

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

MONEP – Entreprise de marché (Euronext) – Adhérent (NCP) – Changement de système informatique – Atteinte à la cause du contrat entre l'entreprise de marché et l'adhérent (non).

Cass. com. 21 juin 2017 n° 15-23345, 16-13339 et 16-17827 (non publié au Bulletin).

Rejet du pourvoi d'adhérents contre l'arrêt de la cour d'appel qui a refusé d'engager la responsabilité de l'entreprise de marché pour changement du système informatique.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cet arrêt de la Cour de cassation sera signalé même s'il ne présente pas d'intérêt juridique direct. Les différents moyens du pourvoi sont en effet rejetés parce qu'ils sont jugés inopérants. Il s'agit d'une sorte de succédané d'un contentieux qui avait déjà eu lieu entre MONEP SA et les négociateurs individuels de parquet (NIP), et qui s'était soldé par l'exonération de toute responsabilité de l'entreprise de marché alors que le changement critiqué avait, à l'époque, emporté un véritable bouleversement, puisque la crie et le parquet avaient disparu au profit d'une transmission des ordres et d'une cotation par informatique ; la jurisprudence avait cependant écarté toute faute contractuelle et toute responsabilité de l'entreprise de marché¹. Or, dans la présente

affaire, la modification était de moindre ampleur car il s'agissait simplement d'un changement de système informatique de transmission des ordres et de cotation : à la suite de l'acquisition du marché britannique à terme LIFFE, Euronext a imposé aux adhérents du MONEP le système LIFFE CONNECT, beaucoup plus performant, et l'a substitué au système français précédent.

Selon ce que l'on peut reconstituer à partir de l'arrêt et des moyens qui y sont annexés, certains adhérents du MONEP, les négociateurs pour compte propre (NCP), se sont plaints que la substitution du nouveau système leur avait fait perdre, semble-t-il, une partie, voire une grande partie de leur activité. Aussi, cinquante-quatre d'entre eux ont-ils assigné la société EURONEXT en paiement de dommages et intérêts et soutenu que l'entreprise de marché avait porté atteinte à la cause de la convention car, selon eux, « l'engagement pris par la société EURONEXT consistait à permettre aux NCP d'exercer leur activité grâce à des services informatiques nommément désignés et moyennant un tarif précisé en annexe ». Ils ont estimé que l'entreprise de marché « avait bouleversé les conditions d'exercice des NCP, sinon supprimé leur raison d'être » et que, par conséquent, la société EURONEXT n'exécutait plus la prestation promise. Pour faire bonne mesure, au-delà des principes contractuels du Code civil, ils invoquaient la rupture brutale, au moins partielle, d'une relation commerciale établie sans préavis suffisant, sur le fondement de l'art. L. 442-6 5° I du Code de commerce ; il devient en effet assez systématique, dans le champ commercial, d'invoquer ce texte en parallèle au Code civil. Enfin, ils ont, subsidiairement, contesté le plafonnement des dommages et intérêts contenu dans le contrat les liant à EURONEXT.

1. CA Paris 5 octobre 2001 : JCP E 2002, 889, note J.-J. Daigre.

Sur tous ces points, la Cour de cassation rejette le pourvoi, mais elle le fait pour de purs motifs de procédure. Dès lors que la cour d'appel avait jugé « par des motifs non critiqués, qu'aucune résiliation ou interruption de la relation contractuelle n'était intervenue à l'initiative de la société EURONEXT et qu'il n'y avait pas eu rupture des relations commerciales établies », elle constate que le moyen était inopérant. Pour le reste, elle considère que les autres moyens étaient soit nouveaux et mélangés de fait et de droit, soit surabondants, soit manifestement pas de nature à entraîner la cassation.

Les NCP avaient contre eux non seulement, sans doute, les faits, non seulement, en conséquence, le droit, mais également le contexte : leur combat pouvait apparaître comme d'arrière-garde ; il faut en effet permettre toutes les améliorations techniques du fonctionnement des marchés. Encore fallait-il le justifier en droit. En l'espèce, la cour d'appel de Paris avait pu considérer, au regard des éléments contractuels et des éléments de fait, que le système informatique n'était pas entré dans le champ contractuel, de sorte que sa substitution par un autre, beaucoup plus performant, n'emportait aucune conséquence sur le contrat. Telle n'avait pas été la situation lorsque le MONEP était passé du parquet et de la criée à la cotation informa-

tique, mais la jurisprudence avait néanmoins estimé qu'il n'y avait pas eu d'atteinte au contrat². On avait alors estimé qu'un autre fondement pour la même solution aurait été plus justifié, la reconnaissance directe à l'entreprise de marché du pouvoir unilatéral de faire évoluer le système de cotation dans l'intérêt du marché³. Il nous semble, en effet, que l'analyse contractuelle n'est pas la plus convaincante et que la reconnaissance d'un pouvoir unilatéral de l'entreprise de marché dans l'intérêt du marché serait fondée. Il est légitime de reconnaître à certaines organisations de droit privé un véritable pouvoir réglementaire dans l'intérêt collectif qu'elles sont chargées de mettre en œuvre et de protéger⁴. Dès lors, dans l'intérêt du marché, qui est un intérêt collectif, l'entreprise de marché doit pouvoir prendre unilatéralement les décisions qui s'imposent, sous réserve d'abus. ■

2. Décision précitée.

3. J.-J. Daigre, note précitée.

4. Th. Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », *RTD com.* 1999, p. 268 ; Ph. Neau-Leduc, « À propos de la réglementation des marchés financiers », *Mélanges M. Cabrillac, Dalloz-Litec*, 1999, p. 499.

Services d'investissement – Réception et transmission d'ordres – Définition.

