

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur de droit
Université Paris I



**JÉRÔME
CHACORNAC**

Maître
de conférences
Université Paris 2



ANNE-CLAIRE ROUAUD

Professeur
Université de Reims



FRIDA MEKOUÏ

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

■ JURISPRUDENCE

Manquement d'initié – Caractérisation – Sanction.

CA Paris, 5/7, 14 janvier 2016, n° 2014/13986, Elliott.

Présente le caractère d'une information privilégiée le projet suffisamment défini pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même s'il existe des aléas quant à sa réalisation effective. Le critère de précision ne requiert nullement que la réalisation du projet en cause soit certaine, ou que ses modalités définitives aient été arrêtées, ni même que le prix ait été fixé.

La présomption d'utilisation d'une information privilégiée est réfragable et la répression de cette pratique est subordonnée à la protection de l'intégrité des marchés financiers.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La cour d'appel de Paris confirme et consolide la décision de sanction de l'AMF du 25 avril 2014¹. Deux sociétés de gestion dirigées par les mêmes personnes étaient poursuivies à la suite de la tentative d'OPA d'Eiffage et Macquerie sur la société des Autoroutes Paris/Rhin/Rhône (APRR), tentative qui avait fait parler d'elle à l'époque et n'avait permis aux offrants d'acquérir qu'un peu plus de 81 % du capital et des droits de vote, alors qu'ils espéraient au moins 95 %

pour lancer une offre publique de retrait assortie d'un retrait obligatoire. Les deux sociétés de gestion, à l'affût, avaient entrepris d'acheter des titres APRR auprès de petits porteurs pour tenter d'obtenir le pourcentage manquant et le revendre à meilleur prix aux deux offrants. Il leur a été reproché de ne pas avoir suffisamment isolé leurs diverses activités à cette occasion et, pour l'une, d'avoir transmis à l'autre une information privilégiée, pour l'autre, de l'avoir utilisée au bénéfice du fonds qu'elles géraient toutes les deux (Elliott).

Au-delà des faits et de leur appréciation, quels enseignements peut-on retenir ? Le premier est une nouvelle confirmation que le caractère précis d'une information privilégiée est relatif. Précision n'est pas certitude. En l'occurrence, la cour estime qu'est assez précise « l'information sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même s'il existe des aléas quant à la réalisation effective de ce projet ». La formule est un standard forgé dès 1993² et repris avec constance depuis lors, tant par la Cour de Paris que par l'AMF³. C'est ce que postule l'art. 621-1 du Règlement général de l'AMF, dont les termes laissent une grande marge d'appréciation, au point que des auteurs ont pu écrire qu'« une telle définition de la précision est susceptible d'englober à peu près tout type d'événement et qu'elle manque singulièrement [...] de précisions »⁴, ce qui est un peu excessif.

1. AMF, Commission des sanctions, 25 avril 2014, n° SAN-2014-03. Voir la note P. Pailler : RDBF n° 5, septembre-octobre 2014, n° 185, p. 49.

2. CA Paris 26 mai 1993, Delalande : Banque et Droit septembre 1993, p. 24, obs. F. Peltier.

3. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, n° 492-3, p. 698. A. Couret et al., *Droit financier*, Précis Dalloz, 2^e éd., n° 1429, p. 1058.

4. D. Martin, E. Dezeuze et Fl. Bouaziz, en collaboration avec M. Françon, *Les Abus de*

Ce qui est vrai, c'est que la prise en compte d'un projet doit se faire à chacune de ses étapes : « Chaque stade d'une même opération financière peut constituer une information privilégiée sans qu'il soit nécessaire d'attendre la finalisation de l'opération : un projet d'offre publique alors même que l'initiateur n'a pas encore fixé le prix ou hésite encore entre deux cibles, peut constituer une information privilégiée »⁵. De nombreuses décisions l'illustrent⁶.

Un autre point a été beaucoup discuté, tenant au fait de savoir si les acquisitions, alors que l'une des sociétés détenait une information privilégiée, n'auraient été que la poursuite d'une stratégie entamée des mois auparavant. L'AMF, s'en tenant à sa jurisprudence habituelle⁷, avait jugé, par principe, que « la circonstance invoquée par les mis en cause que les acquisitions faites en connaissance d'une information privilégiée s'inscrivent dans la ligne d'une stratégie d'investissement n'est pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention » et estimé que le devoir d'abstention des initiés primaires l'emportait sur toute autre considération. Elle n'y avait mis qu'une exception, l'hypothèse d'un motif impérieux qui aurait rendu nécessaire l'opération. Cette partie de la décision avait été quelque peu critiquée⁸ au regard de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne qui, dans l'affaire Spector⁹,

marché. Manquements administratifs et infractions pénales, Lexisnexis, n° 73, p. 54.

5. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Economica, n° 492-3, p. 698.

6. Voir les décisions citées par l'ouvrage précité, p. 54 et s.

7. AMF, décision de sanction, 5 mars 2009, Société Nortène; sur recours, CA Paris, 5/7, 30 mars 2010, n° 2009/13348. AMF, décision de sanction, 29 mars 2007, Banque X et MM A et B.

8. P. Pailler, note précitée.

9. CJUE 23 décembre 2009, aff. C-45/08, Spector Photo Group NV et a. c/ Commission financière, bancaire et des assurances: RDBF 2010, comm.80, note Th. Bonneau; RTD Com. 2010, p. 395, note N. Rontchevsky; BJS 2010, p. 346, note D. Schmidt; BJB 2010,

a fait de l'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire une présomption réfragable. La cour d'appel de Paris, à la différence de l'AMF, prend soin d'y veiller. Elle rappelle qu'« il résulte de cette jurisprudence que la présomption d'utilisation de l'information privilégiée est réfragable et que la répression de cette pratique est subordonnée à la protection de l'intégrité des marchés financiers ». Elle considère néanmoins, un peu contre l'évidence, que l'AMF ne s'en était pas affranchie, et puise dans les éléments retenus par cette autorité ceux permettant de considérer que tel n'était pas le cas. Elle retient que la politique d'investissement des sociétés en cause n'avait, depuis l'origine, d'autre but que d'acquérir un pourcentage d'actions suffisant pour permettre à des sociétés d'obtenir le seuil de 95 %, mais que « les acquisitions d'actions APRR postérieures au 27 mai 2010 ne constituaient pas la poursuite de la même stratégie, le seuil de 95 % étant d'ores et déjà atteint à cette date, mais visaient à lui permettre de céder les actions APRR acquises durant cette période à un prix supérieur au cours du titre ». La cour vient au secours de l'AMF en concluant que « la Commission des sanctions a, à juste titre, souligné que les parties n'apportaient pas d'éléments de nature à démontrer que l'utilisation de l'information privilégiée aurait été nécessitée par un motif impérieux, sans que les requérants puissent lui reprocher d'avoir confondu la notion de "motif impérieux", qui est une cause exonératoire de responsabilité, avec la démonstration de l'utilisation induite de l'information privilégiée, qui constitue un élément constitutif du manquement ». Voilà une distinction bienvenue juridiquement, mais il est loin d'être évident, contrairement à ce que semble suggérer la cour, que l'AMF l'ait eue en tête. ■

p. 92, note S. Torck; Banque et Droit, janvier-février 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.P. Bornet; *Droit des sociétés* 2010, comm. 96, note R. Mortier.

Entreprise de marché – Neutralité et impartialité – Manquement – Sanction.

AMF, Commission des sanctions, 4 décembre 2015, Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, San-2015-21.

Accorder une exemption, de manière discrétionnaire et non publique, à un membre du marché, qui a permis à celui-ci d'augmenter très fortement le nombre de ses ordres par rapport au nombre de transactions, de limiter les coûts en résultant, d'améliorer ses algorithmes, en dehors de tout programme prédéfini, sans contrepartie et sans limitation de durée, est contraire à l'obligation d'une entreprise de marché d'exercer son activité avec neutralité et impartialité.

