

prises en compte par un investisseur raisonnable comme fondement d'une décision d'investissement ».

Une piste de réflexion est offerte par l'arrêt *Spector*, dans lequel la CJUE a jugé que la répression des opérations d'initiés doit être appréhendée « à la lumière de la finalité de (la) directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation induite d'informations privilégiées »³⁸. Il en résulte que l'autorité de poursuite n'a pas à établir que c'est sur la base de l'information litigieuse que l'opération a été effectuée, puisque la CJUE admet que le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération sur les instruments financiers concernés « implique que cette personne « a utilisé cette information » »³⁹. Mais, d'un autre côté, il ne s'agit que d'une présomption simple, et la Cour de Justice subordonne en outre la sanction à la preuve par l'autorité de poursuite du caractère indu de l'utilisation de l'information privilégiée⁴⁰. N'est-ce pas plutôt à ce stade que le sens de l'effet sur le cours devrait être pris en compte, s'il a lieu de l'être? L'incertitude sur le sens de l'effet sur le cours pourrait soit conduire à écarter le caractère indu de l'utilisation de l'information, faute pour l'initié d'en avoir retiré un avantage économique, soit permettre à l'initié d'établir qu'il n'a pas utilisé l'information. Mais même à ce stade, la notion du sens de l'effet sur le cours doit être maniée avec précaution. Seule la certitude qu'un événement fera varier le cours à la hausse ou à la baisse procure-t-elle au détenteur de l'information un avantage indu par rapport aux autres investisseurs? S'il est évident que certains événements sont de nature à faire varier le cours dans un sens plutôt que dans un autre, le sens de l'effet sur le cours peut dans d'autres cas être bien difficile à prévoir, et donner lieu à des anticipations divergentes. L'initié qui détient une information sur un événement, sans pouvoir être sûr du sens de la variation du cours qui pourrait en résulter, et qui, faisant le pari que la variation se fera dans un sens, effectue une opération en conséquence, n'est-il pas tout de même avantagé par rapport aux autres, parce qu'il est à même de mener une analyse et de faire un pari en connaissance de cause, alors que les autres investisseurs agissent dans l'ignorance complète de l'événement en question?

Si le sens de l'effet possible de l'information sur le cours doit être pris en compte, cela soulève encore une autre question. Sa détermination doit-elle être appréciée de manière subjective, dans la personne du détenteur de l'information, ou bien de manière objective, en se demandant si le marché, autrement dit un investisseur raisonnable, aurait tiré de l'information litigieuse une conclusion sur

le sens de la variation du cours⁴¹? Le pourvoi, arguant que l'information n'est précise que si elle permet « à celui qui la détient » d'anticiper le sens de la variation du cours, s'inscrit dans une approche subjective. La question formulée par la Cour de cassation, demandant si l'information précise est seulement celle « dont il est possible de déduire » que son influence potentielle sur le cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, est en revanche neutre de ce point de vue. L'approche objective semble plus proche de la finalité de la directive⁴², et est certainement mieux à même de favoriser la répression des abus de marché, mais il faut espérer que la CJUE apportera des précisions sur ce point.

A.-C. R.

AMF – Changement dans la composition de la Commission des sanctions – Défaut de notification du changement à la personne poursuivie – Annulation de la décision.

Toute modification de la composition de la Commission des sanctions doit être notifiée aux personnes mises en cause, même si le nouveau membre désigné faisait partie de la composition initialement notifiée, dès lors qu'une première modification a été notifiée entre-temps. Le défaut d'accomplissement de ces formalités empêche les personnes poursuivies d'exercer leur droit fondamental de récusation.

Paris, Pôle 5 ch. 7, 24 octobre 2013, n° 2012/14904, CIF et Coudrée Capital Management c/ AMF.

Une annulation qui s'imposait, mais qui aurait pu être aisément évitée : tel est le sentiment à la lecture de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 24 octobre 2013⁴³. Les magistrats parisiens y annulent une décision par laquelle la Commission des sanctions de l'AMF a, le 16 février 2012⁴⁴, sanctionné des sociétés de gestion de droit étranger pour non-respect du délai de livraison de 3 jours.

Les sociétés sanctionnées avaient effectué des opérations à découvert, lesquelles, dans le contexte de crise financière, avaient été à l'origine de suspens de règlement-livraison. Plus précisément, elles avaient, dans le cadre d'une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription (DPS) réalisée par la banque Natixis en septembre 2008, acheté des DPS sur les titres à émettre tout en vendant à découvert les actions existantes grâce à des emprunts de titres, afin de tirer profit de l'arbitrage sur les titres de l'émetteur. Les ventes à découvert portaient sur des volumes importants (environ 4 millions de titres chacune pour les deux sociétés faisant appel) et

38. CJUE, 23 décembre 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV* : Banque et Droit n° 129, janv.-fév. 2010, cette chronique, p. 27 ; v. également F. Drummond, op. cit., p. 11.

39. Rapp. Résolution législative du Parlement européen du 10 septembre 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (T7-0342/2013), cons. 16 sexies.

40. CJUE 23 décembre 2009, préc., § 46 et s.

41. V., au sujet de l'effet possible sur le cours, F. Drummond, préc., p. 2.

42. En ce sens : F. Drummond, op. cit., p. 2 ; Th. Bonneau, note préc. sous le présent arrêt.

43. BJB n° 12, déc. 2013, § 110v8, p. 571, note J.-J. Daigre ; P. Pailler, note à paraître à la RBBF.

44. Banque et Droit n° 145, sept.-oct. 2012, cette chronique, p. 34 ; BJB n° 9, sept. 2012, § 149, p. 359, note S. Dussart.

leur permirent de réaliser des plus-values conséquentes (environ 2 millions d'euros chacune). Les opérations, effectuées le dernier jour de la période de souscription des DPS, trois jours après la faillite de Lehman Brothers, entraînèrent des suspens face à la chambre de compensation pour des volumes significatifs. La Commission des sanctions releva que les sociétés comptaient n'opérer la livraison des titres vendus qu'après avoir elles-mêmes reçu livraison des actions nouvellement émises, sans se préoccuper de respecter le délai de trois jours de Bourse après la négociation, alors même que l'AMF avait à cette période annoncé qu'elle serait « d'une vigilance et d'une sévérité extrême sur le respect de ces règles »⁴⁵. Aussi les sociétés furent-elles sanctionnées (2,5 millions d'euros chacune), pour avoir vendu des titres à découvert sans disposer de l'assurance raisonnable de pouvoir procéder à la livraison en temps voulu⁴⁶.

C'est une irrégularité de procédure fort regrettable qui est à l'origine de l'annulation de la décision. La composition de la Commission des sanctions avait été notifiée aux sociétés mises en cause par le secrétariat de la Commission par courriers du 10 novembre 2011. Par deux nouveaux courriers du 21 novembre 2011, il leur fut indiqué que la composition de la Commission était modifiée, un de ses membres étant remplacé par un autre. Or finalement, le membre de la Commission désigné initialement siégea et participa au délibéré, sans que cette nouvelle modification ne soit notifiée aux personnes mises en cause. Celles-ci formèrent un recours en annulation.

Pour contrer leur demande, le président de l'AMF avançait trois arguments, qui sont l'un après l'autre balayés par la cour d'appel. Celle-ci commence par relever qu'il est incontestable que la seconde modification de la composition de la Commission des sanctions n'a pas été notifiée aux sociétés mises en cause, et « qu'il résulte du défaut d'accomplissement de cette formalité que (ces sociétés) n'ont ainsi pas été mises en mesure d'exercer, avant la séance de la Commission des sanctions, leur droit fondamental de récusation ». Il s'agissait en effet bien d'une nouvelle désignation, le fait que ce membre ait été désigné initialement n'y changeant rien⁴⁷. Les tergiversations affectant la composition de la Commission des sanctions ne doivent pas conduire à prendre des libertés avec les garanties procédurales des personnes poursuivies. Le droit de ces dernières à un procès équitable devant un tribunal impartial est en jeu. À l'argument de l'AMF qui faisait valoir que les sociétés n'avaient pas réagi à la première ni à la seconde notification, les magistrats parisiens répondent fort logiquement que le délai de 15 jours pour demander la récusation d'un membre de la Commission des sanctions, qui court à compter de

la notification de la composition de cette formation⁴⁸, n'était pas expiré à la date de réception du second courrier. Les sociétés auraient très bien pu contester la composition de la Commission d'ici l'expiration de ce délai.

Le président de l'AMF faisait également valoir qu'au début de la séance publique, le président de la Commission des sanctions avait signalé cette modification et interrogé les mises en cause sur leurs objections éventuelles sans recueillir aucune réaction négative de leur part, ces sociétés ayant accepté la poursuite de la séance sans émettre le vœu de la voir renvoyer à une date ultérieure. Pourtant, être informé d'une modification le jour de l'audience et devoir prendre une décision sur le champ ne revient pas au même que recevoir une notification écrite et bénéficier d'un délai pour réfléchir et procéder aux recherches nécessaires. Aussi ne peut-on qu'approuver la cour d'appel lorsqu'elle affirme que « cette circonstance n'est pas [...] de nature à purger l'irrégularité résultant de la privation, pour les requérantes, de la possibilité d'exercer de manière effective leur droit de récusation d'un membre de la Commission des sanctions, antérieurement à la séance, dans les délais et dans les formes légalement prescrites, alors qu'elles venaient seulement de découvrir, en séance, la nouvelle composition de cette Commission ».

L'AMF tirait enfin argument du fait que les éléments produits devant la cour par les requérantes qui avaient pu, depuis la séance, procéder aux recherches et à l'analyse nécessaires pour leur permettre de prendre position sur l'opportunité de demander la récusation du membre en question, ne constituaient pas une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce dernier. L'argument n'est guère convaincant, d'autant que les revirements dans la composition de la Commission des sanctions étaient de nature à alimenter le doute et à créer une apparence de partialité. La cour d'appel observe qu'« en cet état, il n'appartient à la cour d'apprécier, ni la pertinence des motifs d'une éventuelle demande de récusation visant un membre de la Commission des sanctions, ni, à l'évidence son impartialité », mais prend néanmoins le soin de relever que « les affirmations des requérantes ne peuvent cependant être écartées comme dénuées a priori de tout caractère sérieux », dès lors que le membre concerné exerçait à ce moment-là des fonctions dans une société qui avait des liens avec l'une des banques parties à la procédure et mises hors de cause par la Commission des sanctions. Aussi la cour d'appel considère-t-elle au final que « les requérantes sont fondées à se prévaloir d'une violation de leur droit, protégé par l'article 6, paragraphe 1, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, à un procès équitable devant un tribunal impartial, le droit de récusation d'un membre d'une juridiction ou, comme en l'espèce, d'un membre délibérant de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, constituant une des composantes du droit ainsi garanti ».

A.-C. R.

45. AMF, communiqué du 19 septembre 2008.

46. V. également, prononçant des sanctions pour des faits similaires : Sanct. AMF 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et al. : Banque et Droit n° 122, nov.-déc. 2008, cette chronique, p. 25 ; CE 18 février 2011, n° 322786 : BJB n° 5, mai 2011, p. 315, note Ch. Arsouze ; Sanct. AMF 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV : Banque et Droit n° 125, mai-juin 2009, cette chronique, p. 29.

47. V. J.-J. Daigre, note préc. sous la présente décision.

48. Art. D. 621-39-2, C. mon. fin.