CJUE, 4^e ch., 14 juin 2017, aff. C-678/15.

Le service d'investissement consistant en la réception et la transmission d'ordres portant sur un ou plusieurs instruments financiers ne comprend pas l'intermédiation en vue de la conclusion d'un contrat ayant pour objet une activité de gestion de portefeuille.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voilà une décision intéressante, moins par sa solution, qui peut paraître assez évidente, que par la méthode d'analyse retenue par la Cour, qui est un modèle du genre. En l'espèce, une personne qui ne disposait pas d'agrément avait recommandé un investissement et, à cet effet, avait amené son client à conclure un contrat de service et un contrat de gestion de patrimoine avec deux sociétés du Lichtenstein, pays qui n'est pas membre de l'Union Européenne, l'opération ayant néanmoins été conclue en Allemagne entre des nationaux allemands. Les sommes transmises par le client ayant été en très grande partie absorbées par des honoraires de gestion et des intérêts, le client a tenté d'engager la responsabilité des deux sociétés, mais celles-ci étant établies au Lichtenstein, le tribunal allemand n'a pu se déclarer compétent. L'investisseur s'est donc retourné contre l'intermédiaire allemand pour obtenir des dommages et intérêts en soutenant que celui-ci avait fourni des services d'investissement sans agrément, en l'occurrence le service de conseil en investissement et celui

de « négociation d'investissements », expression retenue par le Code allemand pour la réception et la transmission d'ordres (ci-après « RTO »). La justice allemande a facilement écarté le conseil en investissement dans la mesure où l'intermédiaire n'avait pas fourni de recommandation personnalisée, ce que reprend à son compte la CJUE, bien que la question ne lui ait pas été posée. En revanche, la Cour fédérale de justice allemande de Berlin a saisi la CJUE d'une demande de décision préjudicielle sur le point de « savoir si, en amenant Monsieur Khorassani à conclure un contrat de gestion de patrimoine, Madame Pflanz avait fourni à celui-ci un service de négociation d'investissements » au sens de la loi bancaire allemande, c'est-à-dire de RTO. La juridiction allemande avait estimée que si la version en langue allemande de la définition du service de RTO était étroite (réception et transmission d'ordres ayant pour objet un ou plusieurs instruments financiers) et pouvait conduire à estimer que seule la négociation de contrats portant directement sur l'achat ou la vente d'un instrument financier était visée, les versions en langues espagnole, anglaise et française pouvaient justifier à une interprétation large « en vertu de laquelle un lien seulement indirect serait nécessaire entre l'opération négociée et l'achat ou la vente d'un instrument financier ». Dès lors, elle a posé la question suivante à la CJUE : « la réception et la transmission d'un ordre ayant pour objet une activité de gestion de portefeuille [de la Directive 2004/39] sont-elles des services d'investissement au sens de la Directive ? ». Bien que posée à propos du texte de la précédente directive, la question est la même au regard de celle du 15 mai 2014.

La CJUE résume la question de la manière suivante : est-ce que « la réception et la transmission d'ordres portant

sur un ou plusieurs instruments financiers comprennent l'intermédiation en vue de la conclusion d'un contrat ayant pour objet une activité de gestion de portefeuille » ? Pour procéder à cette recherche, elle estime qu'il faut interpréter la Directive « en tenant compte non seulement des termes de celle-ci, mais également de son contexte et des objectifs poursuivis par la réglementation dont elle fait partie », selon sa méthode habituelle¹.

La Cour commence donc par s'attacher à la lettre des textes. Elle admet que s'il existe une certaine divergence entre les différentes versions linguistiques des termes « portant sur des instruments financiers » qui, selon les cas, pourraient suggérer un lien plus ou moins direct entre les ordres et les instruments financiers, « il y a toutefois lieu de relever que le terme ordre » [...] demeure le même dans les versions linguistiques de cette directive ». Or, juge la Cour, « même si ce terme n'est pas défini en tant que tel dans la Directive de 2004/39, il convient de constater que les mots "portant sur un ou plusieurs instruments financiers" ne font que préciser le type d'ordres dont il est question, c'est-à-dire les ordres visant l'achat ou la vente de tels instruments financiers ». Autrement dit, le service de RTO a précisément pour objet un ordre d'achat ou de vente d'un ou plusieurs instruments financiers et non la conclusion d'un contrat conduisant indirectement à l'achat ou la vente d'instruments financiers, en particulier d'un contrat de gestion de portefeuille.

Puis, allant au-delà de la lettre du texte, la Cour relève qu'il existe un lien étroit entre le service de RTO et celui d'exécution d'ordres, « le premier étant fourni en amont du second et conduisant en principe à la fourniture de ce dernier, que ce soit par la même ou une autre entreprise d'investissement ».

1. L'arrêt cite le précédent suivant : CJUE 8 novembre 2016, aff. C-554/14.

La fin des Fadettes dans les enquêtes de l'AMF ou les revirements « taiseux » du Conseil constitutionnel.

Décision n° 2017-646/647 QPC du 21 juillet 2017, M. Alexis K. et al. [Droit de communication aux enquêteurs de l'AMF des données de connexion].

Commentaire de Jérôme Chacornac

Le régulateur financier n'aura pas été longtemps jalouxé par l'Autorité de la concurrence. Refusées à cette dernière suite à la censure par le Conseil constitutionnel de l'article 216 de la loi dite « Macron » n° 2015-990 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques dans sa décision du 5 août 2015¹, les possibilités d'accès aux données de connexion conférées à l'Autorité des marchés financiers – dont, entre autres, les célèbres « factures détaillées » ou « fadettes » – sont aujourd'hui condamnées dans leur définition issue de la loi n° 2013-

1. Cons. 134 à 138 de la décision Cons. const. n° 2015-715 DC du 5 août 2015, sur laquelle E. Claudel, « La loi Macron au crible du contrôle de constitutionnalité : feu l'injonction structurelle? », RTD com. 2015, p. 699 ; D. Bosco, « Dispositions de la loi Macron touchant au droit de la concurrence », CCC n° 10, oct. 2015, comm. 237.

Le lien est en effet évident, de sorte que la logique de continuité qui en résulte justifie d'interpréter le service de RTO à la lueur de celui d'exécution d'ordres pour compte de tiers. Or, dans ce dernier cas, il s'agit bien d'un service portant directement sur l'achat ou la vente d'instruments financiers. Enfin, la Cour ajoute d'autres considérations de contexte ; ainsi constate-t-elle qu'un « ordre à cours limité » est défini comme « l'ordre d'acheter ou de vendre un instrument financier [...] ». Elle prend également soin de répondre à deux arguments des gouvernements allemand et du Royaume-Uni ; le premier faisait remarquer que le Considérant 20 de la Directive 2004/39 énonce que « l'activité de réception et de transmission d'ordres devrait également comprendre la mise en relation de deux ou plusieurs investisseurs permettant ainsi la réalisation d'une transaction entre ces investisseurs » ; la Cour répond que cela ne lui paraît pas contradictoire dans la mesure où il s'agit encore de réaliser une transaction et donc d'acheter ou de vendre des instruments financiers ; de même, les deux gouvernements suggéraient que le fait que le service de RTO ne porte pas, dans sa définition, sur un instrument financier particulier, à la différence de la définition du conseil d'investissement, son champ d'application pouvait s'étendre à l'acquisition indirecte d'un instrument financier ; la Cour répond très justement qu'il n'y a pas de lien entre ces deux services, de sorte que l'on ne peut interpréter l'un par rapport à l'autre.

Au résultat, la Cour juge que le service de RTO « ne comprend pas l'intermédiation en vue de la conclusion d'un contrat ayant pour objet une activité de gestion de portefeuille ». Avouons que si la démonstration est impeccable, la question préjudicielle n'était peut-être pas nécessaire tant la solution paraît relever de l'évidence. ■

672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires et inscrite à l'article L. 621-10, al. 1^{er} (seconde phrase). Aux termes de cette disposition, « les enquêteurs [de l'AMF] peuvent également se faire communiquer les données conservées et traitées par les opérateurs de télécommunications dans le cadre de l'article L. 34-1 du code des postes et des communications électroniques et les prestataires mentionnés aux 1 et 2 du I de l'article 6 de la loi n° 2004-575 du 21 juin 2004 pour la confiance dans l'économie numérique et en obtenir copie ».

Introduit par un article 62 de la loi n° 2001-1276 du 28 décembre 2001 de finances rectificatives pour 2001, ce pouvoir d'enquête avait dès l'origine fait l'objet d'un contrôle de constitutionnalité sur saisine parlementaire dans une décision n° 2001-457 DC du 27 décembre. Le Conseil constitutionnel avait jugé que le dispositif de communication des données aux autorités boursières, mais aussi fiscales et douanières, assurait une conciliation des exigences constitutionnelles résultant des libertés constitutionnellement garanties et de la prévention des atteintes à l'ordre public et la lutte contre la fraude fiscale², en s'appuyant notamment sur la précision des

2. Considérants 6 à 9.

modalités de conservation des données inscrites dans le Code des postes et « télécommunications » – désormais communications électroniques – et sur l'importante considération que les données traitées ne pouvaient « en aucun cas porter sur le contenu des correspondances échangées ou des informations consultées, sous quelque forme que ce soit, dans le cadre de ces communications »³.

En application de sa toute jeune jurisprudence en la matière, amorcée aux dépens de l'Autorité de la concurrence, l'accès aux données de connexion de l'AMF se trouve sacrifié sur l'autel du droit au respect de la vie privée protégé par l'article 2 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen.

Avant d'évoquer le fond, une explication s'impose sur le terrain du contentieux constitutionnel tenant à la recevabilité de la question soulevée. Le caractère nouveau de la question exigé par les articles 23-2, 2° et 23-5 de l'ordonnance du 7 novembre 1958 portant loi organique sur le Conseil constitutionnel n'était pas évident, la disposition contestée ayant précisément déjà fait l'objet d'un « examen » de constitutionnalité dans la décision précitée du 27 décembre 2001. La chambre commerciale de la Cassation avait justifié ses deux décisions de renvoi par un changement de circonstances de fait et de droit résultant du revirement amorcé par la décision relative à la loi « Macron » ainsi que de « l'évolution des technologies et à l'extension du champ des postes et des communications électroniques, à la localisation des équipements terminaux »⁴. Le Conseil constitutionnel conclut également à la recevabilité de la question posée mais en s'appuyant sur la formulation littérale de l'article 23-2, 2° de la loi organique selon laquelle la disposition contestée ne doit pas avoir « déjà été déclarée conforme à la Constitution dans les motifs et le dispositif d'une décision du Conseil constitutionnel ». Or, si elle avait rejeté le grief d'inconstitutionnalité dans ses motifs, la décision rendue en 2001 n'en avait pas fait mention dans son dispositif⁵, rendant ainsi inutile toute justification fondée sur un changement de circonstances, pourtant indiscutable.