En octroyant une telle exemption, sans en informer les autres membres du marché, l'entreprise de marché ne les a pas mis en mesure de comprendre la modification des conditions de négociation qui en résultait, a créé une disparité de traitement et n'a pas exercé son activité dans le respect de l'intégrité du marché.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voici une décision particulièrement remarquable¹. D'une part, pour la première fois, une entreprise de marché, Euronext Paris en l'occurrence, est sanctionnée fortement pour avoir manqué aux obligations de neutralité, d'impartialité et de respect de l'intégrité du marché; d'autre part, un apporteur de liquidité pratiquant le trading haute fréquence est sanctionné lourdement pour manipulation de cours. Ce second aspect ne fera pas l'objet d'un commentaire, tant la question est infiniment plus technique que juridique; notons simplement qu'il était reproché au prestataire d'avoir perturbé le marché par la pratique de l'empilage d'ordres et de l'annulation systématique de la quasi-totalité de ceux-ci. Ce n'est pas la première fois que le trading haute fréquence est pris en défaut par l'AMF², mais l'affaire est ici emblématique, par la qua-

1. Voir le commentaire de J. Chacornac: RDBF janvier-février 2016, comm. 46, p. 84.

2. AMF, Décision de sanction, 14 mars 2014, SAN-2014-01: BJB n° 155, mai-juin 2014,

lité d'apporteur de liquidité du prestataire, par l'importance de la pratique sanctionnée, par les moyens mis en œuvre pour la détecter et par le montant de la sanction prononcée, égale à six fois le profit réalisé. Seule sera néanmoins abordée la partie de la décision relative aux manquements de l'entreprise de marché.

Il a été reproché à Euronext d'avoir favorisé un membre du marché. La particularité est qu'il s'agissait d'un apporteur de liquidité qui pratiquait le trading algorithmique, ce qui est fréquent³. Le trading algorithmique est encadré par Euronext : les traders doivent respecter un ratio maximum entre le nombre d'ordres émis et le nombre de transactions finalement conclues, au-delà duquel ils doivent payer des pénalités. Deux raisons à cela : d'une part, limiter les perturbations du marché et les risques de manipulation de cours ; d'autre part, permettre à Euronext de percevoir une commission supplémentaire si le nombre d'ordres par rapport aux transactions est supérieur au ratio. On le voit immédiatement, le ratio ordres/transactions est au cœur d'un conflit d'intérêts : plus le nombre d'ordres dépasse le ratio, plus l'entreprise de marché perçoit de commissions, mais plus le risque de perturbation du marché et de manipulation de cours est grand.

La présente affaire l'illustre parfaitement. Le membre du marché est convaincu d'avoir provoqué une manipulation de cours par le placement et l'annulation de très nombreux ordres pour un tout petit nombre de transactions. L'entreprise de marché est, de son côté, convaincue d'avoir favorisé cette pratique en lui ayant permis de dépasser le ratio habituellement imposé aux apporteurs de liquidité, le reproche étant aggravé par le fait que les autres apporteurs de liquidité n'en ont pas bénéficié et n'en ont pas été informés, que cela n'est pas entré dans un plan déterminé et s'est produit sur une longue période de presque an et demi. S'y ajoute le fait que le prestataire en cause avait aussi été autorisé à pratiquer le trading algorithmique sur les actions les plus liquides, alors qu'Euronext avait décidé que des titres figurant sur Euronext 100 ne pouvaient avoir d'apporteur de liquidité, sauf décision contraire (Instruction n° 04-01). L'entreprise de marché est sanctionnée pour avoir manqué à ses obligations relatives à la lutte contre les conflits d'intérêts (art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier), en particulier à ses obligations de neutralité, d'impartialité et de respect de l'intégrité du marché (art. 512-3 du RG AMF).

Euronext a évidemment argumenté pour éviter d'être sanctionné. On s'arrêtera uniquement à l'argument juridique ; l'entreprise de marché a soutenu « que les deux textes précités définissant ses obligations professionnelles en termes très généraux, il n'était pas raisonnablement prévisible que l'octroi à un intervenant HTF d'une exemption du ratio ordres/transaction puisse conduire à caractériser un

manquement professionnel à son encontre, de sorte que les impératifs constitutionnels de précision et de prévisibilité des incriminations ont été méconnus ». Sur ce point, l'AMF répond en deux temps. En premier, elle rappelle que le grief ne portait pas sur l'octroi d'une exemption du ratio, qu'aucun texte précis n'incrimine en tant que tel, mais sur la méconnaissance induite par cet octroi de l'obligation pour l'entreprise de marché d'exercer son activité avec neutralité, impartialité et dans le respect de l'intégrité du marché. Curieuse leçon, car il ne semble pas que cela ait échappé à Euronext. En second, elle ajoute que les obligations faites à l'entreprise de marché « de gérer, prévenir et détecter les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché géré ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de ce bon fonctionnement et ses intérêts propres » « résultait de façon suffisamment précise des dispositions précitées ». Arrêtons-nous un instant à ce dernier aspect.

Le siège de la matière, du point de vue législatif, est à l'art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier, qui dispose : « L'entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de : 1. Détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires ». On pourrait ajouter, à titre plus général, l'art. 421-10, qui dispose que « En vue de la reconnaissance du marché réglementé, l'entreprise de marché établit des règles du marché. Ces règles, transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et ordonnée et fixent les critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres ». Là se trouve l'une des originalités de l'entreprise de marché, qui est une société commerciale de droit privé (art. L. 421-2) et a donc ses propres intérêts, mais a une fonction de réglementation du marché, qui l'oblige à prendre en compte l'intérêt collectif des intervenants, d'où l'obligation d'émettre des règles transparentes et non discrétionnaires et d'éviter ou maîtriser les conflits d'intérêts potentiels entre ses propres intérêts et l'intérêt collectif du marché ; s'y ajoute une autre originalité, l'octroi d'un pouvoir de sanction⁴. Le Règlement général de l'AMF a précisé les règles que l'entreprise de marché doit édicter pour lutter contre les conflits d'intérêts. L'art. 512-3 exige que « l'entreprise de marché et le tiers mentionné au 3^e alinéa de l'art. 512-1 [le tiers qui met des moyens techniques à la disposition de l'entreprise de marché] exercent leurs activités avec diligence, loyauté, neutralité et impartialité dans le respect de l'intégrité du marché ». La généralité des termes employés n'est pas si grande qu'un professionnel comme une entreprise de marché ne puisse en tirer la conséquence pour ses activités quotidiennes. En particulier, dans l'espèce, l'entreprise de marché aurait pu se douter qu'offrir un avantage exceptionnel à l'un des appor-

p. 38, obs. J.-J. Daigre.

3. P. Barban, *Les Entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché*, préface de F. Drummond, Institut universitaire Varenne, collection des thèses, n° 58, p. 112.

4. Ph. Neau-Leduc, « Nature et régime des sanctions prévues par les entreprises de marché et des chambres de compensation », *Mélanges AEDBF-France IV*, p. 291.

teurs de liquidité, sans limite de durée et sans le révéler, était contraire à la neutralité et l'impartialité, et pouvait porter atteinte à l'intégrité du marché en rompant l'égalité avec les autres apporteurs de liquidités. Certes, les conflits d'intérêts, puisque telle est la rubrique sous laquelle il faut placer ces règles selon l'art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier, ne sont pas interdits de manière absolue, puisque le texte précise simplement que les entreprises de marché doivent prendre les dispositions nécessaires en vue de les détecter, les prévenir et en gérer les effets potentiellement dommageables ; cela ne peut empêcher les expérimentations, mais à condition qu'il s'agisse de véritables expérimentations, c'est-à-dire exceptionnelles, limitées et publiques. Or, tel n'avait pas été le cas, puisque l'exemption dont bénéficiait l'apporteur de liquidité en cause n'avait pas de limite

dans le temps et s'était poursuivie pendant près de 16 mois, avait été clandestine et avait permis à l'intéressé de faire du trading algorithmique sur les titres les plus liquides alors que l'entreprise de marché avait publiquement indiqué qu'elle ne le permettrait pas.

Le risque de conflit d'intérêts est au cœur de la nature hybride de l'entreprise de marché. Un auteur pense que ce risque est insurmontable et devrait conduire les pouvoirs publics à choisir entre un modèle de droit privé et un modèle de droit public⁵. Précisément, la recherche de liquidité créerait un insurmontable conflit d'intérêts entre l'activité commerciale et l'activité de régulation⁶. ■

5. P. Barban, ouvrage précité.

6. P. Barban, ouvrage précité, n° 134, p. 207.

AMF – Contrôles et enquêtes – Pouvoir d'investigation des contrôleurs – art. L. 621-10 du Code monétaire et financier (avant la loi du 26 juillet 2013) – Pouvoirs identiques à ceux des enquêteurs.

AMF, décision de sanction du 11 janvier 2016, San-2016-01.

Alors même qu'il ne mentionnait que les enquêteurs, l'art. L. 621-10 du Code monétaire et financier, dans sa version antérieure à la loi du 26 juillet 2013, définissait les pouvoirs conférés aux contrôleurs, comme aux enquêteurs, pour l'exercice des contrôles et enquêtes de l'AMF mentionnés à l'art. L. 621-9.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La Commission des sanctions de l'AMF n'a pas tardé à invoquer le bénéfice de la position du Conseil d'État qui, dans un arrêt du 11 décembre 2015¹, a jugé que le législateur avait entendu conférer aux contrôleurs les mêmes pouvoirs d'inspection sur pièces et sur place qu'aux enquêteurs, alors même que l'art. L. 621-10, dans sa version antérieure à la loi du 26 juillet 2013, ne visait que ces derniers. Le Conseil d'État faisant lui-même sien le raisonnement tenu par l'AMF dans une décision antérieure², malgré une ordonnance de référé qui avait jugé qu'il y avait « un doute sérieux quant à la légalité des sanctions litigieuses »³, avait décidé qu'« alors même qu'il ne mentionne que les enquêteurs, l'art. L. 621-10 du code définit les pouvoirs conférés aux contrôleurs, comme aux enquêteurs, pour l'exercice des contrôles et enquêtes de l'Autorité des marchés financiers mentionnés à l'art. L. 621-9 »,

cela pour la version antérieure à la loi du 26 juillet 2013.

Dans la présente affaire, l'AMF reprend la même argumentation, qui pourtant est loin d'être convaincante. Comme la Haute juridiction, elle fait appel à quelques textes, qui, à l'époque, visaient indifféremment contrôles et enquêtes (art. L. 621-9 et L. 621-9-3), et suggère que les deux types d'investigation auraient donc été traités sur un pied d'égalité, et y voit une preuve supplémentaire dans l'intitulé de la sous-section dans laquelle ils sont insérés : « Contrôles et enquêtes ». Elle invoque aussi le Règlement général de l'AMF de l'époque, qui accordait aux contrôleurs les mêmes pouvoirs de « contrôles sur pièces et sur place dans les locaux à usage professionnel » qu'aux enquêteurs, et le fait que l'art. 47 de la loi du 1^{er} août 2003 avait décidé que « Les règlements de la Commission des opérations de bourse et le Règlement général du Conseil des marchés financiers demeurent applicables ».

On a déjà eu l'occasion de dire pourquoi ces arguments étaient peu convaincants⁴ ; dès lors, on se contentera de les résumer. Le maintien en vigueur des règlements de la COB et du Règlement général du CMF par l'art. 47 de la loi de fusion du 1^{er} août 2003 est de peu de poids. Le législateur n'a pas, à cette occasion, validé les textes des anciennes autorités ; il s'est contenté de les maintenir en l'état pour éviter une rupture de continuité, donc avec leurs vices éventuels. Or, le fondement législatif du Règlement général du CMF était lui-même plus qu'incertain ; il résidait dans l'art. 7 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, qui était étranger à ce point précis. Quant à l'argument tiré de l'intitulé de la sous-section dans laquelle s'insère l'art. L. 621-10, il est de peu de portée, tant il est vrai que l'intitulé d'une partie, d'un livre, d'un chapitre, d'une section ou d'une sous-section n'a jamais eu de valeur positive ; il s'agit d'une simple annonce. C'est d'autant plus vrai que les

1. CE 11 décembre 2015, n° 389096 : Banque et Droit n° 165, janvier-février 2016, p. 48, note J.-J. Daigre.

2. AMF, Décision de sanction, 17 mars 2015, SAN-2015-06 : Banque et Droit n° 161, mai-juin 2015, p. 32, note J.-J. Daigre ; RDBF mai-juin 2015, comm. 108, note P. Pailler ; BJB septembre 2015, p. 369, note J.-P. Pons-Henry.

3. CE, ordonnance du 17 avril 2015, n° 389093 : Banque et Droit n° 162, p. 30, note J.-J. Daigre.

4. Note J.-J. Daigre : Banque et Droit n° 165, janvier-février 2016, p. 48.

textes qu'il chapeautait à l'époque faisaient, quant à eux, la différence et comportaient des distinctions suivant qu'il s'agissait de contrôles ou d'enquêtes et prenaient soin de distribuer les missions et les pouvoirs en en tenant compte. Quant aux travaux préparatoires de la loi du 1^{er} août 2003, ils semblent bien muets sur ce point.

Surtout, tout cela est démenti par la loi du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires, dont l'art. 36 a modifié l'art. L. 621-10 pour que les pouvoirs des enquêteurs soient, enfin, expressément étendus aux contrôleurs. Dans l'Exposé des motifs du projet de loi, le Gouvernement indiquait : « Les modifications proposées ont pour objet : d'intégrer les contrôleurs

à l'ensemble du régime d'audition des enquêtes afin de renforcer la sécurité juridique des contrôles, et d'aligner le droit de communication des contrôles sur celui des enquêtes [...] ; il est ainsi proposé d'étendre le droit de communication générale prévu par l'art. L. 621-10 du Code monétaire et financier applicable aux seuls enquêteurs aux contrôleurs et d'encadrer au sein des articles le prévoyant le recueil des explications des personnes auditionnées », ce que confirmaient les rapports à l'Assemblée Nationale et au Sénat⁵. Dès lors, la motivation des décisions de l'AMF et du Conseil d'État ressemble plutôt à un sauvetage. ■

5. Rapport n° 707 de Mme Karine Berger et Rapport n° 422 de M. Richard Yung.

PSI – Rétrocommissions – Obligation de transparence (art. 314-76 RG AMF).

AMF, décision de sanction du 11 janvier 2016, San-2016-03.

Dès lors que la société de gestion, qui n'était pas un simple intermédiaire mais gérait les actifs de son mandant, était le donneur d'ordres, le PSI qui les a exécutés était tenu d'une obligation de transparence quant aux rétrocommissions perçues d'un tiers.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cette décision n'est citée que pour l'un de ses aspects, la transparence des rétrocommissions. L'art. 314-76 du RG AMF, dans sa rédaction applicable à l'époque et peu modifiée depuis, indiquait : « Le prestataire de services d'investissement est considéré comme agissant d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux les intérêts des clients [...] lorsque, en liaison avec la prestation d'un service d'investissement ou d'un service connexe à ce client [...], il verse ou perçoit une rémunération ou une commission ou fournit ou reçoit un avantage monétaire versé ou fourni à un tiers ou par celui-ci [...], lorsque les conditions suivantes sont réunies : a) le client [...]

est clairement informé de l'existence, de la nature et du montant de la rémunération, de la commission ou de l'avantage ou, lorsque ce montant ne peut être rétabli, de son mode de calcul ». En l'espèce, le PSI a essayé d'échapper à cette obligation en soutenant que les instructions qu'il avait reçues d'une société de gestion pour une contrepartie éligible l'avaient été par transparence, de sorte qu'il avait été en relation directe avec cette contrepartie éligible, hypothèse dans laquelle les exigences de l'art. 314-76 du RG AMF ne s'appliquent pas. Il avait invoqué un second argument : que dans ses relations directes avec la contrepartie éligible, il avait agi pour compte propre, ce qui revenait à invoquer la jurisprudence qui, en ce cas, l'exonère de ses obligations de bonne conduite¹. Mais la Commission des sanctions constate que la contrepartie éligible avait donné un mandat général de gestion à la société de gestion, de sorte que c'est celle-ci qui était le donneur d'ordres. Or, en sa simple qualité de client professionnel et non de contrepartie éligible, elle devait bénéficier de l'obligation de transparence de l'art. 314-76 du RG AMF. ■

1. Voir, encore récemment : CA Versailles 3 juillet 2015 : BJB mars 2016, p. 92, note J.-J. Daigre et H. de Vauplane, et les références citées.

Responsabilité du banquier prestataire de services d'investissement – Obligation de conseil (non) – Obligation d'information – Investisseur non averti.

Cass. civ. 1^{re}, 14 janvier 2016, n° 14-27.001.

Aucune obligation de mise en garde ne peut être retenue à l'encontre de la banque qui n'est pas le dispensateur du crédit et qui n'a pas proposé une opération spéculative.

S'acquiesce de son obligation d'information la banque qui délivre une information précise et adaptée, après avoir pris connaissance de la situation financière, de l'expérience et des objectifs des investisseurs, et les avoir

avisés des risques inhérents aux options prises, corollaire des avantages énoncés.

Des clients, sans être investisseurs avertis, peuvent avoir une expérience suffisante pour comprendre le risque pris, même en cas de crise imprévisible, contrepartie du gain espéré.

Une banque n'est pas tenue d'un devoir de conseil en l'absence de mandat de gestion.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Le prestataire de services d'investissement est-il tenu d'informer ses clients du risque de crise financière, en dépit de son caractère imprévisible ? Une décision

de la chambre commerciale de la Cour de cassation a provoqué l'inquiétude en affirmant que l'information délivrée par le prestataire de services d'investissement doit porter « le cas échéant, sur les risques inhérents au placement proposé, leur chance de réalisation fût-elle imprévisible »¹. Mais l'arrêt rendu le 14 janvier 2016 montre que la première chambre civile ne semble pas disposée à suivre cette voie : elle admet que des investisseurs, sans être avertis, puissent avoir une expérience suffisante pour comprendre le risque pris, même en cas de crise imprévisible.

Des époux avaient souscrit en 2000 des plans d'épargne en actions et des contrats d'assurance vie en unités de compte auprès d'une banque, escomptant que les rendements obtenus leur permettraient de rembourser deux emprunts in fine contractés auprès d'un autre établissement pour l'achat de biens immobiliers. Les investisseurs, éprouvant des difficultés pour rembourser les prêts après avoir vendu leur fonds de commerce et en avoir acquis un autre moins rentable, recherchèrent la responsabilité de la banque pour manquement à son obligation d'information et de conseil au motif que les rendements des placements s'étaient avérés insuffisants. Ils furent déboutés par les juges du fond et la Cour de cassation rejette leur pourvoi.

Le banquier n'était pas tenu d'un devoir de conseil, en l'absence de mandat de gestion². Il n'était pas davantage débiteur d'un devoir de mise en garde, ni au titre des crédits, consentis par un autre établissement, ni au titre des investissements, dépourvus de nature spéculative. La Cour de cassation a déjà eu l'occasion de juger que l'achat d'actions au comptant, « peu important leur soumission à la variabilité des marchés financiers »³, la souscription d'un contrat d'assurance vie composé de valeurs actions et obligations⁴ ou des placements constitués d'actions de Sicav et de parts de FCP monétaires⁵ ne présentent pas un caractère spéculatif. Ce qui écarte tout devoir de mise en garde, même au profit d'investisseurs non avertis⁶. En définitive, la banque était seulement tenue d'une obligation d'information objective, dont la Cour de cassation estime qu'elle s'était bien acquittée dès lors qu'elle avait fait procéder à une étude précise de la situation financière des investisseurs et de leurs objectifs professionnels et familiaux et que l'opération financière proposée apparaissait cohérente et adaptée, le risque boursier étant mentionné pour chaque produit choisi.

L'intérêt de la décision tient aux précisions apportées quant à l'étendue de l'obligation d'information. Les investisseurs s'appuyaient dans leur pourvoi sur la solution retenue par la chambre commerciale deux ans plus tôt⁷, étendant l'obligation d'information du banquier aux risques, inhérents au placement proposé, dont les chances de réalisation sont imprévisibles – en l'occurrence, il s'agissait de la chute de la valeur des parts d'une SCPI à la suite de l'effondrement du marché immobilier et de la défaillance de la société ayant apporté la garantie de loyer. Dans l'espèce commentée, les investisseurs reprochaient au banquier de ne pas les avoir informés du risque de crise financière, risque qui s'était réalisé, postérieurement à leurs décisions d'investissement, avec les crises de 2001 et 2008. Mais l'argument ne convainc pas la première chambre civile, qui approuve les juges du fond d'avoir retenu que « les époux, sans être des investisseurs avertis, avaient une expérience suffisante pour comprendre le risque pris, même en cas de crise imprévisible, contrepartie du gain espéré ». Le prestataire de services d'investissement doit délivrer à son client une information précise et adaptée, mentionnant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux produits choisis, qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés⁸ ; mais il ne saurait lui être reproché de ne pas avoir attiré l'attention de son client sur le risque de crise. Cette solution paraît justifiée au regard du caractère imprévisible du risque. En outre, ne peut-on considérer que le risque de crise, manifestation extrême de la variabilité des marchés financiers, est une circonstance connue de tous et dont les investisseurs peuvent se convaincre par eux-mêmes, ce qui exclut la délivrance d'une information sur ce point⁹ ?

À cet égard, la décision commentée peut être rapprochée d'un arrêt récent, dans lequel la chambre commerciale de la Cour de cassation a jugé que le donneur d'ordre, investisseur non averti, qui accumule les pertes en effectuant des investissements de plus en plus importants sur les marchés financiers, peut être tenu pour partiellement responsable de son préjudice, dès lors qu'il était « à même, du fait de son expérience professionnelle de dirigeant d'une société florissante, de s'inquiéter des lourdes pertes financières éprouvées »¹⁰. L'on voit ainsi que l'opposition n'est pas complètement binaire entre investisseur averti et non averti et qu'il y a place pour certaines nuances, qu'il s'agisse d'admettre un partage de responsabilité entre le banquier qui a manqué à son devoir de mise en garde et l'in-

1. Cass. com. 11 février 2014, n° 12-26.083 : *Banque et Droit* n° 155, mai-juin 2014, p. 39, J.-J. Daigre ; *Droit et patrimoine* n° 239, septembre 2014, p. 113, J.-P. Mattout et A. Prüm.

2. Cass. com. 22 septembre 2015, n° 14-21.276 : *Banque et Droit* n° 165, janv.-fév. 2016, p. 51, A.-C. Rouaud ; Cass. com. 29 avril 2014, n° 13-13.628 : *Banque et Droit* n° 156, juill.-août 2014, p. 31, J.-P. Bornet.

3. Cass. com. 24 juin 2014, n° 13-16.812 ; Cass. com. 10 février 2015, n° 13-28.483 : *Banque et Droit* n° 161, mai-juin 2015, p. 38, F. Mekoui.

4. Cass. com. 28 janv. 2014, n° 12-29.204 ; Cass. com., 29 avril 2014, n° 13-15.447.

5. Cass. com. 29 avril 2014, n° 13-13.628 : *Banque et Droit* n° 156, juill.-août 2014, p. 31, J.-P. Bornet.

6. Cass. com. 5 novembre 1991, *Buon*, n° 89-18.005, *Bull. civ.*, IV, n° 327 ; *BJB* n° 3, mai-juin 1993, § 56 ; *RTD com.* 1992, p. 436, M. Cabrillac et B. Teysié.

7. Cass. com. 11 février 2014, préc.

8. Cass. com. 24 juin 2008, n° 06-21.798, *Bull. civ.* 2008, IV, n° 127 ; *RDBF* 2008, ét. 17, H. Causse ; *ibid.*, étude 20, M. Roussille ; *RTD com.* 2008, p. 590, M. Storck ; *Banque et Droit* 2008, n° 120, p. 23, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *JCP E* 2008, 2244, N. Mathey ; D. 2009, p. 1054, D. R. Martin.

9. En ce sens, à propos du risque de défaillance du locataire et de non-perception des loyers, en matière d'investissement locatif : Cass. com. 30 juin 2015, n° 14-17.907 : *Banque et Droit* n° 163, sept.-oct. 2015, p. 34, A.-C. Rouaud.

10. Cass. com. 4 novembre 2014, n° 13-24.196, P : *Banque et Droit* n° 159, janv.-fév. 2015, p. 45, A.-C. Rouaud.

vestisseur non averti, comme dans cette précédente décision, ou d'apprécier l'exécution de son obligation d'information par le banquier, en cas d'opération non spéculative, comme ici. Toute opération sur les marchés financiers comporte un risque lié à la variabilité de ces marchés, et il n'est pas nécessaire d'être un investisseur averti pour avoir conscience de ce risque¹¹, « même en cas de crise imprévisible ».

11. V. Cass. com. 30 juin 2015, préc.

S'agissant de la portée de cette décision, il est sans doute prématuré d'y voir une divergence de jurisprudence entre la chambre commerciale et la première chambre civile, d'autant qu'aucune des deux décisions n'est publiée, et que la décision de la chambre commerciale, même si sa motivation était moins circonstanciée que celle de l'arrêt commenté, qui est un arrêt de rejet, est restée isolée à ce jour. Gageons que la Haute juridiction aura avant longtemps l'occasion de se prononcer de nouveau sur ce point. ■

Autorité des marchés financiers – Sanction des abus de marché – Coopération internationale – Audition, par une autorité étrangère, de personnes mises en cause par l'AMF – Droit applicable.

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 22 décembre 2015, SAN-2011-22, Laurent Katz, Patrick Mook et al.

Conformément à l'article 9, d) du *Multilateral Memorandum of Understanding* de l'OICV sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations entre les régulateurs boursiers, en l'absence de convention contraire, la régularité des auditions menées, à la demande de l'AMF, par une autorité d'un État non membre de l'Union européenne et de l'Espace économique européen, doit être appréciée au regard du droit de l'autorité requise et non du droit français.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

La décision rendue par la Commission des sanctions de l'AMF le 22 décembre 2015 est intéressante au plan procédural, même si la solution retenue n'est pas nouvelle. Elle considère que la régularité des auditions menées, à la demande de l'AMF, par une autorité d'un État non membre de l'Union européenne et de l'Espace économique européen, doit être appréciée au regard du droit de l'autorité requise et non du droit français.

Sur le fond, des sanctions pécuniaires sont prononcées à l'égard de plusieurs personnes pour manquements de communication et d'utilisation d'information privilégiée à l'occasion du rachat d'une société par une autre dans le secteur des nouvelles technologies. Le caractère privilégié de l'information (relative à l'offre de rachat de la participation de l'actionnaire majoritaire de la société cible, suivi d'une offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital) n'était pas contesté par les personnes mises en cause et la Commission des sanctions s'appuie classiquement sur la méthode du faisceau d'indices pour caractériser les manquements reprochés aux différents protagonistes, en retraçant la chaîne de circulation de l'information. L'information privilégiée avait été communiquée par un administrateur de la société cible à l'un de ses amis, lequel acheta 15 000 titres de cette société et transmit l'information à son frère, qui acquit à son tour

15 000 titres de la même société, ainsi qu'à une autre personne, qui communiqua l'information à son père et à son frère. Ces derniers acquièrent respectivement 12 000 et 31 100 titres de la société cible, le second ayant en outre fait part de l'information à un de ses associés, qui acquit lui aussi 15 000 titres, le tout en l'espace de quelques jours. Cela montre tout l'intérêt de la méthode du faisceau d'indices : les liens entre les intéressés, la quasi-concomitance de leur entrée en contact et des acquisitions de titres, le caractère atypique de ces opérations au regard de leurs habitudes d'investissement et l'absence d'autres justifications de ces acquisitions conduisent la Commission des sanctions à considérer que les manquements sont caractérisés.

L'intérêt de la décision tient surtout à une question de procédure, relative aux auditions de deux des personnes mises en cause (le frère et son associé, en bout de chaîne), qui, résidant à Singapour, avaient été entendues par les services de l'homologue singapourien de l'AMF (la *Monetary Authority of Singapore*), à la demande de celle-ci. Ces deux personnes soulevaient la nullité de leurs auditions en raison de l'absence d'indication préalable de leurs droits et notamment de la possibilité de se faire assister par un conseil – exigées, en droit français, par les articles L. 621-11 et R. 621-34 du Code monétaire et financier.

La Commission des sanctions balaye cet argument en se fondant sur les stipulations du *Multilateral Memorandum of Understanding* de l'OICV¹, dont l'AMF et l'autorité singapourienne sont signataires, qui prévoit en son article 9 relatif à l'exécution des demandes d'assistance qu'« à moins que les Autorités n'en aient décidé autrement, les informations et documents demandés dans le cadre du présent Accord² seront rassemblés conformément aux procédures en vigueur dans la juridiction de l'Autorité requise, par les personnes qu'elle aura désignées »³ et en relevant que la convention d'échange d'informations signée entre

1. OICV/IOSCO, *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, mai 2002, révisé en mai 2012.

2. Ce qui inclut les auditions : v. art. 7, b), iii).

3. « Unless otherwise arranged by the Authorities, information and documents requested under this Memorandum of Understanding will be gathered in accordance with the procedures applicable in the jurisdiction of the Requested Authority and by persons designated by the Requested Authority. »

la COB et la MAS le 23 novembre 1999 ne mentionne pas de décision contraire.

La Commission des sanctions s'est déjà prononcée en ce sens dans une décision du 28 septembre 2012⁴, dans laquelle elle a estimé que conformément aux principes généraux du droit international et en l'absence de dispositions spécifiques contraires, les autorités étrangères légalement requises conduisent leurs missions conformément au droit applicable dans leur pays et aux procédures en vigueur dans leur juridiction et s'est fondée, de la même manière, sur l'article 9 d) de l'accord multilatéral conclu sous l'égide de l'OICV pour retenir que l'autorité de régulation étrangère sollicitée n'avait pas à respecter le formalisme imposé par le Code monétaire et financier.

Si la coopération entre autorités des Etats membres de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen est obligatoire, la coopération avec les autorités d'Etats tiers suppose la conclusion d'accords de coopération⁵ ou à tout le moins le respect de l'exigence de réciprocité. La conclusion de tels accords est prévue par les dispositions des articles L. 632-7 et L. 632-16 du Code monétaire et financier⁶, dont l'articulation n'est pas des plus limpides. Comme l'a démontré un auteur⁷, le premier de ces textes, issu de la directive MIF, concerne la coopération au titre de la surveillance de l'activité des prestataires de services d'investissement, tandis que le second, spécifique à l'AMF, s'applique à la coopération dans les autres domaines, et donc en matière d'abus de marché.

L'enjeu tenant à la procédure applicable n'est pas néglig-

geable au regard du respect des droits de la défense, dès lors que le droit de l'autorité requise peut ne pas offrir les mêmes garanties que le droit français. Si les juridictions françaises estiment que le principe du contradictoire ne s'impose qu'à compter de la notification des griefs⁸, l'enquête doit obéir au principe de loyauté, et notamment de loyauté dans la recherche des preuves, de manière à ne pas porter d'atteinte irrémédiable aux droits de la défense⁹. La conclusion d'une convention de coopération peut permettre de veiller à ce que la procédure suivie par l'autorité étrangère soit conforme à ce principe. Une telle garantie fait en revanche défaut lorsque l'aide d'une autorité étrangère est requise en dehors de tout accord de coopération, comme semble le permettre, en matière d'abus de marché, l'article L. 632-16 du Code monétaire et financier, et comme l'a admis la Commission des sanctions dans une précédente décision¹⁰.

La coopération internationale¹¹ s'inscrit ainsi dans une logique différente de la coopération entre autorités internes, où prévaut la solution inverse, les contrôles délégués, tels les contrôles effectués pour le compte de l'AMF par les services de l'ACPR, restant soumis au régime des contrôles de l'AMF¹², ce qui permet d'assurer l'uniformité des règles applicables à la procédure en dépit de la diversité des entités auxquelles l'AMF peut confier ces missions de contrôle¹³. ■

4. AMF, Commission des sanctions, 28 septembre 2012, *Intouch et al. : Banque et Droit* n° 146, nov-déc. 2012, p. 40, H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; *BJB* n° 1, janv. 2013, p. 13, J.-M. Moulin.

Le recours formé contre cette décision a été rejeté par la cour d'appel de Paris (CA Paris 2 octobre 2014). L'affaire a ensuite été portée devant la Cour de cassation, qui a transmis au Conseil constitutionnel une QPC relative à la double répression des abus de marché : Cass. com. 14 octobre 2015, n° 15-12.362 et Cons. constit., décision n° 2015-513/514/526 QPC du 14 janvier 2016 : *Banque et Droit* n° 165, janv.-fév. 2016, p. 55, J. Chacornac.

5. Sur les problématiques soulevées par ce type d'accords, v. F. Jappont, « L'encadrement juridique de la coopération entre les autorités de régulation », D. 2005, p. 893.

6. V. également Règl. UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, art. 26, § 1, qui prévoit que « les autorités compétentes des Etats membres concluent, si nécessaire, des accords de coopération avec les autorités de surveillance de pays tiers concernant l'échange d'informations avec ces dernières et l'exécution des obligations résultant du présent règlement dans des pays tiers ».

7. S. Torck, note sous AMF, Commission des sanctions, 12 avril 2013, citée *infra*.

8. CA Paris 20 septembre 2005, n° 05/07238 ; Cass. com. 6 février 2007, n° 05-20.811, *Bull. civ.*, IV, n° 19 ; RTDF n° 2, 2007, p. 129, N. Rontchevsky ; Cass. com. 1^{er} mars 2011, n° 09-71-252 : *Banque et Droit* n° 139, sept.-oct. 2011, p. 22 ; *BJB* 2011, § 215, p. 428, F. Martin Laprade. Le Conseil d'Etat écarte quant à lui l'application des droits de la défense à la phase d'enquête : CE 28 décembre 2009, n° 301654 ; 15 mai 2013, n° 356054 : *BJB* 2013, § 110, p. 409, I. Riassetto.

9. Cass. com. 1^{er} mars 2011, préc. ; 24 mai 2011, n° 10-18.267, *Bull. civ.*, IV, n° 82 : *BJB* n° 9, sept. 2011, § 243, p. 474, J. Lasserre Capdeville ; *RTD com.* n° 3, 2011, p. 607, M. Storck ; *RTDF* n° 3, 2011, p. 99, N. Rontchevsky ; *JCP E* n° 25, 2011, p. 40, Y. Paclot. *Comp. CE*, 15 mai 2013, préc.

10. AMF, Commission des sanctions, 12 avril 2013 : *Banque et Droit* n° 150, juillet-août 2013, p. 24, J.-J. Daigre ; *BJB* n° 7, juillet 2013, p. 345, J.-P. Pons-Henry et G. Robert ; *Dr. Sociétés* n° 7, juillet 2013, comm. 124, S. Torck. Un recours contre cette décision est pendante devant le Conseil d'Etat.

11. V. égal., s'agissant de la coopération entre les autorités de concurrence des Etats membres : art. 22 du règlement CE n° 1/2003 du Conseil du 16 décembre 2002 et Cass. com. 20 janvier 2015, n° 13-16745, 13-16765 et 13-16955, P : l'autorité de concurrence qui effectue sur son territoire une mesure d'enquête au nom et pour le compte d'une autorité d'un autre Etat membre, y procède en appliquant son droit national et non celui du pays de l'autorité demanderesse.

12. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 6 août 2013, société X : *Banque et Droit* n° 151, sept.-oct. 2013, p. 33, A.-C. Rouaud.

13. Art. L. 621-9-2 CMF et R. 621-31 C. mon. fin.

Réitération de la définition du préjudice résultant d'un défaut d'appel de couverture à l'aggravation du solde des comptes de l'investisseur.

Cass. com. 19 janv. 2016, n° 14-18.377 et 15-11.087, inédit.

Commentaire de Jérôme Chacornac

La jurisprudence de la Cour de cassation relative aux conséquences indemnitaires des manquements des

prestataires de services d'investissement à leur obligation de couverture se consolide un peu plus, avec l'arrêt inédit rendu par la chambre commerciale le 19 janvier 2016. Dans le prolongement de la solution de principe adoptée depuis quelques années¹, la chambre commerciale a jugé une nouvelle fois que le préjudice subi par

1. Com. 22 mai 2012, n° 11-17.936, *Bull. civ.*, IV n° 105 ; *RD banc. fin.* 2012, n° 132, obs. A.-C. Muller ; *Bull. Joly Bourse* 2012, p. 344, obs. L. Ruet.

l'investisseur au titre d'opérations non couvertes ne saurait être limité à une simple perte de chance mais s'étend au contraire à l'aggravation du solde débiteur des comptes.

L'espèce n'était guère originale. Un investisseur avait ouvert plusieurs comptes auprès d'un prestataire de services d'investissements, sur lesquels il avait effectué de nombreuses opérations à terme, ayant entraîné de substantielles moins-values en raison d'une conjoncture défavorable. Le prestataire ayant consenti un concours à l'investisseur pour apurer ses pertes, ce dernier forma alors une demande en réparation du préjudice résultant de la méconnaissance de son obligation de couverture, sur le fondement de l'article 1147 du Code civil².

Dans un premier temps, le principe de la responsabilité du prestataire fut reconnu dans un premier arrêt de cassation³, ayant censuré la cour d'appel qui avait conclu à une bonne exécution de l'obligation de couverture alors qu'il ressortait du tableau de reconstitution de la couverture que l'investisseur avait effectivement procédé à des achats non couverts. Sur une telle base, la cour d'appel de renvoi avait procédé à l'évaluation du préjudice, qu'elle avait limité à une perte de chance de ne pas s'exposer au risque de perte financière. La somme allouée était faible, compte tenu de l'absence de toute demande de couverture de ses positions par l'investisseur, ainsi que d'opérations bénéficiaires réalisées avant la liquidation de chaque position.

Ce raisonnement se trouve censuré au visa de l'article 1147 au motif que le prestataire « devait répondre de l'aggravation du solde débiteur des comptes [...], causée par sa faute ». La chambre commerciale réitère ainsi une

solution que l'on peut dire désormais constante et sur laquelle s'appuyait le pourvoi : le préjudice ne saurait être limité à une simple perte de chance mais s'étend bien, en cas de défaut d'appel de couverture, à la perte en capital subie⁴.

Cette solution apparaît protectrice et cohérente avec la finalité assignée à l'obligation de couverture étendue, depuis le célèbre arrêt *Société Coral*⁵, à la protection de l'intérêt propre du donneur d'ordre, non plus qu'à celui du prestataire et afin de pourvoir à la sécurité des marchés. Devenue instrument de protection de l'intérêt privé de l'investisseur contre les risques de perte⁶, l'obligation de couverture se trouvait « contractualisée » et devenait ainsi le rempart permettant d'éponger *a priori* les pertes encourues par effet de la décision d'investissement. Ainsi transformée en préalable à la prise de risque par l'investisseur, la volonté de protection de la Cour de cassation se répercute sur l'assiette du préjudice indemnisable par suite de l'inexécution de l'obligation de couverture. Ce n'est pas une simple perte de chance qui est engendrée mais bien l'intégralité de la perte subie. L'acceptation extensive de la causalité qui rejaillit sur la qualification du préjudice est ainsi au service de l'effectivité de la protection fournie par les appels de couverture contre les pertes subies. ■

2. Dont la substance figurera à compter du 1er octobre prochain dans un nouvel article 1231-1.

3. Com. 13 sept. 2011, n° 10-19.008, inédit.

4. Com. 22 mai 2012, préc.

5. Com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV n° 42 : RTD Com. 2008, p. 371, obs. M. Storck ; Dr. sociétés 2008, n° 161, note T. Bonneau ; RD banc. fin. 2008, n° 91, obs. A.-C. Muller.

6. Une protection encore renforcée par l'obligation de liquidation d'office des positions du client en cas de couverture insuffisante, et en dépit du défaut de régularisation de sa position par l'investisseur : Com. 26 juin 2012, n° 11-11.450, Bull. civ. IV n° 133 ; RD banc. fin. 2012, comm. 199.

Nouvel acte de transposition de la directive Transparence révisée : Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE.

Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015 portant transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 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.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Une nouvelle étape de transposition de la révision de la directive Transparence est intervenue avec l'Ordonnance n° 2015-1576 du 3 décembre 2015, dans le prolongement des premières modifications direc-

tement apportées par l'article 9, II, de la loi DDADUE n° 2014-1662 du 30 décembre 2014¹. Le I de la même disposition renvoyait en effet à l'ordonnance pour prendre les mesures nécessaires à la transposition de la directive 2013/50/UE du Parlement européen et du Conseil du 22 octobre 2013 modifiant la directive 2004/109/CE.

Sur le fondement de cette habilitation, l'ordonnance du 3 décembre 2015 a donc opéré quatre séries de modification, dont les deux dernières sont les plus importantes. La première a consisté à introduire dans la loi une définition de la notion d'émetteur, ainsi que son extension aux personnes physiques et entités dépourvues de la personnalité morale. La seule définition donnée de la notion d'émetteur ne figurait jusqu'ici que dans l'article 223-1 A du Règlement

1. V. M. Michineau, « Transposition de la directive transparence révisée », *Lettre CREDA-Sociétés* n° 2015-38, 21 déc. 2015.

général de l'AMF. L'article L. 451-1-1 du Code monétaire et financier dispose ainsi désormais de manière compréhensive qu'« un émetteur est une personne ou une entité dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou dont les titres financiers, admis ou non aux négociations, sont représentés par des certificats admis aux négociations sur un marché réglementé ». La deuxième modification concerne la transposition du nouvel article 6 de la directive Transparence, venu remplacer l'obligation faite aux émetteurs de réaliser des déclarations intermédiaires tous les trimestres. Cette nouvelle disposition, intitulée « Rapport sur les sommes versées aux gouvernements », avait déjà été transposée dans un nouvel article L. 225-102-3 du Code de commerce par l'article 12 de la loi du 30 décembre 2014. Elle détermine les seuils et les activités extractives fondant l'obligation qui pèse sur les sociétés concernées de rendre public un rapport sur les paiements effectués au profit des autorités de chacun des États ou territoires dans lesquels elles exercent leurs activités. Cette disposition est enrichie par l'ordonnance d'un nouveau VII, précisant les délais de publication d'un tel rapport pour les émetteurs visés aux I et II de l'article L. 451-1-2.

Les incidences les plus importantes en droit positif proviennent cependant des deux dernières séries de modifications réalisées. Ce sont d'abord les règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils qui connaissent diverses modifications dont toutes ne résultent d'ailleurs pas du texte de la directive.

Ainsi la directive explique la retouche apportée au cas d'assimilation visé à l'article 4° bis de l'article L. 233-9, I. Depuis la loi n° 2012-387 du 22 mars 2012, le texte disposait, en réaction aux abus engendrés par le recours aux dérivés sur actions à dénouement monétaire que devaient être assimilées les actions déjà émises sur lesquelles porte tout accord ou instrument financier réglé en espèces et ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession des dites actions. Conformément au nouvel article 13 § 1, b) de la directive, le texte vise désormais les actions émises sur lesquelles porte un accord ou un instrument financier ayant un effet similaire à la possession des dites actions, « que cet accord ou instrument donne droit à un règlement physique ou en espèces ». Il est résulté de cette nouvelle définition du cas d'assimilation une modification de la rédaction de l'article 223-11, II du Règlement général de l'AMF, par arrêté du 3 décembre 2015 et l'ajout d'un III d'une liste indicative d'instruments concernés, avec leurs modalités de comptabilisation. N'a pas été modifié, en revanche, le système de double déclaration, en « virtuel » et en « dur », résultant de l'article 223-11-1, qui avait anticipé sur le système d'agrégation résultant de l'article 13 bis de la directive.

Au-delà, une modification incidente mais essentielle, étrangère à la transposition de la directive, a été effectuée. L'article L. 233-7 précise désormais que la déclaration concerne désormais toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder, « directement ou indirectement », un nombre d'actions la portant au-delà de l'un des seuils

visés. Le caractère direct ou indirect de la possession n'était pas exprimé dans la rédaction antérieure. Sans doute était-ce en raison du fait que les situations d'influence indirecte sur l'exercice des droits de vote étaient appréhendées par les cas d'assimilation énumérés par l'article L. 233-9, à la condition toutefois que la personne tenue ait elle-même possédé au moins un titre de l'émetteur concerné, ainsi qu'en avait jugé la cour d'appel de Paris dans l'affaire Eisenberg², à l'encontre de ce qu'avait décidé la Commission des sanctions³. En réaction, le législateur vient ainsi conforter la position prise par la Commission des sanctions, pour assurer l'imputabilité des défauts de déclaration aux personnes qui exercent un contrôle sur celles qui acquièrent une participation. À cet égard, le législateur a pris le soin de réécrire l'article L. 233-3 du Code de commerce. L'idée étant de pouvoir remonter jusqu'au véritable décideur et bénéficiaire de l'acquisition des titres, les auteurs de l'ordonnance ont également modifié la rédaction de l'article L. 233-3 du C. com., berceau de la principale définition du contrôle : son I n'indique plus simplement « une société » mais se réfère désormais à « toute personne physique ou morale »⁴. Le texte suffit-il pourtant à appréhender la situation du dirigeant de fait ou du « bénéficiaire économique » qui ne détiendrait lui-même aucune action ? Si certains doutent ont déjà été émis, au motif que la sanction prévue à l'article L. 233-14 du Code de commerce, en visant la privation des droits de vote, s'adresse nécessairement à un actionnaire⁵, il le semble pourtant car le défaut de déclaration de franchissement de seuil appelle d'autres sanctions, qui ont justement été aggravées par l'ordonnance.

Tel constitue précisément la dernière série de modification, résultant de la transposition de l'option ouverte par l'article 28, ter, c) de la directive. Tandis qu'un nouveau I de l'article L. 621-14 confère à l'AMF le pouvoir de rendre publique une déclaration précisant l'identité de la personne physique ou morale qui aurait manqué aux obligations prévues aux articles L. 233-7 et L. 233-8, II du Code de commerce⁶, un nouvel article L. 621-15, III bis dispose désormais que les mêmes comportements sont passibles d'une sanction pécuniaire ne pouvant dépasser 100 millions d'euros ou 5 % du chiffre d'affaires annuel total déterminé sur les bases des comptes annuels du dernier exercice approuvé par l'organe de direction. En définitive, l'appréhension

2. CA Paris, Pôle 5, ch. 5-7, 24 juin 2014, n° 2013/06665 ; S. Torck, « Quand la cour d'appel de Paris réécrit de son côté l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. sociétés* oct. 2014, comm. 149.

3. AMF, Comm. Sanct., 28 janv. 2013, SAN-02-2013, sur laquelle, S. Torck, « Quand la Commission des sanctions de l'AMF réécrit l'article L. 233-9, I, 2° du Code de commerce », *Dr. sociétés* mai 2013, comm. 86.

4. La critique déjà formulée par un auteur contre le nouveau texte de n'avoir pas réécrit l'article L. 233-4 et d'avoir maintenu des définitions cadres ne se référant qu'aux relations entre les sociétés paraît ainsi peu fondée : F. Martin-Laprade, « Ordonnance de transposition de la directive Transparence : peut-on être tenu de déclarer un franchissement de seuil sans être actionnaire ? », *Bull. Joly Bourse* 2016, n° 2, p. 52.

5. *Idem*.

6. Cette dernière disposition impose la publication mensuelle par les émetteurs du nombre total des droits de vote et actions composant son capital en cas de variation.

des mécanismes d'influence indirecte semble correctement assurée par la lettre du texte comme par les sanctions applicables. Les problèmes d'application résideront donc dans la détermination de situations de contrôles de fait⁷.

7. V. AMF, Comm. Sanct., 1er Sect., 19 déc. 2014, *Sociétés Financière du Vignoble et Vermots Finance, et al.*, SAN-23-2014, sur laquelle S. Torck, « La présomption d'action de concert des époux communs en biens », Dr. sociétés, févr. 2015, comm. 31.

Au-delà de ces modifications, resteront alors à transposer d'ultimes règles figurant dans la directive 2013/50/UE relatives au format unique des rapports financiers annuels (art. 4 § 7) et au mécanisme d'archivage européen (art. 22), dont l'entrée en vigueur a été repoussée respectivement à 2020 et 2018⁸. ■

8. M. Michineau, *Lettre CREDA-Sociétés...*, préc.

■ RÉGLEMENTATION

De la directive au Règlement : le prospectus comme première pierre à la construction de l'Union des marchés de capitaux

Proposition de Règlement 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 Bruxelles, le 30 novembre 2015 (COM(2015) 583 final 2015/0268(COD))

Commentaire de Jérôme Chacornac

Les orientations données par le Livre vert – Construire l'union des marchés de capitaux¹ ont déjà trouvé une première concrétisation dans une « Proposition de Règlement 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 »². Visée comme première priorité d'action immédiate dans le Livre vert³, la réforme du dispositif applicable au prospectus participe de l'objectif général annoncé au terme de l'introduction du Plan d'action élaboré par la Commission⁴ : « l'union des marchés de capitaux renforcera le lien entre épargne et croissance. Pour les épargnants et les investisseurs, elle se traduira par davantage d'opportunités et de meilleurs rendements. Elle offrira aux entreprises un plus large choix de sources de financement aux différents stades de leur développement » (p. 4). Inciter à l'investissement et développer le financement au sein du marché intérieur passeraient donc par de nouvelles retouches aux règles applicables au prospectus et, spécifiquement, par un changement de support. De la directive, on passe au règlement. En effet, si, quant à la forme, le prospectus faisait déjà l'objet d'un règlement permettant son élaboration de manière standardisée⁵, quant au fond, c'est bien toujours la directive qui en détermine

le contenu⁶. Le degré d'harmonisation déjà atteint au fil des textes qui se sont succédé depuis plus de trente ans en la matière⁷ ne fait cependant pas du recours au règlement une véritable révolution normative.

En effet, sur le fond, l'examen de la proposition s'inscrit dans une tendance déjà amorcée par la précédente révision de la directive Prospectus, intervenue en 2010⁸ : réduire la charge administrative pour les émetteurs et améliorer la pertinence de l'information, objectifs auxquels s'ajoute celui de permettre une convergence accrue entre les prospectus de l'UE et d'autres règles de l'UE en matière de publication d'information (*Prop.*, *exposé des motifs*, p. 3).

En reprenant ces orientations, il apparaît que, au titre de l'allègement des charges pour les émetteurs, la proposition précise les conditions d'élaboration d'un prospectus allégé pour les émissions réalisées par des émetteurs déjà cotés, appelé « régime d'information minimal pour les émissions secondaires » (art. 14). L'introduction d'un nouveau « document d'enregistrement universel » à l'article 9 de la Proposition va dans ce sens. Il s'agit d'un mécanisme optionnel de prospectus de référence pour les « émetteurs fréquents », leur permettant de bénéficier d'une approbation accélérée du prospectus auprès de l'autorité compétente, du fait que la principale composante du prospectus a déjà fait l'objet d'une approbation. Encore dans la perspective de réduire la charge que représente l'élaboration du prospectus, l'article 1er du futur règlement maintient pour l'essentiel inchangé le système des exclusions et exemptions, en modifiant cependant deux seuils aux articles 1 § 3, d), porté de 100 000 à 500 000 euros, et 3 § 2, qui comporte une exemption laissée à la discrétion des États pour les offres réalisées dans un État et dont le montant total calculé sur une période de douze

1. Bruxelles, 18 février 2015, COM(2015) 63 final.

2. Bruxelles, 30 novembre 2015, COM(2015) 583 final – 2015/0268(COD).

3. P. 11.

4. *Communication de la Commission – Un plan d'action pour la mise en place d'une union des marchés de capitaux*, Bruxelles, 30 sept. 2015 – COM(2015) 468 final.

5. Règlement (CE) 809/2004 de la Commission du 29 avril 2004 mettant en œuvre la directive 2003/71/CE.

6. C'est-à-dire la directive Prospectus 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil, du 4 novembre 2003.

7. Rappelant que le premier texte en la matière a été la directive 80/390/CEE du Conseil du 17 mars 1980, M. Michineau, « Révision de la directive Prospectus – Périelleux exercice de conciliation d'intérêts contradictoires », *Lettre CREDA-Sociétés* n° 2015-36, 7 décembre 2015.

8. Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010. La directive Prospectus modifiée a depuis fait l'objet d'autres modifications par différents règlements délégués.

mois ne dépasse pas 10 millions d'euros. Il s'agit de restreindre toujours plus le périmètre de l'obligation d'élaboration d'un prospectus, en considération de l'importance des émissions.

Afin de promouvoir l'accès des entreprises à l'investissement par une redéfinition de la pertinence de l'information, l'article 15 de la proposition fixe le cadre d'un régime d'information minimal propre aux PME, composé d'un document d'enregistrement et d'une note relative aux titres concernés, les informations à fournir devant être adaptées à la taille de ces entreprises et à la quantité des données disponibles pour celles-ci. Tout comme le régime d'information minimal pour les émissions secondaires, ce régime propre au PME est un régime facultatif. Il s'agit de permettre aux émetteurs d'évaluer les conditions d'élaboration d'un prospectus. Cette latitude s'étend au principe même du recours à un prospectus avec la prévision, dans l'article 4 de la Proposition,

de la possibilité d'en établir un sur une base volontaire, pour les offres ou admissions qui ne rentrent pas dans le champ d'application défini à l'article 1^{er}.

Enfin, l'objectif d'amélioration de la publication d'informations au sein de l'UE se traduit, en matière de prospectus, par la publication sur le site web de l'AEMF de l'ensemble des prospectus reçus des autorités compétentes avec leurs éventuels suppléments, conditions définitives et traductions le cas échéant (art. 20 § 6).

En définitive, dans sa rédaction actuelle, la Proposition renforce des tendances déjà présentes dans l'évolution réalisée par « touches » à la première directive Prospectus il y a plus de dix ans. Dans sa première expression, la « construction des marchés de capitaux » ne se présente pas comme une remise en cause mais comme un simple prolongement des orientations antérieures. ■