

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur émérite  
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  
Société Générale  
Chargée d'enseignement  
Université Paris XI

### ■ JURISPRUDENCE

#### **Information du public – Conférence téléphonique ouverte à plusieurs centaines de personnes – Information privilégiée délivrée aux participants – Manquement à la bonne information du marché (oui).**

CA Paris, pôle 5, chambre 7, 30 juin 2016, n° 15/04219, Faurecia et AMF.

**Un émetteur qui communique une information privilégiée non publiée au cours d'une conférence téléphonique à laquelle il avait invité plus de 900 personnes commet un manquement à la bonne information du marché.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voilà une décision d'une assez grande sévérité sur l'appréciation de l'étendue de l'obligation d'information d'un émetteur rendue après une décision de sanction de la Commission des sanctions de l'AMF non moins sévère. Un émetteur et son président-directeur général avaient été lourdement sanctionnés (2 millions d'euros pour la société et 100 000 euros pour le P-DG) pour avoir tardé à informer le public que la prévision de marge opérationnelle précédemment communiquée ne pourrait être atteinte. L'émetteur et son président s'étaient défendus en invoquant la publicité donnée lors d'une grande conférence téléphonique, à laquelle ils avaient invité plus de 900 personnes et à laquelle avaient participé une cinquantaine d'analystes financiers et de journalistes, dont les représentants des

grandes agences de presse internationale. Mais ce n'est que postérieurement que la même information avait été délivrée par un nouveau communiqué.

L'AMF avait estimé que, en premier, l'information donnée aux participants à la conférence téléphonique était une information privilégiée non publique, que, en deuxième, la conférence téléphonique ne répondait pas aux canons de l'information publique, et que, enfin, le premier communiqué était trompeur, car la société avait déjà, à cette date, des informations permettant d'anticiper un tassement de la marge opérationnelle, et que le second communiqué était tardif, tardiveté qui ne pouvait être justifiée par la protection des intérêts légitimes de la société. Un point avait semble-t-il particulièrement pesé : la conférence téléphonique avait été tenue le même jour que le premier communiqué.

La cour d'appel confirme cette décision en tout point, du moins s'agissant de ses motifs. En résumé, elle sanctionne une forme de duplicité de la société, qui, dans un communiqué du 24 avril 2012, donnait un certain objectif de marge opérationnelle, mais, le même jour, lors d'une conférence téléphonique avec des analystes et des journalistes, laissait entendre que cette marge serait probablement proche de la limite basse de la fourchette communiquée. Elle juge que le fait que plus de 900 personnes aient été invitées à la conférence téléphonique, que près d'une cinquantaine d'analystes et de journalistes y aient participé, que les plus grandes agences de presse internationales y aient été représentées, n'en fait pas une communication publique. Elle retient que les participants n'ont pu s'y joindre que sur invitation et qu'il n'était pas possible de savoir à quel

moment le lien Internet vers le replay avait été actif ni à quelle place il se trouvait sur le site de la société. Elle juge également que l'annonce faite lors de la conférence téléphonique, que les prévisions de résultat ne seraient pas atteintes, était, par nature, susceptible d'avoir une incidence baissière sur le cours des titres.

La cour confirme le principe de la condamnation du dirigeant, qui est de plein droit responsable de la

bonne information du marché qu'il ait pris ou non une part active à la pratique sanctionnée, et le montant de celle-ci. En revanche, elle estime que la Commission des sanctions n'a pas suffisamment justifié la proportionnalité de la condamnation de la société par rapport à la gravité des manquements reprochés et en réduit le montant de moitié.

### **Swap – Indexation de la rémunération sur un rapport de change entre devises – Investisseur averti – Vice du consentement (non) – Manquement au devoir d'information et de mise en garde (non).**

CA Paris, pôle 5, chambre 6, 4 novembre 2016, n° 15/04227, Sitru c/ Depfa Bank.

**L'établissement public qui avait contracté les swaps contestés disposait de toutes les compétences pour en comprendre et analyser les conséquences possibles et avait une parfaite conscience du risque pris, de sorte qu'il ne peut se prévaloir d'une erreur.**

**Le manquement à l'obligation précontractuelle d'information ne peut suffire à caractériser le dol par réticence si ne s'y ajoute la constatation d'un caractère intentionnel et d'une erreur déterminante provoquée, ce qui n'est pas le cas en l'espèce.**

**Les obligations d'information et de mise en garde figurant à l'art. L. 533-4 du code monétaire et financier dans sa version de l'époque (aujourd'hui art. L. 533-12) doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de service d'investissement, de la personne à laquelle le service est rendu. En l'espèce, l'établissement public a disposé de toutes les informations nécessaires.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

**N**ouvelle pierre à la jurisprudence qui s'édifie en matière d'emprunts des collectivités territoriales assortis de swaps de taux variable, la présente décision renvoie fermement dans les cordes un syndicat intercommunal dirigé par un diplômé de l'ENA, maire d'une commune d'une certaine importance et chef de mission au contrôle général économique et financier du Ministère des finances. En 1999, cet établissement public avait conclu, d'une part, un emprunt d'une durée de trente ans au taux fixe de 5,10 % l'an, et, d'autre part, un contrat de crédit-bail au taux fixe de 5,92 %. Pour se couvrir contre un risque de baisse des taux, il a recouru, à partir de 2003, à des contrats d'échange de taux. Après un premier contrat, résilié en 2005, il a conclu avec une banque un swap en relation avec sa dette de crédit-bail, au terme duquel il devait recevoir de la banque un taux fixe de 5,92 % et s'engageait à lui régler, pendant les trois premières années, un taux

fixe de 2,40 % et, dans un second temps, pendant les deux années suivantes, un taux variable encadré par un plafond de 14,40 % et un plancher de 2,40 %. Puis, en 2007, il a sollicité une autre banque, la Depfa Bank, pour se couvrir du swap de la première ; un contre-swap a été conclu aux conditions suivantes : la banque Depfa s'est engagée à lui verser, pendant dix ans, un taux d'intérêt équivalent à celui de la première banque ; en contrepartie, l'établissement public s'est engagé à lui verser un taux d'intérêt fixe de 3,68 % pendant la première année et un taux d'intérêt variable de 4,68 % indexé pendant les neuf années suivantes sur la différence d'évolution du taux de change de l'euro par rapport au dollar et de l'euro par rapport au franc suisse, différence affectée d'un coefficient multiplicateur de 1,7, cette partie de taux variable du contre-swap n'étant encadrée ni par un plafond ni par un plancher à la différence du swap qu'elle venait couvrir.

L'essentiel est de retenir que si le cours du franc suisse venait à dépasser celui du dollar, le taux d'intérêt devait augmenter sans limite, ce qui est advenu dès que la première année de taux fixe fut écoulée : l'intérêt s'est élevé à 25 % en mars 2011, à 34 % en avril, puis à 55 % au mois d'août. Aussi, l'établissement public a-t-il suspendu le paiement des échéances dès juillet 2011 et assigné la banque Depfa, à titre principal en nullité de la convention de contre-swap pour vice de consentement, à titre subsidiaire en dommages et intérêt pour violation du devoir d'information et de mise en garde. Le jugement<sup>1</sup> l'a débouté de sa demande de nullité, mais a engagé la responsabilité de la banque, au motif que la formule retenue pour la majoration du taux de base exposait l'établissement public à un risque financier illimité, que la charge d'intérêt maximal n'était pas déterminable faute de plafonnement et était susceptible de le placer dans l'impossibilité de mettre un terme au contrat puisque le coût de la résiliation était calculé sur sa valeur de marché. La cour d'appel de Paris rend une décision sévère pour l'établissement public. On retrouve là tous les arguments qui ont été peu à peu dégagés dans ce genre d'affaire et que la jurisprudence du fond a commencé à trier, le présent arrêt en présentant une sorte de synthèse<sup>2</sup>.

1. TGI Paris 7 janvier 2015 ; BJB mai 2015, p. 223, note M. Roussille ; RDBF mars-avril 2016, § 60, p. 42, note J. Martin.

2. Voir J.J. Daigre : Banque et Droit, mai-juin 2015, p. 34 ; A.C. Rouaud : Banque et Droit, juillet-août 2015, p. 33 ; P. Pailler : RDBF, juillet-août 2015, § 135, p. 58 et s. et

Pour justifier sa demande d'annulation, l'établissement public invoquait l'erreur et le dol. Rappelant que l'erreur s'apprécie *in concreto*, par référence à la situation personnelle de celui qui s'en prétend victime, et que la charge en incombe à celui qui s'en prévaut, la cour s'emploie d'abord à montrer que la formule retenue par le contre-swap, malgré son apparente complexité, n'était pas si difficile à comprendre : « ce swap permet donc au Sidru de bénéficier d'un taux bonifié de 3,68 % pendant une période d'une année à l'issue de laquelle le taux payé est indexé sur une formule reposant sur un écart entre deux devises ; que ce taux n'est plus plafonné et peut atteindre un niveau très élevé si le franc suisse dépasse le dollar, le taux bonifié de 4,68 % ne bénéficiant au Sidru que tant que le franc suisse se maintient en dessous du cours du dollar américain. ». Ce résumé, simple et clair, montre qu'en effet la complexité de la formule n'empêchait pas de comprendre le mécanisme de base.

La cour écarte ensuite la qualification de produit spéculatif qui résulterait de l'application des règles comptables, estimant que celles-ci « n'ont pas de valeur normative et ne peuvent servir de support valable à l'invocation d'un vice du consentement quand bien même ces préconisations auraient été méconnues par le contrat » ; l'important est l'analyse concrète de l'opération. Aussi, la cour s'emploie-t-elle à démontrer que l'établissement public a voulu ce produit de couverture, avec le risque d'envolée du taux d'intérêt qu'il recéléait, et l'a voulu en toute connaissance de cause, compte tenu de la qualité et de l'expérience de ceux qui l'ont négocié au nom de l'établissement public : son président, diplômé de l'ENA, maire d'une commune d'une certaine importance et chef de mission au contrôle général économique et financier du Ministère des finances, qui « disposait de toutes les compétences pour comprendre et analyser les conséquences possibles, bien que présentées comme peu probables, d'une forte progression de l'euro contre le dollar et d'une forte progression de franc suisse contre l'euro » ; son vice-président, principal interlocuteur de la banque, qui avait déjà négocié des contrats comparables et dont les propos enregistrés démontrent qu'il avait parfaitement compris la nature et les risques de la formule et en avait accepté les conséquences, particulièrement l'absence de plafond du taux variable (il avait indiqué à son interlocuteur de la banque qu'il n'entendait pas faire « de sécurisation après 2009 ») ; autrement dit, en contrepartie d'un taux avantageux pendant la première année, il avait accepté consciemment et même sciemment le risque d'un taux variable à l'infini pour les neuf années suivantes. Il n'était pas difficile de comprendre que, là où le swap d'origine encadrait le taux variable d'un plafond et d'un plancher, le contre-swap n'étant pas, lui, plafonné, le risque était évidemment illimité, et il n'y avait pas besoin d'être devin pour imaginer que l'évolution du rapport de change entre le dollar et le franc suisse pouvait évoluer dans un sens comme dans l'autre, rien n'étant figé en ce bas monde, en particulier en matière financière. Quand on fait un pari, on peut le perdre.

Au terme de son analyse, la cour motive fermement son appréciation : « Considérant qu'il s'évince de l'ensemble de ces éléments que le Sidru a donné son consentement au contrat de

contre-swap dans le cadre d'une gestion active de sa dette avec, dès le départ, la volonté affirmée de limiter la sécurisation du contrat jusqu'en 2009 et d'accepter, dans un second temps, une prise de risque sur les positions du marché, en misant sur une légère baisse de l'euro par rapport au dollar et sur une dépréciation du franc suisse par rapport à l'euro ; Que cette position soutenue par Depfa a été discutée et finalement adoptée par le Sidru aux termes de nombreux échanges qui établissent la parfaite compréhension par ce dernier des mécanismes financiers proposés par la banque dans le cadre de la gestion active de sa dette et sa parfaite appréhension des risques encourus dans l'hypothèse d'une dépréciation de l'euro par rapport au franc suisse, scénario dont la faible probabilité ne rendait pas impossible la réalisation, particulièrement dans le contexte de crise financière de 2007 au demeurant évoquée par la Depfa ; [...] ; Qu'il s'ensuit que le Sidru échoue à rapporter la preuve d'une erreur sur la probabilité de la réalisation d'un risque qu'il avait les moyens en termes d'analyse financière et de discernement lié à son expérience de la pratique du mécanisme de swap, d'appréhender ».

Dès lors, la demande de nullité fondée sur l'autre vice du consentement, le dol devenait particulièrement difficile à faire admettre. Aussi, l'établissement public a-t-il tenté de soutenir que le contre-swap devait être requalifié en vente d'option d'achat à découvert et qu'il s'agissait d'un instrument spéculatif, non de couverture, et qu'ainsi c'est le Sidru qui couvrait le risque de change de la banque, ce qui ne lui avait pas été révélé, de sorte qu'il y aurait eu là une dissimulation constitutive d'un dol. La cour répond que le dol ne peut procéder d'un raisonnement théorique (« analogique », selon l'arrêt), mais suppose que soit démontrée la réalité de manœuvres commises dans le but de tromper son cocontractant. Elle se contente de noter que le contrat conclu n'était pas une promesse unilatérale de vendre ou d'acheter un actif à un prix et à une date déterminée, mais contenait « une indexation du contrat, [et] nécessairement aléatoire, entre deux devises de référence, le dollar et le franc suisse par rapport à l'euro ». Elle ajoute au surplus, qu'à suivre l'analyse de l'établissement public, celui-ci devrait expliquer pour quelle raison il aurait conclu un contrat spéculatif, ce qu'il ne fait pas. Aussi, écarte-t-elle également la demande de nullité pour dol.

Restait la tentative d'engager la responsabilité de la banque pour violation du devoir d'information et de mise en garde, demande qui avait prospéré devant le tribunal. L'établissement public avançait qu'il n'était pas un opérateur averti en matière de convention de swap, les précédentes conventions conclues par lui étant, selon lui, de nature différente, et que la banque en avait fait une présentation incitative et rassurante, qui était directement à l'origine d'une perte de chance très élevée de ne pas conclure le contre-swap. Sur cet aspect, il avait obtenu une satisfaction de principe, mais un montant de dommages et intérêts presque symbolique par rapport aux sommes réclamées.

La cour aborde la question du devoir d'information et de mise en garde sous deux angles, qui méritent d'être distingués.

En premier, de manière générale, à la différence du tribunal, la cour rejette la demande, en raison même de ses appréciations précédentes. Elle commence par rappeler, à juste titre, que les obligations de bonne conduite impo-

J. Martin : RDBF, mars-avril 2016, § 60, p. 42 et s.

sées au prestataire de services d'investissement « doivent être appliquées en tenant compte de la compétence professionnelle, en matière de services d'investissement, de la personne à laquelle le service d'investissement est rendu ». Or, elle estime que la banque lui avait communiqué toutes les informations permettant de comprendre la nature de l'opération conclue et les risques qui y étaient attachés, et prend soin de préciser que si le scénario catastrophe présenté était très inférieur aux risques réels, ce fait ne peut être analysé comme un manquement dès lors que l'établissement public disposait de toutes les informations pour procéder à d'autres simulations (un tableur lui avait été communiqué à cette fin, ainsi que les courbes d'évolution du taux de change de l'euro en dollar américain et en franc suisse et une courbe du différentiel de ces deux taux de change sur plusieurs années).

En second, elle rejette l'argument spécifique tiré du fait que l'établissement public n'aurait pas été informé du coût de remplacement du contrat dans l'hypothèse d'une sortie avant terme, la convention-cadre prévoyant que « ces montants sont calculés [...] au moment de la résiliation », « la charge de déterminer les valeurs de remplacement et

les montants dus étant confiée à la partie non défaillante ». Elle retient que si le risque financier pris présentait un caractère illimité, chacune des parties conservait à tout moment la possibilité de sortir du contrat moyennant un coût calculé compte tenu de la valeur de marché au moment du désengagement. Enfin, elle réitère son appréciation, que la compétence du président de l'établissement public « l'a mis en mesure d'appréhender dans son ensemble le risque lié à l'acceptation de la formule litigieuse ». C'est sur ce point que l'appréciation de la cour est la moins convaincante. Comment peut-on affirmer que l'établissement public, quelle que fût sa compétence, avait été complètement informé du coût de sortie, alors que la convention prévoyait que le montant en était déterminé par la partie non défaillante, c'est-à-dire par l'établissement financier? Question importante s'il en est, que les magistrats n'ont pas suffisamment approfondie<sup>3</sup>.

3. Sur l'importance de cette question, voir tout particulièrement M. Roussille: BJB mai 2015, p. 223 et s. Adde: J.-J. Daigre: Banque et Droit mai-juin 2015, p. 34.

## Les dérogations à l'obligation de présenter une offre publique au prisme de l'action de concert : quand les membres opérationnels d'un concert ne sont pas forcément des sous-concertistes.

Cass. com. 22 nov. 2016, n° 15-11.063, inédit.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Cet arrêt non publié au bulletin mérite un signalement en ce qu'il témoigne de la vigilance de la Cour de cassation au sujet des conditions à l'octroi d'une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique dans l'hypothèse d'un concert préexistant au franchissement du seuil de déclenchement des offres publiques obligatoires.

Les faits relevaient d'une sous-hypothèse assez classique de « contrôle familial »<sup>1</sup>. Plusieurs membres d'une même famille étaient actionnaires d'une société cotée sur Euronext Paris mais aussi actionnaires de la holding qui en détenait la majorité des droits de vote. Le père et l'un de ses fils décidèrent d'apporter les titres détenus par la holding et les titres qu'ils détenaient directement à une autre société nouvellement créée, sous la condition suspensive de l'octroi par l'AMF d'une dérogation à l'obligation de présenter une offre publique, découlant de l'application conjointe des articles L. 233-9, I, 2° du Code de commerce et L. 433-4 du Code moné-

taire et financier. Cette dérogation fut reconnue par l'AMF sur le fondement de l'article 234-9, 6° du Règlement général de l'AMF, dans une décision du 6 février 2014, contre laquelle les autres membres de la famille et l'Association de défense des investisseurs formèrent un recours.

Ce recours fut rejeté par la cour d'appel de Paris, motifs pris du contrôle exercé en capital et en droit de vote au sein de la holding et, indirectement, sur la société cotée, par le père et le fils, seuls à exercer des fonctions opérationnelles depuis plusieurs années et seuls à déterminer, conjointement, en fait, la politique menée par la holding vis-à-vis de la filiale cotée.

On le voit, le raisonnement de la cour d'appel, dans les pas de ceux du régulateur, consistait à caractériser l'existence, au sein du concert familial, d'un « sous-concert de fait prédominant » entre les deux actionnaires de contrôle de la holding. Si un tel « sous-concert » existait, la conclusion pouvait être tirée, selon les termes de la cour d'appel, qu'il ne s'agissait pas en l'espèce « d'une prise de contrôle de la société holding détentrice du capital de la société cotée mais de la simple interposition d'une autre société dans la chaîne de détention, qui n'entraîne pas pour autant un changement des actionnaires de contrôle finals ».

Mais la difficulté mise en lumière par la troisième branche du second moyen du pourvoi, formé par les autres membres de la famille, tenait précisément à ceci que la réalité du concert entre les contrôleurs de la holding avait été postulée plus que démontrée. Certes, les fondateurs de la société nouvellement créée possédaient, ensemble, le contrôle de la holding. Mais l'exerçaient-ils ensemble, antérieurement au dépôt de la demande de dérogation? D'une façon stricte et littérale, la cassation est prononcée au visa de l'article

1. Pour un récent travail sur la notion de groupe familial, selon une éclairante et originale démarche comparative, Agnès Ryo-Hon Koh-Dubois, *La société familiale cotée: l'exemple des sociétés chaebol coréennes*, thèse Paris II, 2015.

L. 233-10 du Code de commerce, faute pour la cour d'appel d'avoir caractérisé l'existence d'un accord conclu en vue d'exercer des droits de vote pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de la filiale cotée ou pour en obtenir le contrôle.

La solution pourra paraître sévère, compte tenu de l'ensemble des circonstances de fait relevées au titre de la stratégie visiblement élaborée en commun par les auteurs de la demande de dérogation. Elle doit cependant être approuvée. Exception à la règle, la dérogation à l'obligation de déposer une offre publique doit être d'interprétation stricte, d'autant qu'elle repose en l'espèce sur l'interprétation d'une notion plastique, celle « d'accord », qui n'est soumise à aucun formalisme<sup>2</sup>. L'action de concert est un concept réaliste, qui existe pour fédérer

des intérêts convergents et non, comme en l'espèce, pour créer de manière opportuniste une division au sein d'un groupe familial. C'est positivement que le concert doit être établi entre ses membres et non de manière négative, par référence à ceux qui n'en font pas ou plus partie.

L'apparent concert familial plus global justifiait une recherche approfondie de la réalité des liens et antagonismes existant au jour du dépôt de la demande de dérogation entre les deux actionnaires de contrôle et les autres membres de la famille. Ce simple élément de circonstance justifie un opportun retour au texte afin de distinguer précisément les membres opérationnels d'un concert des « sous-concertistes ». Les deux réalités ne sont pas assimilables et c'est à juste titre que la Cour de cassation vient le souligner.

2. V. spéc. V° Action de concert, Rép. Dalloz. Droit des sociétés, par D. Schmidt et N. Rontchevsky, n° 11 et s.

## Le tracé de frontière entre dol et défaut de mise en garde.

Cass. com. 29 nov. 2016, n° 15-15-793, inédit.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Non publié au bulletin, l'arrêt rendu le 29 novembre 2016 soulève l'irritante question de l'articulation entre l'inexécution du traditionnel devoir de mise en garde qui pèse sur les prestataires de services d'investissement et l'annulation du contrat pour dol<sup>1</sup>. Question d'une actualité renouvelée en raison de l'évitement de la difficulté par l'ordonnance n° 2016-131 du 10 février 2016. L'articulation entre les vices du consentement et l'inexécution du devoir précontractuel d'information ne sort pas éclaircie par le nouveau texte. Il apparaît aujourd'hui que si les vices du consentement, dont le dol, vicie le consentement de telle manière que « sans eux, l'une des parties n'aurait pas contracté ou aurait contracté à des conditions substantiellement différentes » (article 1130), le devoir d'information doit porter sur une information « dont l'importance est déterminante pour le consentement de l'autre » (article 1112-1). Il y a donc lieu, aujourd'hui comme hier, de distinguer le caractère déterminant de l'information qui fonde l'obligation, de la répercussion de la désinformation, qui vicie le consentement. Arithmétique aux résultats incertains, qui invite à la casuistique tant légale<sup>2</sup> – si l'on peut dire – que juris-

prudentielle<sup>3</sup>. Ainsi, la méconnaissance d'un devoir spécial d'information, tel le devoir de mise en garde du banquier dispensateur de crédit, ne constitue pas, en elle-même, un dol<sup>4</sup>.

C'est la même logique qui sous-tend l'arrêt du 29 novembre 2016. En l'espèce, une SCI constituée par un couple avait souscrit un emprunt auprès d'une banque afin d'acquérir un immeuble à usage d'habitation. La banque avait obtenu diverses garanties dont la remise en nantissement de parts d'un FCP dont elle avait demandé la souscription aux associés de la SCI. Certaines échéances n'ayant pas été honorées, la banque engagea une procédure de saisie immobilière à l'encontre de la SCI, à laquelle celle-ci et le couple d'associés s'opposèrent en formant une demande en annulation des contrats de prêts et de souscription des parts de FCP, ainsi qu'en paiement de dommages-intérêts.

Déboutés en appel, ceux-ci formèrent un pourvoi dont les arguments, essentiellement factuels, furent tous rejetés. Ainsi en fut-il tout spécialement des différentes branches du moyen suggérant l'existence d'un dol commis par la banque dans la présentation des caractéristiques du placement. Au fond, l'argumentaire développé par le pourvoi tendait, en visant des textes extrêmement différents<sup>5</sup>, à démontrer l'existence d'un dol dans la présentation erronée des perspectives de rendement des instruments souscrits.

1. Pour une autre hypothèse de rejet du dol invoqué à l'encontre d'un PSI, CA Paris, pôle 5, ch. 6, 26 sept. 2013, n° 11/19539, cité par A.-C. Muller contre l'arrêt rendu par la chambre commerciale sur le pourvoi qui ne remettait pas en cause cette analyse, com. 17 mars 2015, n° 13-25-142 : RDBF, mai 2015, comm. 104.

2. Sur la multiplicité et le manque de cohérence des sanctions prévues par le législateur au titre du non respect des différentes règles imposant le respect d'un formalisme informatif, V. F. Terré, P. Simler et Y. Lequette, *Les Obligations*, 11<sup>e</sup> éd., Dalloz, 2013, n° 262, spéc. n° 293-296.

3. Par exemple, au sujet de l'obligation d'information de l'agent de voyage, qui n'entraîne la nullité que dans les conditions du droit commun, Civ. 1<sup>re</sup>, 31 oct. 2007, n° 05-15.601, Bull. civ. I, n° 342 : D. 2008.522, note Dagorne-Labbé ; CCC 2008, n° 34, note Leveneur.

4. Com. 9 févr. 2016, n° 14-23-210, à paraître au Bulletin : « Mais attendu que ne constitue pas un dol le seul manquement de l'établissement de crédit à son devoir de mise en garde. »

5. Outre l'article 1116, visé exclusivement par la troisième branche, le pourvoi s'appuyait, de manière confuse, sur les articles 1147 ancien du Code civil, L. 533-4 du Code monétaire et financier et même L. 121-1 du Code de la consommation.

La chambre commerciale approuve la cour d'appel d'avoir conclu à l'absence de dol sur la base de deux séries d'appréciations : celles tenant à l'absence de démonstration que la banque disposait d'éléments lui assurant la connaissance de la sous-performance du produit et celles relatives à la notice agréée par la COB, qui faisaient apparaître les aléas susceptibles d'affecter la performance du produit.

Dit de manière plus canonique sur le terrain des vices du consentement, il manquait au dol son élément psychologique ou délictuel tout comme son élément matériel, tenant au caractère trompeur ou incomplet de l'information transmise. Question de fond tranchée sur le terrain des faits donc, mais question ô combien décisive en termes d'enjeu.

S'il n'était pas constitutif d'un dol, le comportement de la banque a bien été jugé constitutif d'une inexécution de son devoir de mise en garde, dont la conséquence est toutefois bien différente de celle d'une nullité. La SCI et ses associés avaient articulé leur pourvoi dans

un second moyen contestant le montant de la réparation qui leur avait été allouée, limitée à une perte de chance de ne pas contracter.

Tandis que, par le jeu des restitutions, l'annulation suppose un raisonnement en valeur, l'indemnisation suppose un raisonnement en termes de préjudice, un préjudice sur lequel on joue, que l'on malaxe à l'envi, pour parvenir dans une espèce comme celle examinée, au résultat consistant à ne pas transformer la responsabilité en assurances contre les pertes financières.

Au résultat, des investisseurs se sont trouvés accusés à la souscription d'instruments financiers risqués, dont les caractéristiques s'avéraient, de l'aveu même de la cour d'appel, complexes. S'il est rigoureux de ne pas y avoir vu un dol, à défaut de tout élément établissant sa dimension délictuelle, on peut cependant être réservé sur le traitement indemnitaire dont font ici l'objet les emprunteurs, forcés à la dépense dans l'objet d'un nantissement à la valorisation aussi aléatoire que difficile à mesurer.

## Les clauses de droit de suite dans le cadre de rapprochement d'entreprises.

Cass. com. 11 octobre 2016, n° 14-28114, inédit.

Commentaire de Frida Mekoui

Cet arrêt non publié au Bulletin doit être signalé en ce qu'il éclaire la portée des clauses de droit de suite traditionnellement prévues dans le cadre des contrats désignant un intermédiaire chargé du rapprochement d'entreprises.

En l'espèce, une société avait confié à un prestataire de services d'investissement la mission de trouver un acquéreur pour tout ou partie des actions de l'une de ses filiales. La société cliente résilie finalement le contrat au bout d'un an en l'absence de cession intervenue. Néanmoins, deux ans après cette résiliation la société est finalement cédée à une société qui apparaissait comme acquéreur potentiel sur une liste fournie par le prestataire alors que le contrat de mise en relation était encore en cours.

Le prestataire réclame alors paiement de la commission de succès prévue en cas de réalisation d'une opération sur le fondement de la clause de droit de suite du contrat. En effet, en toute logique ces prestataires se prémunissent usuellement contre le risque que leur client, une fois mis en relation, ne mette fin au contrat pour se soustraire au paiement de la rémunération tout en réalisant l'opération concernée. En l'occurrence, la clause prévoyait que « si l'opération ne devait pas se réaliser, pour quelque raison que ce soit pendant la validité du contrat, [...] et que l'opération financière aboutissait au cours des 36 mois suivant la fin du mandat avec un investisseur potentiel présenté par l'intermédiaire, une rémunération sera due à l'intermédiaire [...] ». »

La demande est rejetée, tant par la Cour d'appel que par la Cour de cassation, au motif d'une part que la fourniture d'une liste d'acquéreurs potentiels constitue une simple identification et non une présentation au sens de la clause instituant le droit de suite et, d'autre part, que la présentation dont il est question doit avoir lieu durant l'exécution du contrat.

En effet, l'appréciation concernant le moment de la présentation était importante dans la mesure où le prestataire était intervenu dans la mise en relation des deux sociétés protagonistes deux ans après la résiliation du contrat. D'ailleurs, le prestataire s'est ensuite prévalu, dans ce cadre, de l'existence d'un éventuel « mandat » tacite reçu de la part de la société cédante compte tenu de l'organisation d'une réunion entre les deux parties.

Là encore, les juges considèrent qu'il n'existe pas de « mandat » tacite mais que l'intervention spontanée du prestataire, deux ans après la résiliation du contrat, s'analyse en une gestion d'affaires laquelle implique simplement le remboursement des frais engagés par le prestataire et non une rémunération particulière.

La Cour de Cassation relève, d'ailleurs, que le prestataire ne pouvait ignorer l'absence de « mandat » tacite compte tenu « de sa qualité de prestataire de service connexes aux services d'investissement ». La référence à la qualité de prestataire de services connexes aux services d'investissement peut paraître, à première vue surprenante, dès lors qu'elle ne correspond à aucun statut régulé particulier et qu'en l'occurrence l'intermédiaire avait la qualité de prestataire de services d'investissement (statut quant à lui bien régulé). Elle permet toutefois d'appréhender tous les intermédiaires qui sans avoir de statut particulier, tel que celui de prestataire de services d'investissement comme en l'espèce, fournissent le service connexe de « conseil en haut de bilan ».

## ■ RÉGLEMENTATION

### Marchés d'instruments financiers – Transposition et adaptation du droit français à la directive et au règlement du 15 mai 2014 relatifs aux marchés financiers (2<sup>e</sup> partie).

Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Prise sur le fondement de la 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, l'ordonnance du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers, dont les dispositions entreront en vigueur, pour leur quasi-totalité, le 3 janvier 2018, transpose la directive 2014/65/UE (dite MiFID II) et adapte le droit interne au règlement n° 600/2014 (dit MiFIR) relatifs aux marchés d'instruments financiers.

Son premier chapitre, objet de ce commentaire, apporte d'importantes modifications concernant tant les marchés que les prestataires et la protection des investisseurs. S'agissant des marchés, les principales innovations concernent la typologie et l'encadrement des plates-formes de négociation, d'une part, – elles ont été présentées dans la première partie de ce commentaire<sup>1</sup> – et l'amélioration de la transparence, d'autre part.

#### 2. L'amélioration de la transparence des marchés

Dans le prolongement des obligations de transparence avant et après négociation qui pèsent sur les gestionnaires de plates-formes de négociation et les entreprises d'investissement et qui sont dorénavant régies par le règlement MIF<sup>2</sup>, la directive MIF II comporte également un certain nombre de dispositions visant à améliorer la transparence, grâce à la consolidation et la diffusion des données de négociation<sup>3</sup>. L'absence de standardisation et de consolidation des données post-négociation, entre autres, comptaient au nombre des imperfections du dispositif issu de la première directive MIF. Les dispositions de la directive MIF II relatives aux services de communication de données sont ainsi transposées par l'ordonnance, qui modifie en ce sens le Code monétaire et financier à la fois dans ses dispositions relatives aux services et dans celles relatives aux prestataires.

S'agissant des services, l'ordonnance modifie l'intitulé du Titre II du Livre III du Code pour y inclure, à côté des services d'investissement et des services connexes, les services de communication de données, qui font l'objet d'un

nouveau chapitre 3 (art. L. 323-1 et L. 323-2 nouveaux)<sup>4</sup>. Au nombre de trois<sup>5</sup>, ces services recouvrent l'exploitation d'un dispositif de publication agréé, (ou « APA », pour « *Approved Publication Arrangement* »), qui fournit des services de publication de rapports de négociation pour le compte des PSI<sup>6</sup>; l'exploitation d'un système consolidé de publication (ou « CTP », pour « *Consolidated Tape Provider* »), qui fournit un service de collecte des rapports de négociation auprès des plates-formes de négociation et de dispositifs de publication agréés, ainsi qu'un service de regroupement de ces rapports en un flux électronique de données actualisé en continu, offrant des données de prix et de volume pour chaque instrument financier et quota d'émission<sup>7</sup>; et l'exploitation d'un mécanisme de déclaration agréé (ou « ARM », pour « *Approved Reporting Mechanism* »), qui fournit à des PSI un service de déclaration détaillée des transactions à l'AMF ou à l'AEMF<sup>8</sup>.

S'agissant des prestataires, l'ordonnance insère à la fin du Titre IV du Livre V du Code monétaire et financier, un nouveau chapitre 9 (art. L. 549-1 à L. 549-24 nouveaux) consacré aux prestataires de services de communication de données<sup>9</sup>, définis comme des personnes qui fournissent des services de communication de données à titre de profession habituelle (art. L. 549-1 nouveau)<sup>10</sup>. Après une première section consacrée à leur définition, ce chapitre comprend, sur le modèle de la présentation adoptée dans la directive, une section relative à l'agrément de ces prestataires (section 2<sup>11</sup>), suivie de dispositions relatives aux exigences organisationnelles applicables à chacune des trois catégories (sections 3 à 5<sup>12</sup>). Enfin, une sixième section traite de la libre prestation de services.

L'agrément est délivré par l'AMF, qui tient un registre recensant ces prestataires. Sachant que les services de communication de données peuvent également être fournis par une entreprise d'investissement si son agrément le prévoit, ou par une entreprise de marché autorisée à cet effet par l'AMF<sup>13</sup>. L'agrément obéit au classique principe de spécialité, nécessitant une modification d'agrément si le prestataire souhaite étendre son activité à d'autres services de communication de données<sup>14</sup>. On retrouve également des exigences usuelles relatives à l'honora-

4. Art. 2, 5<sup>e</sup> de l'ordonnance.

5. Art. L. 323-1, I nouveau; MIFID II, Annexe I, section D et art. 4, § 1, 52<sup>e</sup> à 54<sup>e</sup> et 63<sup>e</sup>.

6. Pour l'exécution de l'obligation de transparence post-négociation qui pèse sur les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré: MIFIR, art. 20 et 21.

7. Pour l'exécution de l'obligation de transparence post-négociation qui pèse tant sur les plates-formes de négociation que sur les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré: MIFIR, art. 6 et art. 20 respectivement.

8. Pour l'exécution de l'obligation de déclaration des transactions pesant sur les entreprises d'investissement: MIFIR, art. 26.

9. Art. 14 de l'ordonnance.

10. A noter que là où la directive définit uniquement les personnes autorisées à fournir ces services, le législateur français a choisi de distinguer, classiquement, les services et les prestataires, en définissant les seconds par référence aux premiers.

11. MIFID II, art. 59 à 63.

12. MIFID II, art. 64, 65 et 66 respectivement.

13. Art. L. 549-2 nouveau C. mon. fin.

14. Art. L. 549-3 nouveau C. mon. fin.

1. La première partie de ce commentaire a été publiée dans le précédent numéro de la chronique: *Banque et Droit* n° 170, novembre-décembre 2016, pp. 34-38.

2. MIFIR, Titre II, art. 3 à 13, pour les plates-formes de négociation; et Titre III, art. 14 à 21 pour les internalisateurs systématiques et les entreprises d'investissement négociant des instruments de gré à gré.

3. MIFID II, cons. 115 à 119.

bilité, aux compétences et à l'expérience des dirigeants ainsi qu'à la gouvernance<sup>15</sup>.

Quant aux exigences organisationnelles, certaines sont formulées de manière similaire pour les trois catégories de prestataires, qui doivent se doter de dispositifs destinés à prévenir les conflits d'intérêts<sup>16</sup> et de mécanismes de sécurité visant à éviter l'altération des données, l'accès non autorisé ou les fuites d'informations<sup>17</sup>. Ils doivent également se doter de systèmes pour vérifier l'exhaustivité et l'exactitude de l'information<sup>18</sup>. D'autres exigences sont communes aux dispositifs de publication agréés et aux systèmes consolidés de publication, qui doivent disposer de politiques et de mécanismes permettant de rendre publiques les informations requises « dans des délais aussi proches du temps réel que le permettent les moyens techniques et dans des conditions commerciales raisonnables » – qui seront définies par décret<sup>19</sup> – et doivent rendre ces informations disponibles gratuitement quinze minutes après leur publication<sup>20</sup>. Un système consolidé de publication doit en outre garantir que les données qu'il fournit sont collectées auprès de toutes les plateformes de négociation et les dispositifs de publication agréés, désignés par un décret, en adaptant cette obligation aux différentes catégories d'instruments financiers<sup>21</sup>. Les mécanismes de déclaration agréés doivent quant à eux déclarer les informations le plus rapidement possible et au plus tard au terme du jour ouvrable suivant le jour d'exécution de la transaction<sup>22</sup>.

Outre les innovations relatives aux marchés, l'ordonnance apporte d'importantes modifications intéressant le statut des prestataires et la protection des investisseurs.

## II. LE STATUT DES PRESTATAIRES ET LE RENFORCEMENT DE LA PROTECTION DES INVESTISSEURS

### 1. Le statut des prestataires

L'ordonnance modifie sur plusieurs points – dont seuls les principaux seront signalés ici – les dispositions des chapitres 1 et 2 du Titre III du Livre V du Code monétaire et financier, relatifs aux définitions et aux conditions d'exercice de la profession.

Une première série de modifications vient étendre la liste des personnes et entités autres que les PSI qui sont autorisées à fournir des services d'investissement<sup>23</sup>. Ce sont les dispositions de l'article L. 531-2 du Code moné-

taire et financier qui sont modifiées en ce sens. D'abord, pour ajouter de nouveaux cas d'exemption, notamment pour les dépositaires centraux de titres<sup>24</sup>, les gestionnaires de réseaux de transport de gaz et d'électricité<sup>25</sup>, ou, sous certaines conditions, les installations classées et les équipements et installations nécessaires à l'exploitation d'une installation nucléaire de base et les exploitants d'aéronef qui rejettent un gaz à effet de serre<sup>26</sup>. Ensuite, pour modifier des cas d'exemption existants, notamment en ce qui concerne les personnes qui ont une activité de négociation pour compte propre<sup>27</sup>. Lorsque cette activité porte sur des instruments financiers autres que des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission de CO<sub>2</sub> ou des dérivés sur quotas d'émission, l'exemption ne bénéficie pas aux teneurs de marché, ni aux personnes qui ont recours à une technique de négociation algorithmique à haute fréquence, ni à celles qui négocient pour compte propre lorsqu'elles exécutent les ordres de leurs clients<sup>28</sup>. En revanche, lorsque l'activité de négociation pour compte propre porte sur des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission de CO<sub>2</sub> ou des dérivés sur quotas d'émission, l'exemption bénéficie aux teneurs de marché – mais non aux personnes qui ont recours à une technique de négociation algorithmique à haute fréquence ni à celles qui négocient pour compte propre lorsqu'elles exécutent les ordres de leurs clients<sup>29</sup>.

Une deuxième série de modifications<sup>30</sup> vise à renforcer les conditions de l'agrément posées à l'article L. 532-2, notamment en précisant l'exigence relative au capital initial libéré (2°), en imposant une gestion non seulement saine et prudente mais aussi efficace et « prenant en compte de manière appropriée l'intérêt des clients de l'entreprise d'investissement ainsi que l'intégrité du marché » (4°) et en subordonnant l'agrément au respect par l'entreprise d'investissement d'un certain nombre d'exigences relatives à la gouvernance des établissements de crédit, notamment celles relatives à l'interdiction du cumul de fonctions et à la constitution, pour les établissements d'importance significative, d'un comité des risques, d'un comité des nominations et d'un comité des rémunérations (7°)<sup>31</sup>. Ces modifications, qui transposent la directive MIF, visent aussi, selon le Rapport au président de la République, à « conférer à l'Autorité des marchés financiers un droit d'approbation du programme d'activité des entreprises d'investissement en procédure d'agrément auprès de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution quels que soient les services d'investissement que souhaite rendre l'entreprise »<sup>32</sup>.

15. Art. L. 549-6 à L. 549-10 nouveaux C. mon. fin.

16. Respectivement art. L. 549-12, L. 549-18 et L. 549-21 nouveaux C. mon. fin. pour les APA, les CTP et les ARM.

17. Respectivement art. L. 549-13, L. 549-19 et L. 549-22 nouveaux C. mon. fin.

18. Respectivement art. L. 549-14 et L. 549-23 nouveaux C. mon. fin. pour les APA et les ARM.

19. Respectivement art. L. 549-11 et L. 549-15 nouveaux C. mon. fin.

20. Respectivement art. L. 549-11 et L. 549-16 nouveaux C. mon. fin.

21. Art. L. 549-17 nouveau C. mon. fin.

22. Art. L. 549-20 nouveau C. mon. fin.

23. Art. 9, 2° de l'ordonnance.

24. Art. L. 531-2, 2°, m) C. mon. fin.

25. Art. L. 531-2, 2°, n) C. mon. fin.

26. Art. L. 531-2, 2°, o) C. mon. fin.

27. V. égal. les cas cités par R. Vabres, préc.

28. Art. L. 531-2, 2°, i) C. mon. fin.

29. Art. L. 531-2, 2°, j) C. mon. fin.

30. Art. 10 de l'ordonnance.

31. Il s'agit des dispositions des articles L. 511-58 à L. 511-60, L. 511-67 à L. 511-69, L. 511-89 à L. 511-91, L. 511-98 à L. 511-101 et L. 533-25 à L. 533-28 C. mon. fin.

32. V. Rapport au président de la République relatif à l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers : JO n° 0146 du 24 juin 2016, texte n° 16.

Les dispositions relatives au passeport européen des PSI sont également retouchées<sup>33</sup>, mais la modification la plus notable concerne la fourniture de services d'investissement par des entreprises de pays tiers<sup>34</sup>. Le règlement MIF facilite l'accès des entreprises de pays tiers au marché européen en leur permettant de fournir des services d'investissement ou des services connexes sans établir de succursale, en exigeant seulement un enregistrement auprès de l'AEMF, sur la base d'une décision d'équivalence du cadre juridique du pays tiers avec celui de l'Union prise par la Commission européenne<sup>35</sup>. Mais ce régime concerne uniquement la fourniture de services à des clients professionnels ou à des contreparties éligibles et la directive permet quant à elle aux États membres d'imposer la création d'une succursale pour la fourniture de tels services à des clients non professionnels<sup>36</sup>. Le législateur français a fait le choix d'instaurer une telle exigence afin d'assurer une meilleure protection des investisseurs. La fourniture de services d'investissement et de services connexes à des clients non professionnels ou à des clients qui ont demandé à être traités comme des clients professionnels nécessite ainsi la création d'une succursale agréée par l'ACPR (art. L. 532-47 à L. 532-53 nouveaux), cette exigence étant toutefois écartée lorsque ces services sont fournis à l'initiative exclusive du client<sup>37</sup>.

## 2. Le renforcement de la protection des investisseurs

Le renforcement de la protection des investisseurs passe à la fois par l'extension du domaine de la protection et par la réécriture des règles applicables aux PSI dans leurs relations avec leur clientèle.

### 2.1. L'extension du domaine de la protection

C'est d'une part la commercialisation des dépôts structurés<sup>38</sup> qui se trouve soumise à un certain nombre de règles applicables en matière de commercialisation d'instruments financiers. Le chapitre 2, relatif aux comptes et dépôts, du Titre Ier du Livre III du Code monétaire et financier, est enrichi d'une cinquième section relative aux dépôts structurés (art. L. 312-22 nouveau), définis comme des dépôts intégralement remboursables à l'échéance et assortis d'un intérêt ou d'une prime déterminés selon une formule faisant intervenir des facteurs tels qu'un indice ou une combinaison d'indices, à l'exclusion des dépôts à taux variables dont la rentabilité est directement liée à l'évolution d'un indice de taux d'intérêt (1°), un instrument financier, un quota d'émission ou une combinaison de ces instruments ou unités (2°), une matière première ou une combinaison de matières premières ou d'autres actifs physiques ou non physiques qui ne sont pas fongibles (3°) ou un taux de change ou une combi-

raison de taux de change (4°)<sup>39</sup>. Bien que n'étant pas des instruments financiers, ces produits sont soumis au champ d'application de la directive MIF II afin d'assurer la protection des consommateurs<sup>40</sup>. Les prestataires de services bancaires (une nouvelle section 10, relative à la commercialisation de dépôts structurés, est ajoutée à la fin du chapitre 1<sup>er</sup> du Titre I<sup>er</sup> du Livre V du Code monétaire et financier : art. L. 511-105 nouveau) seront ainsi soumis, dans le cadre de la commercialisation de ces produits, à nombre des règles applicables en matière de commercialisation d'instruments financiers<sup>41</sup>, et notamment à une bonne partie des règles de bonne conduite, telles celles relatives à la prévention des conflits d'intérêts, à l'obligation d'agir au mieux des intérêts des clients, aux obligations d'information et d'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié ou à l'encadrement des rémunérations, ainsi qu'aux nouvelles dispositions relatives à la conception et à la distribution d'instruments financiers<sup>42</sup>. Pour l'application de ces dispositions, « les dépôts structurés sont assimilés à des instruments financiers », la surveillance et le contrôle du respect par les prestataires de leurs obligations professionnelles et notamment de leurs obligations à l'égard de leur clientèle, normalement exercés par l'AMF<sup>43</sup>, l'étant ici par l'ACPR<sup>44</sup>.

D'autre part, les quotas d'émission de CO<sub>2</sub> sont également soumis aux dispositions relatives aux services d'investissement, aux plates-formes de négociation et aux prestataires de services d'investissement. Le législateur français emploie ici une technique différente : tandis que son homologue européen a choisi d'intégrer les quotas d'émission dans la liste des instruments financiers fournie en annexe de la directive<sup>45</sup>, le législateur français ne fait pas entrer les quotas d'émission dans le giron des instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, mais choisit la technique de l'assimilation, en posant, dans un nouvel article L. 531-0 inséré en tête du Titre consacré aux prestataires de services d'investissement<sup>46</sup>, que « Dans le présent titre, l'expression : "instrument financier" désigne les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du Code de l'environnement ». La même technique est employée<sup>47</sup> pour l'application des dispositions relatives aux services d'investissement<sup>48</sup> ainsi que de celles relatives aux plates-formes de négociation<sup>49</sup>.

39. MIFID II, art. 4, § 1, 43°.

40. MIFID II, cons. 39.

41. MIFID II, art. 1<sup>er</sup>, § 4.

42. Il s'agit des dispositions des articles L. 533-10, II, 2°, 3° et 6°, L. 533-11 à L. 533-17, L. 533-19, L. 533-20, L. 533-24 et L. 533-24-1, L. 533-29, II et III, ainsi que des dispositions du chapitre 5 du Titre IV du Livre V à l'exclusion de celles de l'article L. 545-3. Sur les innovations concernant ces dispositions, voir *infra*.

43. Art. L. 533-10, II, 6° C. mon. fin.

44. Art. L. 511-105, al. 2 nouveau C. mon. fin.

45. MIFID II, Annexe I, Section C, 11° et cons. 11.

46. Art. 9, 1° de l'ordonnance.

47. Art. 2, 3° et 4° de l'ordonnance.

48. Art. L. 321-1 C. mon. fin. : « Les services d'investissement portent sur les instruments financiers énumérés à l'article L. 211-1 et sur les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. »

49. Art. L. 420-1, II nouveau C. mon. fin. : « Au sens du présent titre et pour l'application des dispositions relatives aux plates-formes de négociation l'expression : "instrument financier" »

33. Art. 10, 8° à 24° de l'ordonnance, modifiant les art. L. 532-16 et s. du C. mon. fin.

34. Art. 10, 26° de l'ordonnance.

35. MIFIR, art. 46 à 49.

36. MIFID II, art. 39, § 1<sup>er</sup> et cons. 109.

37. Art. L. 532-51 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 42 et cons. 111.

38. Objet des art. 1<sup>er</sup> et 8 de l'ordonnance.

## 2.2. Le renforcement des obligations des PSI

D'importantes modifications sont apportées au chapitre relatif aux obligations des prestataires de services d'investissement (chapitre 3 du Titre III du Livre V)<sup>50</sup>.

Les règles d'organisation (section 4), tout d'abord, sont considérablement étoffées : la section 4, précédemment composée de deux articles, est désormais ordonnée en trois sous-sections consacrées respectivement aux dispositions générales (art. L. 533-10 à L. 533-10-2 nouveaux), aux activités de négociation algorithmiques<sup>51</sup> (art. L. 533-10-3 à L. 533-10-7 nouveaux) et à la fourniture d'un accès électronique direct à une plate-forme de négociation (art. L. 533-10-8 nouveau).

Les règles de bonne conduite (section 5) font également l'objet de modifications importantes. L'article L. 533-12, relatif à l'obligation d'information des PSI, est ainsi partiellement réécrit et complété de nouvelles dispositions relatives aux offres groupées (art. L. 533-12-1 nouveau), au conseil en investissement indépendant (art. L. 533-12-2 nouveau) et à l'encadrement des pratiques en matière de rémunération, et notamment des inducements (art. L. 533-12-3 et L. 533-12-4 nouveaux). Il est ainsi fait interdiction aux PSI de rémunérer ou d'évaluer les résultats de leurs employés d'une façon qui nuise à leur obligation d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, et notamment de prévoir des modalités de rémunération ou des objectifs de vente qui pourraient encourager leurs employés à recommander à un client non professionnel un instrument financier plutôt qu'un autre qui correspondrait mieux à ses besoins (art. L. 533-12-5 nouveau). Les dispositions insérées par l'ordonnance du 23 juin 2016 viennent au demeurant d'être complétées par l'interdiction, d'ores et déjà en vigueur, de la publicité, à destination de la clientèle non professionnelle, de certains contrats financiers présentant un niveau de risque important (art. L. 533-12-7 nouveau), édictée par la loi dite « Sapin 2 »<sup>52</sup>, qui fera l'objet d'un commentaire dans un prochain numéro de cette chronique.

Parmi les principales modifications intéressant les règles de bonne conduite, signalons également la réécriture partielle de l'article L. 533-13 relatif au suitability test et à l'appropriateness test<sup>53</sup>, notamment pour envisager le cas des offres groupées. L'articulation entre les obligations d'évaluation en matière de services d'investissement et l'obligation d'évaluer la solvabilité du consommateur dans le cadre d'un crédit immobilier est précisée (art. L. 533-13-1 nouveau). L'article L. 533-18, relatif à l'obligation de meilleure exécution, est retouché pour préciser comment déterminer le coût total, sur la base duquel le meilleur résultat possible est déterminé pour les clients non professionnels – cette précision, auparavant conte-

nue dans un texte de niveau 2<sup>54</sup>, l'est désormais dans la directive MIF II<sup>55</sup>. Outre le prix de l'instrument financier, le coût total inclut « toutes les dépenses encourues par le client directement liées à l'exécution de l'ordre, y compris les frais propres au lieu d'exécution, les frais de compensation et de règlement et tous les autres frais éventuellement payés à des tiers ayant participé à l'exécution de l'ordre ». Il est également précisé que lorsqu'un ordre pourrait être exécuté sur plusieurs lieux d'exécution concurrents, le PSI doit évaluer et comparer les résultats qui seraient obtenus pour les clients en exécutant l'ordre dans chacun des lieux d'exécution inclus dans sa politique d'exécution, en prenant en compte les commissions et les coûts pour l'exécution de l'ordre dans chacun d'entre eux<sup>56</sup>. Obligation est faite aux PSI de surveiller l'efficacité de leurs dispositifs en matière d'exécution des ordres et de leur politique d'exécution (art. L. 533-18-1 et L. 533-18-2 nouveaux).

Outre les règles organisationnelles et les règles de bonne conduite, une autre innovation majeure tient à l'introduction de dispositions relatives à la conception et à la distribution d'instruments financiers, innovation importante de la directive MIF II<sup>57</sup> qui a été précisée par une directive déléguée adoptée en avril 2016, la gouvernance produit venant par ailleurs de faire l'objet d'une consultation de l'ESMA<sup>58</sup>. Elles font l'objet de la section 7, auparavant consacrée à la publication des transactions effectuées par les PSI (art. L. 533-24 et L. 533-24-1 nouveaux). De nouvelles obligations sont ainsi édictées pour les PSI qui conçoivent des instruments financiers (mise en place d'un processus de validation, mise à la disposition des distributeurs des informations pertinentes, prise de « mesures raisonnables afin de s'assurer que les instruments financiers sont distribués auprès du marché cible défini ») ou les commercialisent (mise en place de dispositifs appropriés pour obtenir les renseignements utiles et pour comprendre les caractéristiques des instruments et identifier le marché cible défini pour chacun d'entre eux ; réexamen régulier des instruments au regard des besoins du marché cible ; agissement dans l'intérêt exclusif du client).

Enfin, une section 9 est créée pour accueillir les dispositions relatives aux internalisateurs systématiques<sup>59</sup>, auparavant situées dans le Livre IV relatif aux marchés, ce basculement découlant de la distinction entre modes de négociation multilatéraux et bilatéraux consacrée par la directive MIF II<sup>60</sup>. Ces dispositions sont en outre en partie réécrites, notamment pour préciser les éléments à prendre en compte pour apprécier le caractère fréquent et systématique – qui est mesuré par le nombre de transactions de gré à gré sur un instrument financier donné réalisées par le prestataire pour compte propre lorsqu'il exécute les ordres des clients – ainsi que le caractère

désigne les instruments financiers au sens de l'article L. 211-1 du présent code et les unités mentionnées à l'article L. 229-7 du code de l'environnement. »

50. Art. 11 de l'ordonnance.

51. Sur ce point, v. Th. Bonneau, « La réforme des marchés d'instruments financiers », JCP E 2016, n° 30-34, p. 41, spéc. n° 13, et les réf. citées.

52. Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

53. MIFID II, art. 25.

54. Dir. 2006/73/CE de la Commission du 10 août 2006, art. 44, § 3.

55. MIFID II, art. 27, § 1, al. 2.

56. Art. L. 533-18, I, al. 2 et 3 nouveaux.

57. MIFID II, art. 16, § 3 et art. 24, § 2 et cons. 71. V. Th. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant, 3<sup>e</sup> éd., 2016, n° 419 et s.

58. F. Mekoui, *Banque et Droit* n° 170, novembre-décembre 2016, cette chronique, pp. 39-40.

59. Art. 11, 2<sup>e</sup> de l'ordonnance.

60. Voir supra, 1<sup>re</sup> partie du commentaire, et les réf. citées.

substantiel – critère ajouté par la directive MIF II<sup>61</sup>, qui est mesuré par la taille des activités de négociation de gré à gré réalisées par le prestataire, soit par rapport à son activité totale de négociation pour un instrument financier spécifique, soit par rapport à l'activité totale de négociation réalisée dans l'Union européenne sur l'instrument concerné<sup>62</sup>.

61. MIFID II, art. 4, § 1, 20°, al. 2 et cons. 17.

62. Art. L. 533-32 nouveau C. mon. fin.

Pour conclure, l'ordonnance retouche également les dispositions relatives aux conseillers en investissement financier, notamment en ce qui concerne l'obligation d'adhésion à une association professionnelle (art. L. 541-4) et les règles de bonne conduite (art. L. 541-8-1)<sup>63</sup>, ainsi que celles relatives aux agents liés, principalement les exigences applicables aux dirigeants (art. L. 545-4)<sup>64</sup>.

63. Art. 12 de l'ordonnance.

64. Art. 13 de l'ordonnance; MIFID II, art. 29.

## Mise à jour de la doctrine de l'AMF en matière d'information réglementée.

Instruction AMF – Modalités de notification dans le cadre d'un différé de publication d'une information privilégiée – DOC-2016-07.

Instruction AMF – Opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article 19 du règlement européen sur les abus de marché – DOC-2016-06.

Position-recommandation – Guide de l'information périodique des sociétés cotées sur un marché réglementé – DOC-2016-05.

Position-recommandation – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée – DOC-2016-08.

### Commentaire de Jérôme Chacornac

En application de l'article L. 621-6, al. 2, in fine, du Code monétaire et financier, l'AMF développe, codifie et harmonise sa doctrine avec celle de l'AEMF. Les pouvoirs d'interprétation inhérents à l'activité de régulation rejoignent ainsi la plus jeune parmi les missions du régulateur national, qui consiste à « apporter son concours à la régulation [des] marchés aux échelons européen et international », selon les termes de l'article L. 621-1, alinéa 1<sup>er</sup>, in fine. Par sa doctrine, l'AMF doit se mettre au la du concert des régulateurs européens.

Dans cette optique, la moisson de l'automne révèle une suractivité interprétative.

Celle-ci s'exprime d'abord à l'occasion de l'entrée en vigueur du nouveau règlement abus de marché<sup>1</sup>, le 3 juillet dernier.

S'agissant d'un règlement, il n'est pas tant question d'une « transposition » que d'une « adaptation » du droit interne et, en particulier, des pratiques du régulateur et des émetteurs avec le nouveau cadre normatif de source proprement internationale. S'ouvrant sur le rappel de l'importance de la notion d'information privilégiée, la position-recommandation DOC-2016-08 se concentre sur l'information permanente et la « gestion » de l'information privilégiée. L'AMF y consolide sa doctrine au regard de celle du régulateur européen en contemplation du règlement et d'un certain nombre d'actes délégués ou d'exécution – dont l'empilement suscite toujours plus la désolation<sup>2</sup> – sur différentes questions

essentielles qui structurent ce nouveau « guide » : l'obligation qui pèse sur les émetteurs de communiquer les informations privilégiées ; les obligations qui pèsent sur les dirigeants ; les modalités de communication de l'information privilégiée aux tiers. Pour plus de lisibilité, le guide comporte dans une double annexe la liste des documents de doctrine annulés et recodifiés en son sein, ainsi que la liste de l'ensemble des autres documents de doctrine de l'AMF cités.

Relatif à l'information permanente, ce guide a un champ d'application très vaste, à la mesure de celui du règlement européen et concerne tous les émetteurs dont les titres sont admis ou font l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé, sur un système multilatéral ou un système organisé de négociation.

Aux côtés de cette position-recommandation à teneur « doctrinale », deux instructions plus logistiques viennent préciser, pour l'une, l'adresse à laquelle doit être transmise l'information dont la publication aurait été différée par un émetteur pour préserver ses intérêts légitimes et la nécessité de prendre contact avec la Direction des émetteurs de l'AMF aux fins de différer la publication d'une information afin de préserver la stabilité du système financier, en application des 4 et 5 de l'article 17 du règlement (DOC-2016-07) ; pour l'autre, le serveur extranet mis en place par l'AMF sur lequel doivent être transmises les opérations réalisées par les dirigeants et les personnes en lien étroit avec eux, en application de l'article 19 (DOC-2016-06).

La même démarche interprétative a, ensuite, été suivie sur le terrain différent de l'information périodique, par imitation de l'effort de rationalisation imposé par l'entrée en vigueur du paquet « abus de marché ». La position-recommandation DOC-2016-05 ne se réfère toutefois qu'aux textes internes de transposition de la directive « transparence » n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, aux articles L. 451-1-1 à L. 451-1-6 du Code monétaire et financier et dans le Titre II du Livre II du RG AMF. Y sont récapitulées dans pas moins de 14 rubriques l'ensemble des obligations d'information périodique qui pèsent sur les émetteurs concernés, à savoir les seuls dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé en France ou au

1. Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014, JOUE, 12 juin 2014, L. 173/1.

2. V. le recensement impressionnant de T. Bonneau, « Règlements délégués et

règlements d'exécution », RDBF, sept. 2016, comm. 219.

sein de l'Union européenne dès lors qu'ils relèvent du contrôle de l'AMF. Les rubriques vont ainsi de l'adoption d'un calendrier de communication financière aux obligations d'information des sociétés cotées sur Alternext en passant par les rapports financiers annuel et semestriel, la description des indicateurs alternatifs de performance ou encore la publication, la diffusion, l'archivage et le dépôt des informations périodiques. La mise en cohérence avec la doctrine antérieure suit le même traitement que dans le guide relatif à l'information permanente : une double annexe indique les textes annulés et recodifiés ainsi que les autres documents de doctrine cités.

À n'en pas douter, la démarche ainsi évoquée doit être saluée. L'accès à la doctrine du régulateur, si essentielle à connaître, se trouve facilité et pourra être aisément mis à jour, à l'instar de ce qu'a permis la codification des recommandations en matière de gouvernance<sup>3</sup>.

3. Sur la Recommandation AMF n° 2012-02 et sa mise à jour sous forme codifiée, au 22 décembre 2015, cette chronique, n° 165, nos observations, p. 47.

## Position AMF 2017-01 – Questions-réponses – Interdiction des communications à caractère promotionnel relatives à la fourniture de service d'investissement portant sur certains contrats financiers.

Commentaire de Frida Mekoui

« À la faveur d'un contexte de crise et d'une large diffusion sur Internet, le grand public est massivement touché depuis plusieurs années par des offres pour miser sur le Forex ou trader via des options binaires. L'AMF alerte régulièrement du danger de ce phénomène, dont le bilan chiffré des pertes engendrées est sans appel<sup>1</sup>. Avec cette position, l'AMF apporte – sa dernière – pierre à l'édifice visant à protéger le grand public contre les publicités agressives de certains opérateurs. Le dispositif légal et réglementaire, alors encore au stade de projet, avait été commenté lors des dernières chroniques. Il est, désormais, définitivement adopté et publié. En effet, après la publication de la loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (loi dite Sapin 2), l'AMF adoptait les modifications de son Règlement général<sup>2</sup>. Pour mémoire, l'article 72 de la loi Sapin 2 interdit, aux Prestataires de services d'investissement et aux conseillers en investissement financier, de réa-

1. Communiquée de presse de l'AMF, 10 janvier 2017 : une étape majeure pour la protection des épargnants : l'AMF détaille le mécanisme d'interdiction de la publicité des produits les plus risqués.

2. Arrêté du 15 décembre 2016 portant homologation d'une modification du règlement général de l'Autorité des marchés financiers

Concluons sur un point cependant. Si la mission de régulation suppose une certaine autonomie, en particulier interprétative, de la part d'un régulateur, on peut observer que, de la même manière que le recours en expansion constante au règlement, qui supprime toute intervention du législateur, la réception de la doctrine de source européenne et la multiplication des actes délégués sont autant d'empiétements sur le pré carré des régulateurs nationaux. La remontée vers le haut des compétences en matière de régulation financière a pour contrepartie le déclin du contenu de la régulation nationale, jusque dans sa dimension interprétative. Il n'est que d'observer l'abondance de la doctrine régulatrice de source proprement européenne pour prendre la mesure d'un risque qui se fait jour : celui de la disparition du rôle interprétatif des régulateurs, dilués dans les Q&A et Public statements de l'AEMF<sup>4</sup>.

4. Sur l'activité doctrinale du régulateur européen, dans le cadre de sa mission d'élaboration d'une « culture européenne commune et de pratiques cohérentes en matière de surveillance », qui découle du droit dérivé, T. Bonneau, Régulation bancaire et financière européenne et internationale, 3<sup>e</sup> éd., Bruylant, 2016, n° 94, pp. 89-92.

liser de la publicité, par voie électronique, susceptible de parvenir à des clients non professionnels, portant sur certains contrats financiers. Tous les acteurs intervenant dans la diffusion de cette publicité sont également visés par les mesures de répression<sup>3</sup>.

Seuls sont visés les contrats financiers non admis à la négociation sur un marché réglementé ou sur un système de négociation organisé. Ils doivent également, d'une part, relever de l'une des catégories de contrats visées par le Règlement général de l'AMF et, d'autre part, remplir l'une des conditions suivantes : (i) la perte maximale n'est pas connue au moment de la fourniture du contrat, (ii) il existe un risque de perte supérieur au montant investi, ou (iii) le risque de perte rapporté aux avantages éventuels correspondants n'est pas raisonnablement compréhensible. Cette double condition sera importante pour déterminer les contrats effectivement visés par l'interdiction.

L'AMF avait soumis à consultation publique des propositions qui visaient les options binaires, les contrats financiers sur devises, les contrats avec paiement d'un différentiel (CFD) avec un effet de levier supérieur à 5, ainsi que tout contrat financier ayant un effet économique similaire. Finalement, la version finale des dispositions du RGAMF, ne vise pas les appellations commerciales mais définit les caractéristiques des contrats visés par l'interdiction. Ce changement semble tout à fait opportun dans la mesure où cette appellation commerciale semble réductrice. Il implique également, en toute logique, la suppression de la formulation balai qui étendait l'interdiction à tous les contrats financiers

3. Annonceurs, acheteurs et vendeurs d'espaces publicitaires, etc. Article L. 222-16-1 du Code de la consommation.

Les contrats financiers visés dans la version finale publiée du RGAMF sont peu ou prou les mêmes que ceux visés dans la consultation publique. Il s'agit des contrats qui :

- donnent lieu à l'expiration du contrat, selon qu'une condition fixée au contrat se réalise ou non, soit au versement d'un gain prédéterminé, soit à la perte totale ou partielle du montant investi. On reconnaît, ici les caractéristiques des options binaires ;

- donnent lieu au versement de l'écart, positif ou négatif, entre le prix d'un actif ou d'un ensemble d'actifs sous-jacents à la conclusion du contrat et son prix à la clôture de la position, et ils contraignent, le cas échéant, le client à payer un montant supérieur au montant investi lors de la conclusion du contrat. L'objectif est de viser les contrats financiers avec paiement d'un différentiel. On constate que la condition de l'effet de levier supérieur à 5 a été remplacée par le critère du risque de perte supérieure au capital investi ;

- ont pour sous-jacent une devise ou un ensemble de devises.

La position de l'AMF, publiée le 10 janvier dernier, éclaire chacune de ces catégories de contrats et, d'une façon générale, vient préciser le dispositif légal et réglementaire.

### Les contrats visés par le dispositif

Il est précisé que les options binaires entrent en tout état de cause dans le champ de l'interdiction, l'AMF considérant que pour ces contrats, la condition légale tenant aux difficultés de compréhension du risque de perte, rapportée aux avantages est systématiquement remplie.

S'agissant des contrats avec paiement d'un différentiel, l'AMF exclut de l'interdiction ceux qui intègrent « dans leurs caractéristiques mêmes un mécanisme de "protection" lors de la conclusion du contrat, qui assure que la perte maximale de l'investisseur ne peut pas être supérieure au montant investi ». En revanche tel ne serait pas le cas, si le mécanisme de protection résulte d'un dispositif ajouté aux CFD, par exemple « un ordre stop loss garanti que l'investisseur enverrait simultanément à sa seule initiative » ou encore une clause des conditions générales qui prévoirait que « le PSI s'engage à rembourser à l'investisseur ses pertes au-delà de sa mise initiale ».

Autre précision à propos des CFDs : le montant investi initialement s'entend du montant fixe défini dès la conclusion du contrat et qui ne prend pas en compte les sommes versées en appels de marges subséquents.

Quant aux contrats sur devises, les options d'achat sur devises simples ne seraient pas visées par l'interdiction en ce qu'elles ne remplissent aucun des trois critères alternatifs légaux.

L'AMF réaffirme également la limitation du champ d'application du dispositif légal aux seuls contrats financiers, à l'exclusion des titres financiers (comme les warrants par exemple).

Autre élément intéressant, l'interdiction ne s'applique pas aux contrats de couverture à condition qu'ils ne répondent à aucun des trois critères légaux. Il est ici expressément prévu que la charge de la preuve pèse sur les prestataires de services d'investissement. Les deux

premiers critères légaux ne devraient pas poser problème, mais le caractère subjectif du dernier critère légal lié au risque de mauvaise appréhension devrait rendre la tâche plus incertaine pour les prestataires.

### Les formes de communications interdites

Sont visées toutes formes de communication électronique : bannière sur un site (pop-up par exemple), mailings, les messages publicitaires télévisés, radiodiffusés ou diffusés par téléphone. La presse écrite et les communications par voie d'affichage sont en revanche exclues du dispositif.

Une dérogation légale est néanmoins prévue pour les sites internet des prestataires de services d'investissement. La position de l'AMF précise que cette exception ne concerne que le site à partir duquel est rendu le service d'investissement.

### Le contenu des communications interdites

Le dispositif appréhende la promotion directe ou indirecte des contrats financiers concernés. Le champ est donc potentiellement très large. En revanche, l'AMF précise que la publicité de notoriété, c'est-à-dire qui ne vise qu'à promouvoir l'image d'une entreprise, n'est pas concernée par l'interdiction.

Cette précision est opportune dès lors que l'AMF prévoit expressément que ce régime répressif s'applique aux contenus publicitaires qui sans comporter de référence expresse aux catégories de contrats définies par le RGAMF (i) renvoient de manière directe vers une page internet offrant ces contrats financiers ou (ii) orientent vers un formulaire de contact ou tout autre type d'outil ayant pour objectif de mettre le client en relation avec un prestataire de services d'investissement offrant ce type de contrats.

C'est dire le caractère large du dispositif. Le souci est ici d'éviter que la dérogation dont bénéficient les sites des prestataires de services d'investissement ne soit détournée. Il pourra être néanmoins démontré que l'objectif de ces communications n'est pas d'offrir une des catégories de contrats visés, en établissant par exemple que l'offre de ce type de contrats sur le site internet du prestataire de services d'investissement est marginale.

### La fourniture d'information en réponse à une demande de client

Les informations fournies sur les contrats financiers visés à la demande des clients ne sont pas comprises dans le dispositif. Il incombera aux PSI de démontrer de la demande, et donc de s'en aménager la preuve. Lorsque le client est une personne morale, la demande peut concerner un ensemble d'opération.

Toutes ces précisions apportées par l'AMF permettront une mise œuvre plus aisée du nouveau dispositif. Elles nécessiteront un effort important de formalisation pour les prestataires qui commercialiseront ce type de contrats.

## Consultation publique de l'AMF relative à l'activité de conseil en haut de bilan.

Commentaire de Frida Mekoui

Cette consultation de l'AMF mérite d'être signalée en ce qu'elle aborde de façon inédite la question du statut des prestataires qui fournissent le « conseil en haut de bilan ». L'AMF s'interroge en effet sur l'opportunité de développer une régulation optionnelle des conseillers en haut de bilan, encadrée par les associations professionnelles et l'AMF. Pour mémoire, ce service consiste principalement en une prestation de conseil et d'accompagnement à la mise en œuvre d'un projet industriel de cession, d'acquisition ou d'ouverture du capital. En d'autres termes, les opérations dont il est question ne peuvent se réduire à une simple souscription, cession ou placement d'instruments financiers. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle la directive MIF<sup>1</sup> envisage cette prestation comme un service à part entière. Cela correspond, en effet, au service connexe de « conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ; conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ».

Il est en revanche intéressant de relever que selon l'AMF, cette activité présente un risque de requalification en service de placement non garanti ou en conseil en investissement. Sur ce dernier point, il est vrai que le prédécesseur de l'ESMA, le Comité européen des régulateurs des mar-

chés de valeurs mobilières<sup>2</sup> avait déjà considéré<sup>3</sup> que le conseil en haut pouvait dans certains cas s'accompagner d'un conseil en investissement : « Lorsqu'il est impossible d'identifier l'objectif principal motivant la demande de conseil du fait de la coexistence d'un objectif patrimonial et d'un objectif stratégique/industriel/entrepreneurial et qu'aucun d'entre eux ne prime sur les autres, le CERVM estime que le client reçoit alors un conseil en investissement et, simultanément, un conseil en haut de bilan ». Outre le fait que le critère de qualification du conseil en investissement dans ce contexte est loin d'être limpide, cette potentielle double qualification peut paraître surprenante eu égard à l'existence d'un service spécifique défini par la directive MIF. À cet égard, l'adoption d'un statut régulé, tel que celui de conseiller en investissement, permettrait aux prestataires de se prémunir contre le risque pénal découlant d'un défaut d'agrément puisque rappelons que le service de conseil en investissement est un service d'investissement nécessitant un agrément (pour la fourniture de services d'investissement).

Enfin, concernant le placement non garanti, à supposer qu'un risque de requalification existe, l'adoption d'un statut de conseil en investissement financier ou de tout autre statut régulé national en dehors de celui de prestataire de service ne serait en tout état de cause pas possible. La directive MIF, ne prévoit pas, en effet, la possibilité pour ce service de déroger à l'obligation d'agrément en tant que prestataire de service d'investissement. ■

1. Directive 2004/39/CE sur les marchés d'instruments financiers.

2. Il s'agit du CESR.

3. CESR, « Understanding the definition of advice under MiFID », Questions & Answers, 19 avril 2010.