Sur le raisonnement au fond, l'appréciation ne peut qu'être nuancée, nourrie des inquiétudes qui s'étaient déjà manifestées après le refus d'octroyer à l'Autorité de la concurrence l'accès aux données de connexion. La décision prive indiscutablement le régulateur financier d'un moyen d'enquête de première importance, lorsqu'on sait tout particulièrement les difficultés qu'il y a à démontrer des situations aussi impalpables que la détention d'une information privilégiée⁶. Certes, plusieurs éléments vont à l'appui de cette nouvelle orientation jurispruden-

tielle. Le premier est une observation sociologique tirée des évolutions technologiques, qui emporte l'adhésion. La protection du droit à la vie privée doit s'étendre à la mesure des nouvelles atteintes qui peuvent lui être portées, ainsi que l'expose le commentaire de la décision mis en ligne sur le site du Conseil constitutionnel⁷ : « même si les données de connexion n'incluent pas le contenu des conversations ou de la correspondance échangées, elles comportent des informations de plus en plus précises, notamment en ce qu'elles permettent la localisation en temps réel de l'utilisateur ou du terminal utilisé. En outre, les capacités de traitement des masses de données ainsi générées ont atteint un tel niveau qu'elles permettent d'en tirer des informations de plus en plus précises sur les personnes concernées ». Secondaire, mais rassurante pour l'harmonisation du contentieux des libertés entre juges de constitutionnalité et de conventionnalité tout spécialement dans un domaine transversal comme l'est celui de la protection des données personnelles, et ainsi que le souligne encore le même commentaire de la décision, l'élévation des exigences en matière d'accès aux données s'inscrit dans le sens de l'évolution de la jurisprudence de la Cour de justice amorcée dans l'arrêt *Digital Rights*⁸ et confirmée depuis⁹, ayant analysé, au sujet des données personnelles, que celles-ci « prises dans leur ensemble, sont susceptibles de permettre de tirer des conclusions très précises concernant la vie privée des personnes dont les données ont été conservées, telles que les habitudes de la vie quotidienne, les lieux de séjour permanents ou temporaires, les déplacements journaliers ou autres, les activités exercées, les relations sociales de ces personnes ou autres, les milieux sociaux fréquentés par celles-ci »¹⁰.

Le Conseil constitutionnel s'est, en outre, astreint à mitiger l'impact pratique de sa censure en différant l'abrogation des dispositions critiquées de l'article L. 621-10 du Code monétaire et financier au 31 décembre 2018. Sans approuver cette rustine qui résulte désormais de l'article 62 de la Constitution par laquelle une norme reste en vigueur en dépit du constat de sa contrariété à un droit fondamental, cette solution donne au législateur le temps d'élaborer un cadre plus exigeant aux modalités d'accès aux données de connexion lors des enquêtes en suivant les indications du Conseil constitutionnel, en prenant appui sur sa jurisprudence antérieure – pour le détail de laquelle on renverra, une fois de plus, au commentaire de la décision mis en ligne !

À cet égard, on peine cependant à déterminer la teneur des garanties supplémentaires à apporter : les enquêteurs, tenus au respect pénalement sanctionné du secret professionnel (L. 621-4 et L. 642-1 du Code monétaire et financier)¹¹ sont habilités, par le secrétaire géné-

3. Disposition figurant désormais à l'article L. 34-1, VI, al. 2, du Code des postes et des communications électroniques, dans sa version en vigueur issue de la loi n° 2013-1168 du 18 décembre 2013.

4. Com. 16 mai 2017, n° 16-25415, arrêt n° 919 et n° 17-40.030, arrêt n° 920.

5. Déjà dans le sens de cette interprétation littérale, Cons. const., décision n° 2014-439 QPC du 23 janvier 2015, M. Ahmed S. [Déchéance de nationalité].

6. Argument également avancé au sujet des ententes au lendemain de la censure de la loi « Macron » (D. Bosco, « Dispositions de la loi Macron touchant au droit de la concurrence », préc., n° 3), tout particulièrement convaincant en matière de pratiques concertées.

7. http://www.conseil-constitutionnel.fr/conseil-constitutionnel/root/bank/download/2017646_647QPC2017646_647qpc_ccc.pdf.

8. CJCE, gde ch., 8 avril 2014, aff. C-293/12 et C-594/12, concl. M. P. Cruz Villalón. V. laquelle E. Claudel, « La loi Macron au crible du contrôle de constitutionnalité... », préc.

9. CJUE 21 décembre 2016, C-203/15, *Tele2 Sverige AB*, Pts. 93 à 100, spéc., pt. 99.

10. CJCE 8 avr. 2014, préc., pt. 27.

11. Sanction dont l'absence d'équivalent dans le projet de loi « Macron » au sujet des agents des services de l'instruction de l'Autorité de la concurrence figurait parmi les motifs de censures invoqués par les députés requérants : cons. 136 de la décision du 5 août 2015, préc.

ral de l'AMF (L. 621-9-1 du Code et 144-1 RG AMF), et les données que les enquêteurs entendent conservées doivent faire l'objet « d'une confirmation écrite qui en précise la durée et les conditions de renouvellement » (144-2 RG AMF). Reste alors, peut-être, à énumérer limitativement les finalités de la communication aux données de connexion, en la restreignant le cas échéant à certains types seulement de manquements, voire à judiciariser la procédure, à l'image des perquisitions financières de l'article L. 621-12.

Concluons sur une observation. La complexité – en elle-même toute relative – du matériau utilisé pour élaborer l'analyse proposée dans le cadre de cette chronique est sidérante en comparaison de ce qui résulte de la simple confrontation des décisions rendues par le Conseil constitutionnel en 2001, puis en 2017. Certes,

les controverses actuelles qui entourent la motivation des décisions de justice appellent, d'une manière générale, une très grande prudence. Le lecteur avisé se sera toutefois rendu compte, au terme de cette brève explication, que la décision du Conseil constitutionnel présente moins d'intérêt que son commentaire. Ne faudrait-il pas songer à ce que l'essentiel de la motivation d'une décision de justice – il ne faut pas douter que les décisions rendues sur QPC puissent recevoir cette qualification – figure... dans ses seuls motifs? Le non-dit en matière de politique jurisprudentielle va avant tout, faut-il le rappeler, au détriment du justiciable, et non du commentateur de métier. C'est en effet le justiciable que concernent avant tout deux questions : pourquoi ai-je été jugé ainsi? Mais aussi : qui m'a jugé – les membres d'une juridiction ou leur service juridique? ■

De l'importance de l'identification des faits répréhensibles dans la notification de griefs.

CE, 6^e et 1^{re} ch. réunies, 19 juillet 2017, n° 397990, Société Bryan Garnier & Co Limited et M. Olivier Garnier de Falletans c/ AMF.

Commentaire de Jérôme Chacornac

L'affaire *Novagali* vient de connaître un épilogue devant le Conseil d'État. La haute juridiction a prononcé l'annulation d'une décision de la première section de la Commission des sanctions, ayant infligé un blâme assorti d'une sanction pécuniaire à un prestataire de services d'investissement mandaté par émetteur pour réaliser son introduction en Bourse, ainsi qu'au dirigeant du même PSI. Comme fréquemment, cette décision renfermait l'analyse de multiples manquements résultant de la notification de griefs, allant de la violation de règles de conduite jusqu'à des opérations d'initiés¹.

Cette décision avait été confirmée en appel par un arrêt du 23 février 2017, contre lequel le PSI et son dirigeant formèrent une requête, accueillie par le Conseil d'État sur la base d'une interprétation particulièrement stricte de l'exigence de notification des griefs résultant de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier comme fondement au prononcé de toute sanction.

Sans rentrer dans le détail des faits, le Conseil d'État a relevé en substance un écart entre la formulation des griefs notifiés² et leur caractérisation. Tandis que la notification de griefs reprochait aux mis en cause de n'avoir pas communiqué le résultat de l'allocation des titres visés par le mandat de placement à l'émetteur, leur sanction repose sur une circonstance bien diffé-

rente. Les motifs de la décision font apparaître que le manquement constaté procède de n'avoir pas communiqué à l'émetteur non le résultat de l'allocation des titres mais le fait d'avoir racheté à une société tierce les titres souscrits par cette dernière. En somme, ce n'est finalement pas parce qu'ils s'étaient tus que les mis en cause furent sanctionnés, mais pour n'avoir pas révélé fidèlement les conditions de diffusion et le nombre réel des titres qui leur avaient été alloués dans le cadre de l'introduction en Bourse.

En deux mots, le Conseil d'État rappelle la double teneur, à la fois factuelle et juridique, de la notification de griefs. Fondée en droit³, elle doit renfermer les circonstances susceptibles de conduire au prononcé d'une sanction, pour permettre l'exercice des droits de la défense⁴. Ce rappel à la rigueur doit être approuvé en lui-même mais aussi pour deux raisons. La première est systématique : cette interprétation exigeante ne paralyse pas le régulateur, l'article R. 621-39 du Code monétaire et financier autorisant, comme le souligne d'ailleurs le Conseil d'État, le collège à compléter la notification de griefs à la demande du rapporteur. En outre, et c'est là une opportune consolidation de sa jurisprudence⁵, le Conseil d'État précise que les dispositions relatives à la notification de griefs, non plus qu'aucun autre principe, « ne s'opposent à ce que la Commission se fonde sur des circonstances de fait qui ne figuraient pas dans la notification des griefs, dès lors qu'elles se rattachent aux griefs régulièrement notifiés ». ■

1. Sur cette décision, B. Keita, « L'utilisation de l'information privilégiée relative à un projet de rachat de l'émetteur », *Bull. Joly Bourse*, févr. 2016, p. 47, BJB113d5 ; plus spécifiquement, sur la mise en œuvre de la méthode du faisceau d'indices pour établir et exclure, à l'encontre de mis en cause différents, la caractérisation de manquements d'initiés, nos obs., RDBF mars 2016, comm. 94.

2. Sur le double fondement de l'article L. 533-1 du Code monétaire et financier énonçant l'obligation générale de loyauté envers les clients et de protection de l'intégrité du marché, et de sa reprise substantielle à l'article 314-3 RG AMF.

3. Sur l'exigence de la mention dans la notification des griefs de la qualification envisagée : CA Paris 30 janvier 2014, n° 12/16612.

4. Rapp. CE 13 décembre 2013, n° 353073.

5. Déjà, CE 25 février 2015, n° 372613.

Le contrôle du juge judiciaire sur les décisions de conformité d'un projet d'offre publique simplifiée : conventionnalité et limites matérielles.

Cass. com. 5 juillet 2017, n° 15-25.121, à paraître au Bulletin.

Commentaire de Jérôme Chacornac

L'arrêt Eurodisney, rendu le 5 juillet dernier, soulevait deux questions distinctes mais essentielles en matière d'offres publiques. D'une part, le recours en annulation contre la décision de conformité d'un projet d'offre publique rendue par le régulateur ne porte-t-il pas atteinte au droit à un recours effectif de plein contentieux garanti par les exigences du procès équitable? D'autre part, rentre-t-il dans les paramètres d'examen de la décision du régulateur d'analyser les rapports contractuels d'un émetteur susceptibles d'avoir une incidence sur le prix d'un projet d'offre?

Quoique de nature différente, ces deux questions se ramènent à la légitimité de l'équilibre délicat recherché par le législateur dans le domaine du contrôle de conformité des offres publiques, compte tenu de l'articulation très particulière entre les compétences du juge judiciaire et celles du régulateur¹. Juridiction de recours, le juge judiciaire exerce sur le régulateur un contrôle à la mesure de celui opéré par ce dernier : l'étendue du recours est à la mesure de la décision attaquée².

En l'espèce, les actions de la société Euro Disney SCA, cotée sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext, gérée par une filiale à 100 % de la société américaine The Walt Disney Company (TWDC), avaient fait l'objet d'un projet d'offre publique d'achat, en conséquence de la détention d'une fraction de son capital s'élevant à 72,34 % par trois sociétés indirectement détenues à 100 % par TWDC. Les trois sociétés avaient agi de concert dans le cadre d'opérations de recapitalisation de la cible et de réduction d'endettement et s'appuyaient sur le cas visé à l'article 233-1, 2° RG AMF pour bénéficier de la procédure simplifiée³. Ce projet fut déclaré conforme par le collège⁴, en dépit d'une contestation élevée par un fonds d'investissement minoritaire qui soutenait en substance que le prix de l'offre avait été artificiellement réduit, au détriment de la cible et des minoritaires à défaut d'avoir pris en compte certains éléments relatifs, entre autres, à des contrats intra-

groupes conclus avec les initiateurs. L'actionnaire minoritaire forma un recours en annulation, qui fut rejeté par la cour d'appel, puis un pourvoi en cassation, qui n'eût pas meilleure fortune.

Le premier moyen invoquait donc une violation du droit à un recours de pleine juridiction découlant du droit à un procès équitable, en raison de l'absence de pouvoir de réformation des décisions attaquées par la juridiction de recours. L'analyse réalisée par le pourvoi sur la teneur du recours et l'étendue de la compétence du juge judiciaire, en vertu de l'article L. 621-30 du Code monétaire et financier, n'était d'abord pas totalement exacte. En qualifiant la cour d'appel de Paris de « juridiction de deuxième instance », qui, à ce titre, devait avoir la possibilité de réexaminer les faits et les preuves, le pourvoi analysait à tort le recours comme un appel, ce qu'il n'est pas⁵. En revanche, inexacte dans l'orbite du contentieux administratif, l'affirmation que le contrôle de la cour d'appel n'offrait aucune possibilité de réformation s'est trouvé avalisé de façon explicite par la Cour de cassation, sans que cela n'ait toutefois été décisif. Selon la Cour de cassation, c'est « à bon droit » que la cour d'appel a retenu que « quoique ne disposant que d'un pouvoir d'annulation et non de réformation de la décision déférée, elle avait été saisie dans le cadre d'un recours effectif et de plein contentieux présentant toutes les garanties prescrites ».

Simple obiter dictum, on peut regretter la présence de cette incise déniait tout pouvoir de réformation à la cour d'appel. En effet, tant en doctrine⁶, qu'en jurisprudence⁷, ainsi que l'avait pourtant énoncé à juste titre la cour d'appel dans les motifs critiqués par le pourvoi, le recours est analysé comme un recours de « plein contentieux », distinct du recours en annulation par le pouvoir de réformation qu'il offre, au-delà de la seule vérification de la légalité interne et externe de l'acte⁸. Au fond, cet arrêt entretient une lassante ambiguïté sur l'étendue des pouvoirs associés à ce recours de plein contentieux si spécifique.

Mais, en toute hypothèse, la nature et l'étendue du recours d'après les nomenclatures internes étaient secondaires pour répondre à la question véritablement posée qu'était celle de leur correspondance avec le droit d'accès à un tribunal au sens de l'article 6§1 de la Convention européenne des droits de l'homme. S'appuyant sur la jurisprudence de la Cour de Strasbourg, la chambre commerciale juge que « l'exigence que le "tribunal" visé par l'article 6 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales dispose d'une "plénitude de juridiction" sera satisfaite si l'organe en question est doté de compétence d'une "étendue suffisante" ou exerce un "contrôle juridictionnel suffisant" pour traiter l'affaire en cause et que le rôle de l'article 6 n'est pas de garantir l'accès à un tribunal

1. Question classique, aux ramifications nombreuses, affrontée dès l'origine par la doctrine : P. Delvolvé, « La nature des recours devant la cour d'appel de Paris contre les actes des autorités boursières », *Bull. Joly Sociétés*, juin 1990, p. 499 ; A. Viandier, « Le modèle français de relation entre le juge et les autorités de marché », *Bull. Joly Bourse*, mai 1994, p. 249. La question a encore fait tout récemment l'objet d'une très riche mise en perspective : D. Schmidt, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », *Bull. Joly Bourse*, mars 2017, p. 117, BJB11615.

2. En ce sens, la démonstration devenue de référence, de P. Delvolvé, « La nature des recours devant la cour d'appel de Paris... », préc., n° 23 : « Si le juge du plein contentieux peut prendre des mesures qui relèveraient normalement de l'administration active, elles ne peuvent aller au-delà de celles que l'autorité administrative contrôlée aurait elle-même pu adopter. Le juge du plein contentieux peut annuler, réformer la décision attaquée, et lui substituer celle qui lui paraît convenable, mais ce ne peut être que dans les limites des pouvoirs de l'autorité dont la décision est contestée. »

3. Selon cette disposition, « l'emploi de la procédure simplifiée d'offre peut intervenir [...] : 2° Une offre émise par un actionnaire venant à détenir directement ou indirectement, seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, après acquisition la moitié au moins du capital et des droits de vote de la société visée. »

4. Décision AMF 31 mars 2015, Euro Disney SCA, n° 215C0380.

5. P. Delvolvé, « La nature des recours devant la cour d'appel de Paris... », préc., n° 11, soulignant tout spécialement au sujet des actes autres que répressifs qu'« il n'y a même plus à se demander si ces décisions pourraient constituer des jugements : elles ne répriment pas des comportements, elles ne tranchent pas des litiges. Elles contribuent à l'organisation, au contrôle, au fonctionnement de la Bourse. À ce titre, ce sont évidemment des actes administratifs. Les recours intentés contre eux ne sont donc pas non plus des appels. »

6. Ibid.

7. CA Paris 26 févr. 2002, n° 2001/13985, Ass. ADAM et autre c/ SCA Financière Pinault et al. : BJB, sept. 2002, p. 457, note T. Granier.

8. Pour un exposé de l'étendue actuelle du contrôle, D. Schmidt, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », préc.

qui pourrait substituer son propre avis à celui des autorités administratives ». Or, indépendamment d'un quelconque pouvoir de réformation, c'est la superposition d'un contrôle juridictionnel à l'étendue des pouvoirs du régulateur qui permet d'apprécier le respect de l'exigence d'accès à un tribunal doté d'une plénitude de juridiction.

S'appuyant sur diverses dispositions du RG AMF (dont l'article 234-6 habilitant l'AMF à demander ou autoriser une modification du prix en cas de changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du changement de ses titres) et l'article L.433-3 du Code monétaire et financier, le pourvoi énonçait en substance que les contrats conclus entre la cible et les sociétés initiatrices – un contrat de licence et un contrat de développement –, en ce qu'ils conduisaient à une minoration artificielle du prix de l'offre, renaient effectivement dans le périmètre du contrôle du collège. Par application d'un principe traditionnel de délimitation de compétence de la juridiction de recours, comme du régulateur qui l'avait d'ailleurs énoncé dans sa décision de conformité⁹, la chambre commerciale rejette le pourvoi en jugeant qu'« il n'entre pas dans la mission de l'AMF, ni ne relève de la compétence de la cour d'appel statuant sur les recours formés contre ses décisions, de se prononcer sur les violations éventuelles d'obligations dont les sanctions de droit privé n'entrent pas dans les mesures que l'autorité de marché est habilitée à prendre »¹⁰, de sorte que, borné à un contrôle de

pertinence et de cohérence des méthodes et critères d'évaluation utilisés, la décision de conformité ne s'étendait pas au contrôle de la convention sous l'angle des règles applicables aux conventions réglementées, figurant à l'article L. 226-10 du Code de commerce. Mais au fond, le rappel du principe n'était pas tant déterminant que la souveraineté reconnue aux juges du fond par la Cour de cassation au regard du respect des principes propres au droit des offres publiques. Face à des contrats porteurs d'un risque de conflit d'intérêts, on ne pourra alors que partager le regret formulé par un auteur, que ne figure nulle prise en compte de l'intérêt social dans la loi, en droit des offres publiques¹¹. Que la logique de marché ne soit pas celle du droit des sociétés est une chose mais la séparation étanche entre conflits d'intérêts et conformité de l'offre semble bien dogmatique lorsque sont en cause des cas d'offre publique obligatoire face auxquels le régulateur est amené à réaliser un contrôle d'équité du prix¹². ■

9. Décision AMF 31 mars 2015, préc., p. 3.

10. Sur les origines et la signification de ce principe, P. Delvolvé, « La nature des recours

devant la cour d'appel de Paris... », préc., n° 31, évoquant la transposition en droit judiciaire privé de l'exception de recours parallèle. Égal., à ce sujet, D. Schmidt, « L'office du juge en droit des OPA et des abus de marché », préc.

11. *Ibid.*, note 54, observant que cette prise en compte ne figure qu'à l'article 231-7, renvoyant ainsi, du fait de la limitation des compétences du régulateur et de la juridiction de recours, aux seuls organes sociaux la garantie de son respect.

12. La situation est, à l'évidence, tout à fait différente s'agissant d'offres publiques volontaires, ainsi que cela a tout récemment été démontré avec acuité : A. Gaudemet, « Non-conformité du projet d'OPE d'Altice sur SFR : quatre questions connues et moins connues », *Bull. Joly Bourse*, janv. 2017, p. 21, BJB116n3.

■ RÉGLEMENTATION

Position-Recommandation AMF complétant la Position 2013-02 sur le recueil des informations relatives à la connaissance du client.

Commentaire de Frida Mekoui

Les questions soulevées par la digitalisation des services trouvent pleinement échos s'agissant du monde financier, comme en atteste cette position-recommandation de l'AMF publiée le 18 juillet dernier. Cette doctrine de l'AMF vient compléter une position-recommandation¹ plus ancienne concernant le recueil des informations sur les clients dans le cadre de l'évaluation du caractère approprié ou adéquat. Pour mémoire, les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille pour compte de tiers² exigent, au préalable, une analyse des connaissances et de l'expérience du client, de sa situation financière ainsi que de ses objectifs d'investissement. L'objectif étant de ne po-

poser aux clients que des services et instruments adaptés à leur profil. Ces évaluations impliquent que les prestataires de services d'investissement recueillent un certain nombre d'informations sur le client pour définir son profil.

La position-recommandation AMF commentée vient préciser les points d'attention et spécificités de la détermination du profil du client lorsqu'une partie du processus se fait par voie digitale sans qu'il n'y ait, à ce moment, d'interaction humaine. L'objectif étant ici de pallier les risques liés à l'absence de contact entre le distributeur et le client.

Cette doctrine de l'AMF concerne tant la phase du recueil d'informations auprès du client que le traitement de ces données qui permettront l'émergence d'une recommandation portant sur des instruments financiers ou une allocation d'actifs ainsi que le dispositif de contrôle interne mis en place.

Concernant la phase du recueil d'information, les positions et recommandations de l'AMF tendent notamment à s'assurer que le client réponde complètement et sincèrement aux questionnaires en ligne. Cela passe pour l'AMF, par la sensibilisation du client à l'objectif du questionnaire. Il doit donc être pleinement informé que ces questions sont posées dans son intérêt afin de ne sélectionner que des instruments/services qui seront adaptés à son profil. Le prestataire devra ainsi obtenir l'engagement du client sur la sincérité de ses réponses.

1. Position AMF relative au recueil des informations relatives à la connaissance du client – DOC-2013-02

2. Les autres services d'investissement requièrent la vérification de la connaissance et de l'expérience du client quant au produit ou service offert.

Au-delà de l'engagement du client, le dispositif utilisé doit permettre au prestataire de faire des contrôles de cohérence des données saisies ou recueillies par d'autres voies. C'est un point qui figure déjà dans la position AMF 2013-02, mais avec une précision qui à toute son importance puisque cette dernière ne vise que les incohérences manifestes.

Les questions posées doivent être claires et ne laisser aucune place à l'interprétation. À cet égard, le prestataire doit donner la possibilité au client d'ouvrir des fenêtres d'information ou de joindre un conseiller (par tous moyens) pour clarifier la finalité des questions posées.

Toujours dans un objectif d'informations exactes, après la collecte de l'information et avant le traitement des réponses du client, le prestataire doit en présenter une synthèse et obtenir la validation du client sur cette synthèse, en lui donnant la possibilité de revoir ses réponses. Ici l'AMF met en exergue que l'utilisation du digital permet une mise à jour plus régulière des données du client.

La conservation de ces données doit être sécurisée de façon à pallier tout risque de cyber-attaque et d'une façon générale à assurer la pérennité du stockage. L'objectif est également de limiter le risque d'usurpation d'identité. Une attention particulière, à cet égard, doit être portée aux tiers partenaires qui interviennent dans le cadre de la prestation de service (notamment en cas de sous-traitance pour le « stockage » de l'information).

Concernant le traitement des données relatives au client, la position de l'AMF tend à s'assurer que les systèmes de pondération des réponses des clients destinés à établir leur profil soient clairement justifiés. Ces systèmes favoriseraient l'utilisation de profils standard, lesquels paraissent associés à un risque de généralisation de recommandations non adaptées. Concernant le contrôle interne, le prestataire doit être en mesure de vérifier dans le cadre du dispositif de contrôle interne la cohérence des services et produits proposés au client au vu de son profil. Le dispositif de contrôle interne doit notamment comprendre (i) des alertes en cas de modifications des données du client à son initiative sans qu'un événement le justifie.

Enfin, l'AMF met en exergue le risque de réputation relatif aux erreurs répétées liées à l'algorithme utilisé. Ce risque particulièrement important dans le cadre de procédés digitalisés (compte tenu du nombre important de clients potentiellement concerné), doit être pris en compte dans la cartographie des risques de non-conformité. Cette position-recommandation qui sera applicable à partir du 3 janvier 2018, date d'entrée en application du paquet législatif MIF2, semble reprendre un certain nombre d'éléments figurant dans la consultation de l'AEMF relative à l'évaluation du caractère adéquat ouverte jusqu'au 13 octobre 2017. La marge de manœuvre, au niveau français, de cette consultation paraît, en conséquence, limitée sur ces aspects spécifiques ■

Décret n° 2017-1165 du 12 juillet 2017 tendant à favoriser le développement des émissions obligataires.

Commentaire de Frida Mekoui

Le décret du 12 juillet 2017 vient préciser l'ordonnance tendant à favoriser le développement des émissions obligataires. Pour mémoire cette ordonnance assouplit le régime du rachat d'obligations sans annulation pour les émetteurs ayant le statut

d'établissement de crédit ou d'entreprise d'investissement. Ces émetteurs peuvent dorénavant racheter, sans annuler, leurs propres obligations qu'elles soient ou non admises à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation organisé. Le plafond de détention des 15 % par émission ne s'applique plus aux obligations acquises dans le cadre d'opération de placement de ces émetteurs. En contrepartie, le décret d'application réduit à 60 jours le délai de détention des obligations (au lieu d'un an dans les autres cas). ■

Marchés d'instruments financiers – Transposition et adaptation du droit français à la directive et au règlement du 15 mai 2014 relatifs aux marchés financiers.

Commentaire de Frida Mekoui

Après la publication de l'ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers commentée dans une précédente chronique¹, qui transpose la majeure partie de la directive relative aux marchés financiers (directive MIF2), la France vient de compléter, cet été, son dispositif de transposition. Ont

ainsi été publiés une ordonnance², deux décrets³ et deux arrêtés⁴. La directive déléguée du 7 avril 2016 complétant la directive MIF 2 concernant la sauvegarde des instruments financiers et des fonds des clients, la gouvernance des produits et les incitations (*inducements*) a été transposée dans le Règlement général de l'AMF⁵. Ces textes feront l'objet d'un commentaire dans le cadre de la prochaine chronique. ■

1. Anne-Claire Rouaud, *Banque & Droit* n° 171.

2. Ordonnance du 22 juin 2017 relative au marché d'instrument financier et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille (SGP)
3. Décret du 9 août 2017 et du 6 septembre 2017 relatifs aux marchés d'instruments financiers et à la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement.
4. Un arrêté du 6 septembre 2017 « concernant la séparation du régime juridique des sociétés de gestion de portefeuille de celui des entreprises d'investissement » ; un arrêté du 6 septembre 2017 « relatif au cantonnement des fonds de la clientèle des entreprises d'investissement ».
5. Arrêté du 3 juillet 2017 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers.