

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

Nouvelle 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 jugement¹ 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 synthèse².

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 couvrirait 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 approfondie³.

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 »¹. 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.