarche de l'ESMA consiste davantage à donner des exemples de pratiques qui pourraient se révéler manipulatoires. L'autorité prend soin de rappeler que ces indicateurs ne sont pas exhaustifs et qu'ils ne doivent pas, à eux seuls, être considérés comme des manipulations de marché. Certains de ces exemples, en particulier ceux

faisant référence à l'utilisation d'outils algorithmiques, risquent d'être rapidement obsolètes.

Les types d'opération pour compte propre déclenchant les obligations de notification incombant aux dirigeants et aux personnes qui leurs sont étroitement liées sont détaillées. Pour mémoire, le règlement abus de marché prévoit que l'obligation de notification des opérations des dirigeants devra viser non seulement les achats et ventes mais aussi les mises en gage (par exemple dans le cadre d'un crédit), les cessions temporaires de titres, les opérations conclues par un gérant sous mandat ainsi que les opérations réalisées dans le cadre de contrats d'assurance vie (ce qui n'était pas le cas jusqu'à aujourd'hui). L'ESMA précise que ces obligations concernent également l'achat ou la vente d'instruments dérivés qui sont liés aux actions ou aux titres de créance de l'émetteur : equity swaps, contrat pour différence (CFD), warrants, instruments sur événement de crédit (ex. credit default swap). Les opérations portant sur des indices ainsi que celles sur des parts ou actions d'OPCVM ou de fonds alternatifs sont également concernées par l'obligation de notification dès lors que les actions ou les titres de créance de l'émetteur représentent plus de 20 % respectivement de l'indice ou de l'actif du fonds. De même les donations et héritages figurent parmi les opérations à déclarer.

Autre point notable, l'ESMA développe les mesures à adopter par les autorités nationales dans le cadre des procédures de signalement des infractions (appelées communément *whistle blowing*) prévues à l'article 32 du règlement. Cette procédure ne doit pas être confondue avec la déclaration de soupçon, déjà existante, et qui incombe au PSI. Les autorités compétentes devront mettre en place une chaîne de communication indépendante et autonome pour ces déclarations et prévoir des ressources dédiées. Aussi, les personnes souhaitant signaler une infraction au règlement abus de marché pourront utiliser tous moyens de communication (mail, appel téléphonique). Dans tous les cas, l'autorité compétente devra formaliser

1. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché) et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE.

ce signalement et prévoir sur son site internet un onglet dédié aux procédures décrivant la chaîne de communication et les modalités applicables à ces signalements. La confidentialité doit être assurée tant au profit de la personne signalant l'infraction que de celle faisant l'objet du signalement. Entre autres, l'autorité ne devra pas révéler à l'employeur l'existence d'un signalement fait par l'un de ses employés. On observera que ce type de mesure, visant à faciliter la dénonciation des manquements, voire des délits, tend à se généraliser : lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, fraude fiscale, opérations sur indices, lutte contre la corruption, ou encore de simples manquements à la conformité. L'ensemble de ces procédures ne sont, pour l'heure, pas harmonisées puisque certaines d'entre elles ne visent encore que les signalements internes à l'entreprise, tandis que d'autres visent le signalement aux autorités.

Enfin, l'avis précise (i) également les seuils minimaux

d'émission d'équivalent-dioxyde de carbone déclenchant l'application de l'obligation pour les participants de marché des quotas d'émission de publier des informations privilégiées relatives aux quotas d'émission qu'ils détiennent du fait de leurs activités ainsi que les critères de détermination de l'autorité nationale compétente pour recevoir les notifications relatives aux informations privilégiées dont la divulgation au public est différée par l'émetteur. Ces critères varient en fonction du lieu d'immatriculation de l'émetteur.

La prochaine étape est maintenant l'adoption d'un acte délégué de la Commission européenne sur la base de cet avis technique. Les fruits des réflexions et de la consultation de l'ESMA sur les normes techniques n'ont, quant à eux, pas encore été publiés. Ceci est particulièrement regrettable compte tenu du temps imparti pour transposer, dans les procédures internes aux PSI, l'ensemble de ces règles, supposées entrer en vigueur mi 2016. ■

Consultation relative aux modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers – Instruments financiers sur matière première agricole.

Commentaire par Frida Mekoui

La loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 27 juillet 2013 anticipant les dispositions européennes prévues dans le cadre de MIF2¹, a entrepris de fixer des limites de positions les positions sur matière première agricole et d'assurer la déclaration des positions significatives à l'Autorité des marchés financiers (AMF). Le texte laissait le soin à l'AMF de fixer ces limites de positions et leurs modalités de déclaration. C'est tout l'objet de la consultation lancée par l'AMF le 22 décembre dernier. On notera que le dispositif proposé par l'AMF, et qui devrait être intégré dans son règlement général, concerne les instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé ou négociés sur

un système multilatéral de négociation, établi en France, et faisant l'objet d'une compensation par une chambre de compensation. En pratique, cela ne devrait viser que peu de contrats puisque ne sont cotés à Paris que quelques contrats sur maïs, orge, blé meunier, colza (et ses dérivés que sont le tourteau et l'huile de colza), et bientôt le lait en poudre, tandis que la grande majorité des contrats sur matières premières agricoles sont cotés, pour l'Europe, désormais sur ICE (ex LIFFE).

Les limites de position sont, quant à elles, prévues dans un projet d'instruction, ce qui pourrait permettre une relative flexibilité.

La mise en œuvre effective du paquet MIF2, à partir du 3 janvier 2017, rendra caduc le dispositif national. Rappelons que les mesures d'application du texte européen sont en cours d'élaboration et font l'objet d'après discussions compte tenu des différentes positions des États membres et de l'exemple américain qui a vu la plupart des limites de positions imposées par la CFTC annulée par la Justice. ■

1. Directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et Règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers.