

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur émérite  
Université Paris I



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**

Agrégée des facultés de  
droit  
Professeur  
Université Paris 1  
Panthéon-Sorbonne



**FRIDA MEKOUÏ**

Juriste financier à la DAJ  
Société Générale  
Chargée d'enseignement  
Université Paris XI



**PATRICK BARBAN**

Agrégé des facultés de droit  
Professeur  
Université Le Havre-Normandie

Avec la collaboration D'EMMANUEL JOUFFIN, Docteur en droit, Responsable juridique de banque

### ■ JURISPRUDENCE

#### Précisions sur l'intermédiation en biens divers

**L'AMF condamne lourdement deux intermédiaires d'opérations sur biens divers pour divers manquements. La décision, par l'application extensive qu'elle fait du régime des intermédiaires en biens divers, est au diapason des évolutions législatives récentes en la matière**

AMF, Commission des sanctions, décision du 13 novembre 2018 (SAN-2018-15).

Commentaire de Patrick Barban

Que peut-il y avoir de commun entre des chevaux de courses, des œuvres d'art ou de la production d'électricité ? C'est toute la difficulté du régime des intermédiaires en biens communs qui consiste à réunir sous une qualification unique des biens hétérogènes, dès lors qu'ils servent de support à une opération présentant les caractéristiques d'un placement<sup>1</sup>. La perspective offerte d'un rendement ou d'une plus-value transcende leur nature originelle pour les transformer en produits d'investissement soumis, en tant que tels, au contrôle du régulateur. Ces produits de placement atypiques entraînent ainsi une « confusion

avec les produits financiers »<sup>2</sup>. C'est pourquoi les art. L. 550-1 et suivants du CMF instituent un contrôle de ces opérations par l'AMF<sup>3</sup>.

Depuis sa création en 1983, l'intermédiation en biens divers a connu un essor considérable à la fois dans son champ d'application que dans son régime<sup>4</sup>. Son extension continue hors du champ « naturel » du contrôle de l'AMF préfigure en outre le futur de la régulation financière, confrontée à de nouvelles pratiques en matière de produits d'investissement hors normes, comme les ICO. La décision commentée du 13 novembre 2018 de la Commission des sanctions de l'AMF vient apporter une pierre à l'édifice par une lecture particulièrement extensive des dispositions précitées dont il convient de faire une synthèse préalable.

**1. L'intermédiation en biens divers dans les textes.** L'intermédiation en biens divers est un outil placé entre les mains de l'AMF pour contrôler les opérations de nature spéculative qui n'ont pas lieu sur un marché financier ou ne portent pas sur un instrument financier au sens de l'art. L. 211-1 du CMF. Ces opérations reposent alors sur des « biens divers ». L'art. L. 550-1 du CMF prévoit deux types d'opérations qu'on nomme « biens divers I » et « biens divers II » en pratique. La première catégorie est aujourd'hui

1. Ont été contrôlées à titre d'exemple des opérations portant sur des œuvres d'art, des manuscrits, du vin (AMF, rapport annuel pour 2012, p. 5), voire du matériel photovoltaïque de production d'électricité (AMF CDS, 23 juillet 2013, SAN-2013-17).

2. AMF, Stratégie 2013-2016, p. 25.

3. Les textes vont être déplacés aux art. L. 551-1 et suivants du CMF dans le projet de loi PACTE, déposé le 19 juin 2018, A.N. Dossier n° 1088.

4. Le régime résulte d'une loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne, remanié en 1985 (loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985).

prévue à l'art. L. 550-1, I du CMF et existe depuis 1983. Il s'agit d'une opération portant soit sur la souscription de rentes viagères, soit sur l'acquisition de droits portant sur des meubles ou des immeubles, peu important leur nature. Dans ce dernier cas, il faut que cette acquisition ait les caractéristiques d'un produit financier, ce qui est le cas dans deux hypothèses alternatives : soit l'acquéreur ne conserve pas la gestion du bien, soit l'acquéreur dispose d'une possibilité de reprise ou d'échange et d'une valorisation du capital investi, c'est-à-dire qu'il peut réaliser une plus-value, en substance. Dès lors, trois catégories de personnes sont qualifiées d'intermédiaires en biens divers : 1) toute personne qui, directement ou indirectement, par voie de communication à caractère promotionnel ou de démarchage, propose l'opération à titre habituel à un ou plusieurs clients ou clients potentiels ; 2) toute personne qui recueille des fonds pour l'opération ; 3) toute personne qui assure la gestion desdits biens.

Les opérations sur « biens divers II » résultent de la loi du 17 mars 2014<sup>5</sup> : un intermédiaire pour de tels biens est, au titre du II de l'art. L. 550-1 du CMF, toute personne « qui propose à un ou plusieurs clients ou clients potentiels d'acquiescer des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire ». On perçoit bien ici que, de manière générale, toute transformation d'une opération sur biens en placement financier, par l'idée de finalité spéculative, attire l'opération sous le contrôle du régulateur. Cette dernière disposition a été ajoutée afin de pallier la relative simplicité qu'avaient les opérateurs d'écarter l'application de la loi<sup>6</sup>. Par ailleurs, si le contrôle institué en 2014 pour ces derniers était simplement *a posteriori*, il a été partiellement aligné sur celui des intermédiaires en « biens divers I » depuis la loi dite « Sapin 2 »<sup>7</sup>, puisque les deux catégories d'intermédiaires doivent désormais, préalablement aux opérations, enregistrer un document d'information<sup>8</sup> et leurs documents contractuels<sup>9</sup>.

Les art. L. 550-1 et suivants du CMF obligent effectivement ces deux catégories d'intermédiaires à enregistrer au préalable ces documents ainsi qu'à respecter des règles liées à la promotion de leur offre puisque les communications promotionnelles doivent être : 1° clairement identifiables en tant que telles ; 2° présenter un contenu exact, clair et non trompeur ; 3° permettre raisonnablement de comprendre les risques afférents au placement<sup>10</sup>.

Par ailleurs, pour les seuls intermédiaires en « biens

divers I », des règles d'organisation<sup>11</sup>, de publication d'un rapport annuel<sup>12</sup> et de nomination d'un commissaire aux comptes sont imposées<sup>13</sup>. Ces exigences organisationnelles sont précisées aujourd'hui dans le règlement général de l'AMF<sup>14</sup> et par le biais d'une instruction AMF contenant des précisions et des fiches types de renseignement<sup>15</sup>. Néanmoins, les règles de l'AMF ne sont applicables que depuis 2017 puisqu'elles ont été élaborées après l'adoption de la loi Sapin 2.

On comprend ainsi qu'à l'inverse de professions faisant l'objet d'un agrément préalable ou d'un enregistrement formel, lesdits intermédiaires peuvent parfaitement considérer ne pas avoir à déposer ces documents à l'AMF et ne pas avoir à respecter les prescriptions qui entourent ces opérations. En somme, l'activité ne relève pas d'un statut et, bien souvent, les opérateurs découvrent *a posteriori* qu'ils ont enfreint les dispositions des art. L. 550-1 et suivants du CMF. Ces précisions permettent de comprendre la portée de la décision de la Commission des sanctions visant la société Signatures et son dirigeant, puisqu'elle interprète certaines notions issues du CMF pour étendre la portée de son contrôle, tout en précisant utilement certaines règles quant aux communications promotionnelles diffusées et leur conformité à l'opération réalisée : toute exagération ou approximation est alors condamnable, conformément aux principes du droit financier.

**2. L'opération litigieuse.** La décision de la Commission des sanctions du 13 novembre 2018 vise ainsi les opérations réalisées par la société Signatures. Cette dernière proposait à des clients, au travers d'un réseau de conseillers en gestion de patrimoine et de conseillers en investissement financier, l'acquisition de lettres, manuscrits, autographes et photographies, dans une optique d'investissement. Ce réseau, mis en place par le dirigeant de la société, s'appuyait notamment sur des brochures présentant le marché de l'art ainsi que l'offre de Signatures. En cas d'accord, Signatures acquiescrait les œuvres pour le compte des clients à hauteur des sommes versées et leur remettait la collection au plus tard 90 jours après le contrat, à moins que ces derniers n'aient opté pour une garde du bien. Dans ce dernier cas, la société s'engageait à valoriser la collection par des animations culturelles auprès de tiers. Cette option était choisie de manière quasi-systématique<sup>16</sup>. Enfin, jusqu'en 2015, une promesse de vente était consentie par Signatures à ses clients pour leur permettre de revendre le bien. Cette promesse incitait fortement les clients à confier la garde

5. Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation, dite « loi Hamon » ; sur l'influence de cette loi sur l'intermédiation en biens divers : J.-J. Daigre, *Banque et Droit* n° 155, mai-juin 2014, p. 45. H. Bouthinon-Dumas, *BJB* 2014, 253.

6. M. Storck, *RTD com.* 2017, 401.

7. Depuis la loi relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique dite « Sapin 2 » du 9 décembre 2016. Sur la genèse du texte et le régime en résultant : J.-J. Daigre, « Des biens divers régulés », *Banque et Droit* n° 171, janv.-févr. 2017, p. 8 ; M. Storck, *Comm. préc.* ; H. Bouthinon-Dumas, *BJB* 2017, 352.

8. Le document doit contenir toutes les informations utiles aux clients et présenter non seulement la nature et l'objet de l'opération mais aussi donner l'identité de l'auteur et des personnes chargées de la gestion : art. R. 550-1 du CMF.

9. Art. L. 550-3 du CMF.

10. Art. L. 550-1, III, du CMF.

11. Art. L. 550-2 du CMF imposant, pour les personnes qui recueillent les fonds ou le produit des placements, l'obligation d'adopter la forme d'une société par actions d'un capital libéré d'au moins 37 000 euros.

12. Art. L. 550-4 du CMF et R. 550-2 du CMF : le rapport contient notamment les comptes du gestionnaire, un inventaire des biens et l'état des sommes perçues.

13. Art. L. 550-5 du CMF et R. 550-3 du CMF.

14. Art. 441-1 à 441-3 du RG AMF : les dispositions portent sur les garanties à apporter à l'opération, les qualités que doivent avoir les initiateurs de l'opération, des règles d'organisations et de recours à des experts indépendants ainsi que l'obligation de fournir tout projet de communication à caractère promotionnel avant sa diffusion dans le public.

15. Instruction DOC-2017-06 : sur cette instruction, v. M. Storck, *comm. préc.* ; H. Bouthinon-Dumas, *BJB* 2017, 352.

16. Page 7.

des collections à signatures pendant un certain nombre d'années puisque le prix de revente était alors majoré de 7,5 % par an si la garde avait été confiée au moins cinq années. Des commissions diverses étaient par ailleurs stipulées à hauteur de 5 % par an. La société est ainsi parvenue à lever près de 25 millions d'euros auprès de 650 clients, avant d'être placée en procédure de sauvegarde en janvier 2018.

On peut dégager trois enseignements de cette décision. Tout d'abord, l'AMF interprète la notion de gestion visée à l'art. L. 550-1 du CMF d'un point de vue économique. Elle qualifie, ensuite, la notion de communication à caractère promotionnel visée par le même article et précise bien qu'il s'agit d'une communication ayant pour finalité la présentation de l'offre. Elle opère enfin un contrôle du contenu des communications à caractère promotionnel, notamment quant à leur contenu exact, clair et non trompeur, exigence posée au III de l'art. L. 550-1 du CMF.

Si la décision est factuelle, elle permet néanmoins de dégager des principes juridiques et, surtout, un mouvement en faveur d'une maximisation du champ d'application de ces dispositions.

Relevons à titre liminaire que l'AMF balaye l'argument selon lequel elle s'était jugée incompétente dans une affaire similaire, visant la société Aristophil<sup>17</sup>. Dès lors, la Commission devait qualifier l'opération puis vérifier si les obligations pesant sur les intermédiaires en biens divers étaient remplies<sup>18</sup>.

**3. La qualification de gestion de biens divers.** Pour qualifier l'opération, la Commission s'est focalisée sur la gestion des droits acquis par les clients. Elle aurait pu aussi s'intéresser à la faculté de reprise ou d'échange car il ne fait nul doute que la promesse de vente stipulée au profit des clients constituait une faculté de reprise de l'investissement. En effet, la Commission a eu l'occasion de préciser qu'une telle faculté prenait la forme d'un engagement contractuel de rachat permettant de « sortir de son investissement »<sup>19</sup>, ce qui était clairement le cas en l'espèce puisque les clients pouvaient toujours espérer trouver un vendeur. Néanmoins, le régulateur ne s'est pas focalisé sur cette condition qui était superfétatoire dès lors qu'une gestion des droits existait. Elle était en outre limitée dans le temps puisqu'elle a disparu en 2015, à l'inverse de la gestion qui a duré tout le temps de l'opération.

Dès lors, afin de caractériser la gestion, la Commission énumère les prestations offertes par le gestionnaire des droits puisque ce dernier, outre la conservation des droits sur les biens<sup>20</sup>, proposait différentes prestations liées à la valorisation des biens. Signatures procédait ainsi successivement à une expertise pour la valorisation des œuvres d'art lors de l'achat afin de pouvoir employer au mieux les fonds versés. Elle promettait, en outre, une valori-

sation des biens en cas de garde et proposait enfin des prestations de conseil pour la revente des collections aux tiers<sup>21</sup>. L'objectif était bien de gérer les œuvres en vue de maximiser leur valeur pour permettre, à terme, une plus-value lors de la revente.

En visant ainsi un panel d'activités, la Commission fournit une énumération précieuse. Elle ne semble pas procéder par technique de faisceau d'indices, si bien que l'exercice d'une seule prestation de valorisation devrait, à notre sens, suffire à qualifier la gestion. Surtout, le régulateur opère une qualification économique des opérations sans s'arrêter aux dénominations juridiques. Il importe ainsi peu que les mis en cause n'aient pas été en relation directe avec les clients, dès lors qu'ils l'étaient par l'intermédiaire d'un réseau de conseillers<sup>22</sup>. De même, le fait que la garde puisse être résiliée à tout moment ou qu'il n'y ait pas eu de contrat de mandat conclu est indifférent<sup>23</sup>. En somme, c'est le résultat économique qui prévaut dans cette analyse. Cette méthode d'analyse est parfaitement conforme à la jurisprudence du Conseil d'État qui a jugé, dans son arrêt du 27 juillet 2016, que « sont sans incidence [...], d'une part, la circonstance que ni les statuts de la société, ni les contrats proposés aux investisseurs ne retenaient une telle qualification juridique, d'autre part, la faculté laissée au client manifestant une telle volonté de conserver tout ou partie des œuvres d'art acquises pour son compte par la société »<sup>24</sup>.

Cette jurisprudence permet au régulateur d'éviter tous les débats relatifs aux techniques contractuelles mises en œuvre pour ne s'intéresser qu'à la finalité de l'opération, à savoir la transformation d'une opération sur biens autres que des instruments financiers en opération spéculative. Soyons néanmoins étonnés que la Commission ait cru bon de relever que la garde optionnelle était choisie par 95 % des clients, alors qu'en se fondant sur la décision du Conseil d'État elle pouvait écarter l'argument directement, sans procéder à une analyse sur le nombre de clients ayant choisi cette option.

Dès lors, toute conservation d'un bien en vue de sa valorisation doit permettre de caractériser la gestion. Seule une conservation comme dépositaire au sens du droit des contrats peut permettre d'écarter celle-ci. La gestion étant caractérisée, Signatures en tant que gestionnaire est, de par ce seul fait, qualifié d'intermédiaire en biens divers. La société reçoit aussi cette qualification en ce qu'elle a proposé aux clients l'opération par le biais d'une communication à caractère promotionnel.

**4. Qualification de communication à caractère promotionnel.** Le deuxième apport de la décision porte sur la qualification de communication à caractère professionnel. Sur ce point, le régulateur s'appuie sur la finalité du document promotionnel qui consiste à permettre une

17. Page 4. Le communiqué de presse dans cette affaire est daté du 26 novembre 2014.

18. On peut relever aussi un autre argument de la défense qui semble faire feu de tout bois puisqu'elle invoquait le fait que la propriété d'un bien ne constituait pas un « droit sur un bien » (page 6). Argument vain puisque le droit de propriété constitue la quintessence des droits réels !

19. AMF CDS, 24 juill. 2013, SAN-2013-17.

20. Qui nous semble un prérequis car on ne voit pas comment gérer des droits ou des biens que l'on ne détient pas.

21. Page 7.

22. Du reste, la commission n'hésite pas à sanctionner les membres de ces réseaux s'ils participent aux opérations sur biens divers, quand bien même ne seraient-ils pas liés à l'opérateur principal. Ont ainsi été sanctionnés des agents commerciaux, conseillers et SCP d'huissiers de justice : AMF CDS, 7 avril 2014, SAN-2014-02.

23. Page 7.

24. CE 27 juillet 2016, n° 381019 : S. Coester, « Notion d'intermédiaire en biens divers : le Conseil d'État valide la politique répressive du régulateur », BJB oct. 2016, n° 116fg, p. 403.

mise en relation entre les opérateurs de l'offre et les clients potentiels. La brochure éditée par Signatures et intitulée « L'art investit le patrimoine » pouvait ainsi paraître simplement informative. Elle contenait néanmoins, outre une présentation du marché de l'art, une description de l'offre de Signatures et la possibilité d'entrer en relation avec elle. Dès lors, la société Signatures, en éditant cette brochure documentaire, a proposé directement par voie de communication à caractère promotionnel une opération en biens divers<sup>25</sup>. De même, son dirigeant, en tant que concepteur de l'offre et organisateur du réseau de conseillers, a également procédé à une telle proposition à l'égard des clients potentiels<sup>26</sup>. Conformément à l'art. L. 550-1, I du CMF qui vise toute opération réalisée directement ou indirectement, le fait que les mis en cause n'aient pas été en relation directe avec les clients est sans importance dès lors qu'ils ont en amont préparé la diffusion de la communication, soit en l'éditant, soit en mettant en place le réseau.

On relèvera deux points. D'une part, le critère de l'habitude qui caractérise l'opération semble être rempli dès lors que l'opération a été répétée un petit nombre de fois. En l'espèce il s'agit de cinq clients mais, dès lors qu'il y a deux clients au moins, la solution devrait être identique. D'autre part, le dirigeant avait argué qu'il devait ne pas être responsable puisqu'il avait agi dans le cadre de ses fonctions. Il invoquait la règle de la faute détachable des fonctions qui existe en droit des sociétés en matière de responsabilité civile du dirigeant<sup>27</sup>. Un tel argument était difficilement transposable à la matière répressive d'autant plus qu'en matière pénale, la responsabilité pénale est étendue aux membres des organes sociaux. Soulignons ici que l'art. 121-2 du Code pénal prévoit que « la responsabilité pénale des personnes morales n'exclut pas celle des personnes physiques auteurs ou complices des mêmes faits ». Le rejet de cet argument était certain<sup>28</sup> : en matière de réseau, la commission a adopté une politique répressive maximaliste, n'hésitant pas à condamner dans une affaire, outre les gestionnaires, toutes les personnes ayant participé aux opérations de commercialisation et une SCP d'huissiers de justice ayant recueilli les fonds nécessaires à l'opération<sup>29</sup>.

##### 5. Devoirs relatifs au contenu de la communication.

Dès lors que leur qualité d'intermédiaires en biens divers était reconnue, il convenait de vérifier si Signatures et son dirigeant avaient respecté les devoirs qui en découlent. Une réponse négative apparaissait évidente puisque la qualité d'intermédiaires suppose de communiquer les documents auprès de l'AMF préalablement à l'opération. Ainsi, les deux protagonistes ont été condamnés au titre de divers manquements constitués automatiquement<sup>30</sup>.

C'est néanmoins sur la question de la diffusion d'informations inexacts et trompeuses sanctionnée au titre du III de l'art. L. 550-1 du CMF que la Commission apporte des précisions importantes. Cette diffusion porte nécessairement sur la documentation à caractère promotionnel, ce dont il faut déduire qu'elle exclut la documentation contractuelle ou bien la documentation commerciale non adressée à des clients<sup>31</sup>. C'est donc sur la base du document promotionnel, ici la brochure « L'art investit le patrimoine », que le régulateur apprécie l'adéquation entre les informations fournies et la réalité de l'opération.

Sur ce point, trois inexactitudes entre l'opération et sa publicité sont relevées.

En premier lieu, l'expertise à l'achat était présentée comme fournie en interne ou « par des experts indépendants de renom ». Or, ces expertises ont toujours été réalisées par un salarié de la société. Le caractère trompeur est ainsi caractérisé car le but était de rassurer les clients par le recours à un tiers. On constate que le mensonge servait à conférer un vernis de respectabilité à l'opération. Sur ce point d'ailleurs, les opérations sur biens divers soumises au RG AMF doivent aujourd'hui recourir à un tiers expert<sup>32</sup>. On peut relever un enseignement complémentaire, bien que le grief ait été écarté en l'espèce. Il était en effet reproché aux mis en cause d'avoir procédé à des r) achats des œuvres à un prix inférieur au prix du marché, ce qui devait constituer une forme de commission occulte, l'expertise mentionnée dans la brochure devant permettre de masquer cette opération. Néanmoins, l'expertise présentée dans la brochure ne portait que sur l'authenticité des œuvres d'art et non pas sur leur évaluation. Le mensonge n'était donc pas constitué en l'espèce en l'absence de mention dans la communication promotionnelle<sup>33</sup>. Relevons qu'en pratique, le document d'information doit mentionner les frais de toute nature supportés par les clients, incluant les commissions<sup>34</sup>.

En deuxième lieu, la brochure indiquait qu'il existe une garantie bancaire couvrant le paiement des 7,5 % de rémunération dus aux clients en cas d'exercice de la promesse de vente, alors même qu'aucune garantie n'avait été conclue avec un établissement de crédit, si bien que les clients risquaient de perdre cette rémunération pourtant stipulée contractuellement.

Enfin, la valorisation des collections gardées par Signatures devait se faire par des animations culturelles dans « des lieux prestigieux » et « en collaboration avec des organismes et des institutions ». Celles-ci n'ont jamais eu lieu. Si Signatures a organisé dans sa librairie des expositions portant peut-être sur ces biens – la Commission précise l'ignorer ici – aucune exposition extérieure n'a été organisée<sup>35</sup>.

**6. Évolution prévisible de la régulation.** Le régulateur procède à une analyse économique de l'opération, afin de caractériser la gestion des droits sur les biens comme toute opération de valorisation portant sur des biens

25. Page 8.

26. Page 9.

27. Pour rappel : Cass. com. 20 mai 2003, n° 99-17092.

28. Page 9.

29. AMF CDS, 7 avril 2014, SAN-2014-02, décision précitée.

30. Pour les deux mis en cause : non-dépôt d'un document d'information et d'un contrat type prévu à l'art. L. 550-3 du CMF ; pour Signatures seule : absence du rapport prévu à l'art. L. 550-4 du CMF et absence de désignation d'un Commissaire aux comptes par décision de justice après avis de l'AMF conformément à l'art. L. 550-5 du CMF.

31. Page 11.

32. Art. 441-3 du RG AMF.

33. Page 12.

34. Art. R. 550-1 du CMF.

35. Page 13.

conservés. De même, la communication promotionnelle se caractérise par sa finalité de présentation de l'offre et de potentielle mise en relation des clients avec les intermédiaires. Un soin particulier est apporté dans l'analyse de ces communications pour vérifier leur adéquation à l'offre. On ne peut que recommander aux professionnels de se placer volontairement sous l'égide de l'AMF pour s'assurer de la conformité de leurs documents, les sanctions pouvant être drastiques. En l'espèce, Signatures a été condamnée à une sanction de 50 000 euros, certes faible, mais en conformité avec sa situation économique et sa procédure de sauvegarde. Ce sont surtout les interdictions d'exercer l'activité d'intermédiaire en biens divers pendant dix ans prononcées tant contre la société et son dirigeant qui démontrent la rigueur de la répression<sup>36</sup>.

En réalité, l'évolution du statut des intermédiaires en biens divers et l'application extensive qu'en donne l'AMF caractérisent une réalité : la finance ne se limite pas aux marchés financiers ou aux instruments financiers. Si ces derniers constituent l'objet principal de la régulation, la protection de l'épargne mentionnée à l'art. L. 621-1 du CMF nécessite de dépasser ces catégories. La finance se caractérise par autre chose : l'idée de spéculation et de rendement. L'opération en biens divers consiste à instrumentaliser des droits sur des biens non financiers pour les transformer en investissement spéculatif. C'est la possibilité de réaliser une plus-value ou un rendement qui caractérise l'opération, sur laquelle on vient greffer un élément marketing, comme l'idée de mécénat... Mais tout cela n'est que vernis : les clients recherchent avant tout la réalisation d'une plus-value. Ainsi, si l'instrument financier est avant tout un instrument spéculatif<sup>37</sup>, le bien divers est un bien quelconque qui est utilisé à des fins spéculatives, proposé sous forme de produit d'investissement. Il n'y a pas dès lors de différence économique notable entre un investissement

dans un produit financier classique et un investissement spéculatif portant sur des œuvres d'art ou des tulipes. Il apparaît dès lors normal d'encadrer les intermédiaires qui organisent, commercialisent et réalisent de telles opérations d'investissement, afin de s'assurer de la protection des épargnants, puisqu'il s'agit désormais d'épargne.

Ce mouvement n'est pas prêt de se tarir. Limitée aux biens, cette extension de la régulation ne va-t-elle pas s'étendre à tout type de droit, notamment aux droits à une prestation de service ? Le projet de loi PACTE visant à soumettre au visa de l'AMF certaines ICO<sup>38</sup> en est la première manifestation<sup>39</sup>. Rappelons que les ICO portent sur des jetons qui couvrent un vaste panel de biens et de services<sup>40</sup>. Un investisseur qui y souscrit cherche-t-il le bien/service ou bien un potentiel de plus-value lié au jeton ? Tout est, on le voit, question de finalité de l'opération. Il importe peu de qualifier ce que sont les jetons ou coins visés, dès lors qu'en réalité ils constituent un produit d'investissement.

En somme, qu'importe le flacon (du véhicule d'investissement), pourvu qu'on ait l'ivresse (du rendement). Tant que l'AMF contrôle le flacon... ■

AMF – COMMISSION DES SANCTIONS – BIENS DIVERS – INTERMÉDIAIRES EN BIENS DIVERS – PUBLICITÉ – COMMUNICATION PROMOTIONNELLE – DOCUMENT D'INFORMATION – INFORMATION TROMPEUSE.

36. Page 18.

37. Qui peut avoir d'autres fonctions comme une fonction de couverture par exemple.

38. Pour Initial Coins Offering : offre de jetons sur un dispositif d'enregistrement électronique partagé (Blockchain).

39. Le projet de loi PACTE précité prévoit un visa optionnel de l'AMF pour distinguer les ICO vertueuses des ICO dangereuses, un peu à l'image du label « titrisation » mis en place dans le droit de l'Union européenne : Règlement (UE) 2017/2402 du 12 déc. 2017 créant un cadre général pour la titrisation ainsi qu'un cadre spécifique pour les titrisations simples, transparentes et standardisées. Sur les ICO dans le projet de loi Pacte v. par ex. : X. Vamparys, *Banque et Droit* 2018, n° 4, p. 4 ; sur la titrisation : A.-C. Muller, *RDBF* 2018, n° 2, p. 61.

40. Le projet de loi PACTE précité définit le jeton dans le futur art. L. 552-2 du CMF (art. 26 du projet de loi) comme « tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits, pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien » ; adde C. Le Moign, « ICO françaises : un nouveau mode de financement », *Rapport AMF*, novembre 2018, part. point 1.2.

## Annulation sans renvoi d'une sanction AMF : clap de fin

**Lorsqu'une cour d'appel annule une décision de la Commission des sanctions de l'AMF sans évoquer le fond de l'affaire ni la renvoyer expressément à la Commission, la décision est définitivement anéantie et l'affaire ne peut être reprise.**

Cass. com. 24 octobre 2018, n° 16-15 008 (à paraître au Bulletin).

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La Cour de cassation juge que lorsqu'une cour d'appel a annulé une décision de la Commission des sanctions de l'AMF pour un vice qui ne porte pas atteinte à l'enquête et à l'instruction, l'affaire peut être reprise et

jugé au fond, soit par la cour elle-même, sur évocation, soit par la Commission des sanctions sur renvoi exprès de la cour d'appel, mais qu'à défaut de l'un ou de l'autre, la sanction est définitivement anéantie. Cette décision n'a pas qu'une importance pratique car, pour fonder sa solution, la Cour s'appuie sur les règles du Code de procédure civile, ce qui confère à sa décision une portée également théorique. En l'espèce, la Commission des sanctions de l'AMF avait omis de notifier aux parties poursuivies la désignation d'un nouveau membre appelé à statuer<sup>1</sup>, ce qui avait conduit à l'annulation de la décision par la cour d'appel de Paris, mais celle-ci n'avait ni renvoyé l'affaire à la Commission des sanctions pour une reprise d'ins-

1. AMF, Sanction, 16 février 2012 : *BJB* sept. 2012, n° 149, p. 359, note S. Dussart.

tance, ni ne l'avait évoquée devant elle<sup>2</sup>. La Commission des sanctions avait néanmoins cru pouvoir reprendre la procédure proprio motu (et sanctionner à nouveau les intéressés), processus qu'un nouvel arrêt de la cour d'appel de Paris avait ratifié<sup>3</sup>. La Cour de cassation annule ce second arrêt, estimant qu'à défaut d'avoir expressément renvoyé l'affaire à la Commission des sanctions ou de l'avoir évoquée, la décision d'annulation était définitive.

Sur quelles règles s'appuie la Cour de cassation pour justifier sa décision ? Sur les règles du Code de procédure civile, dont l'art. 561 dispose que « l'appel remet la chose jugée en question devant la juridiction d'appel pour qu'il soit à nouveau statué en fait et en droit ». On en déduit que la dévolution s'opérant pour le tout, la cour qui prononce l'annulation peut, soit évoquer devant elle le fond de l'affaire et le trancher, soit le renvoyer à la juridiction de première instance, mais à condition de le dire expressément, là étant le point essentiel dans la présente affaire. Ainsi que le relèvent les commentateurs<sup>4</sup> de la présente décision, c'est admettre que, en l'absence de texte spécial dans le Code monétaire et financier, certaines règles, mais non toutes<sup>5</sup>, gouvernant la procédure civile sont applicables à l'appel d'une décision de sanction de l'AMF. Ce qui n'est

pas d'une évidence absolue, car on pourrait être tenté, soit de se référer aux règles de la procédure pénale s'agissant d'une sanction à caractère répressif, soit plutôt de faire appel aux règles du contentieux administratif s'agissant d'une décision de nature administrative rendue par une instance qui n'est pas une juridiction au sens constitutionnel français<sup>6</sup>. La Chambre commerciale de la Cour de cassation avait jadis statué en ce dernier sens à propos d'une décision de la COB<sup>7</sup>, en appliquant le régime du recours de plein contentieux. Mais, en l'espèce, elle vire en faveur des règles de la procédure civile, comme elle l'a déjà fait pour des décisions de sanction de l'Autorité de la concurrence<sup>8</sup>. Pourquoi ? Peut-être parce qu'elle a décidé de privilégier le critère institutionnel – la cour d'appel relève de l'ordre judiciaire – sur le critère substantiel – il s'agit d'une procédure à caractère administratif. ■

AMF – COMMISSION DES SANCTIONS – DÉCISION DE SANCTION – ANNULATION PAR LA COUR D'APPEL – ABSENCE D'ÉVOCACTION ET DE RENVOI EXPRÈS – ANNULATION DÉFINITIVE.

2. CA Paris 24 octobre 2013 : BJB 2013, p. 571, note J.-J. Daigre.

3. CA Paris 24 mars 2016, n° 14/24742.

4. D. Schmidt, « Commission des sanctions de l'AMF : effet dévolutif du recours et autorité de la chose jugée » : D. 2018, 24 01, P. Pailler, « Précisions concernant le rôle de la CA Paris saisie d'un recours contre une décision de sanction de l'AMF » : RDBF nov-déc. 2018, n° 6, p. 54, 174. E. Vabres : D. des sociétés janv. 2019, comm. 11.

5. Cass. com. 29 janvier 2018, n° 07-12945 ; D. des sociétés 2008, comm. 133, note Th. Bonneau ; BJB mars-avril 2008, p. 121, notre F.-L. Simon.

6. CE 4 février 2005, n° 26-9001 : Lebon, 28 ; D. 2005, AJ 717, obs A. Lienhard ; D. 2005, 2601, obs Y. Reinhard et S. Thomasset-Pierre ; RTDCom 2005, 384, obs N. Rontchevsky.

7. Cass. com. 23 juin 2004, n° 02-17936 : Rev. soc. 2005, p. 422, note J.-J. Daigre. Voir P. Delvolvé, « La nature des recours devant la cour d'appel de Paris contre les actes des autorités boursières », BJS 1990, p. 499 ; du même auteur : « La cour d'appel de Paris, juridiction administrative », in *Etudes offertes à J.-M. Auby*, Dalloz, 1992, p. 47. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Economica, n° 299. Th. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouault, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, Domat, n° 153. A. Couret et H. Le Nabasque et autres auteurs, *Droit financier*, Dalloz, 2<sup>e</sup> éd., n° 330.

8. Cass. com. 27 septembre 2005, n° 04-16677 : BC IV, n° 181 ; D. 2005, p. 2590, Note E. Chevrier ; Cass. com. 31 janvier 2006, n° 04-20360 ; Cass. com. 22 nov. 2016, n° 14-28224 et 14-28862.

## Abus de marché : le maintien du dispositif national de sanction des dirigeants en matière de diffusion d'informations privilégiées

**Les dispositions de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF permet de sanctionner les dirigeants pour défaut de publication d'une information privilégiée, y compris dans le cadre de l'application du règlement européen relatif aux abus de marché.**

Com. 14 novembre 2018, n° 16-22.845 (F+P+B).

Commentaire de Frida Mekoui

Cet arrêt intéressant donne des précisions importantes quant à la mise en œuvre du règlement européen Abus de marché<sup>1</sup>, applicable depuis le 3 juillet 2016.

Plus précisément, il s'agissait de savoir si les dispositions purement nationales de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF, qui permettent de sanctionner les diri-

geants d'une personne morale lorsque cette dernière n'a pas respecté ses obligations en matière de publication d'information privilégiée, était contraire au règlement abus de de marché.

En tout cas c'est ce que tentait de faire valoir le président directeur général d'une société qui, au même titre que la société pour laquelle il œuvrait, s'était vu sanctionné pécuniairement par la Commission des sanctions de l'AMF, en 2015, pour avoir manqué à son obligation de communiquer dès que possible une information privilégiée. En effet, alors que ses titres venaient depuis d'être introduits sur le marché d'Alternext (aujourd'hui Euronext Growth), la société émettrice avait attendu la publication de l'information périodique avant de rendre publique l'information sur les conséquences de pertes d'exploitation significatives déjà mises en exergue quelques mois plus tôt dans l'arrêté des comptes.

On relèvera pour mémoire que le dispositif des abus de marché transposant la directive 2003/6/CE était déjà applicable à l'époque des faits à l'émetteur dont les titres étaient admis sur Alternext, en raison de son statut de système multilatéral de négociation organisé (SMNO). En effet, alors que la directive abus de marché ne s'appliquait qu'aux titres admis à la négociation sur un marché réglementé, la France avait institué un statut spécifique de système multilatéral de négociation lorsque ceux-ci,

1. Règlement UE n° 596/2014 du Parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 relatif aux abus de marché

entre autres, se soumettaient volontairement au régime des abus de marché. Ils étaient alors qualifiés de SMNO. Le règlement européen abus de marché a réduit l'intérêt de ce statut en ce que ses dispositions sont en tout état de cause applicables à toutes les plate-formes de négociation (y compris les systèmes multilatéraux de négociation).

Après que la cour d'appel de Paris ait confirmé la décision de la Commission des sanctions de l'AMF, le 30 juin 2016, le dirigeant s'est pourvu en cassation sur le fondement du principe de rétroactivité de la loi la plus douce, considérant que le règlement abus de marché, entré en application quelques jours plus tard, ne permettait pas, en l'absence de disposition spécifique en la matière, de sanctionner le dirigeant de l'émetteur en raison du défaut de publication de l'information privilégiée dès que possible. Pour ce faire, il fallait également établir que les dispositions de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF qui prévoyaient la co-responsabilité de l'émetteur et de ses dirigeants en la matière ne pouvaient recevoir application en ce qu'elles étaient contraires audit règlement européen.

S'il est vrai que l'article 17 du règlement abus de marché met uniquement l'obligation de publication de l'information privilégiée à la charge de l'émetteur, la Cour de cassation écarte l'argument du dirigeant et confirme la pleine applicabilité de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF. Elle considère, en effet, que l'article 30 du règlement Abus de marché permet aux Etats membres de prévoir des mesures supplémentaires : « Mais attendu que si les dispositions de l'article 17 du règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché ne prévoient pas la responsabilité du dirigeant, personne physique, d'une personne morale lorsque celle-ci a méconnu ses obligations de publication d'informations privilégiées, il résulte de l'article 30 du même règlement que ces dispositions ne constituent que les mesures minimales que les Etats membres doivent mettre en place pour faire en sorte que, conformément au droit national, les autorités compétentes aient le pouvoir de prendre les sanctions administratives et autres mesures administratives appropriées pour faire respecter les règles de fonctionnement du

marché ; qu'il en résulte que ne sont pas contraires au règlement susvisé et sont donc toujours applicables les dispositions de l'article 221-1 du règlement général de l'AMF qui permettent de sanctionner les dirigeants d'une personne morale lorsque cette dernière n'a pas respecté ses obligations en matière de publication d'informations privilégiées. »

Comme le souligne un auteur<sup>2</sup>, l'interprétation de la Cour de cassation de l'article 30 du règlement délégué est discutable. Il ne paraît pas évident qu'une disposition relative à l'existence et à la mise en œuvre de mesures de sanctions administratives puisse permettre d'étendre les personnes débitrices de l'obligation sanctionnée. En effet, l'objectif de cette disposition est de garantir le principe même de l'existence d'un pouvoir de sanction en cas de violation des obligations déterminées préalablement. Est-ce à dire qu'il pourrait en être déduit que les obligations en elles-mêmes peuvent être étendues par les Etats membres ? Rien n'est moins sûr.

On notera au demeurant que ledit article 221-1 rend le dirigeant débiteur des obligations du titre II, livre II du règlement général de l'AMF. Or, le titre en question concerne principalement les modalités de publication de l'information et non le principe de l'obligation de publication de l'information privilégiée, lequel est dorénavant prévu par le règlement abus de marché, de sorte que l'application de l'article 221-1 en la matière paraît incertaine, y compris en retenant l'interprétation de l'article 30 de la Cour de cassation.

Néanmoins, on comprend aisément les raisons de l'interprétation retenue par la Cour de cassation. La responsabilisation des dirigeants en la matière paraît, effectivement, nécessaire pour assurer le caractère dissuasif du dispositif répressif. ■

MANQUEMENT RELATIF À LA DIFFUSION D'UNE INFORMATION PRIVILÉGIÉE  
– RÈGLEMENT ABUS DE MARCHÉ – IMPUTABILITÉ AU DIRIGEANT.

2. Thierry Bonneau à propos de l'arrêt, *Semaine juridique entreprises et affaires* n° 51, 20 décembre 2018.

## Coopération internationale et droits de la défense

**La régularité des actes accomplis par un homologue étranger, à la demande de l'AMF, dans le cadre d'une demande d'assistance, en vertu de l'accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations conclu sous l'égide de l'OICV, doit être appréciée au regard des règles de procédure de l'autorité saisie.**

Cass. com. 14 novembre 2018, n° 17-12.980.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Comment concilier les impératifs d'efficacité de la coopération internationale en matière de répression des abus de marché et de protection des droits de la

défense ? Alors que quatre-vingt pourcents des enquêtes menées par l'Autorité des marchés financiers (AMF) en matière d'abus de marché présentent un volet international et que l'autorité française a adressé au cours de l'année 2017 plus de 400 requêtes d'assistance à des régulateurs étrangers – et en a reçu elle-même plus de 200<sup>1</sup> –, les disparités entre les règles nationales gouvernant les investigations des autorités de surveillance sont de nature à alimenter les griefs d'ordre procédural invoqués par les personnes poursuivies. Si la question n'est pas propre à la matière, elle a suscité depuis quelques années une série de décisions qui en montrent toute l'importance dans ce domaine. Dernier en date, l'arrêt

1. Rapport annuel 2017 de l'AMF, p. 82-83. Selon ce même Rapport, sur 68 nouvelles enquêtes ouvertes en 2017, 44 l'ont été dans le cadre de la coopération internationale ; sur 55 enquêtes closes la même année, 33 avaient été ouvertes dans ce cadre.

rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 14 novembre 2018 rappelle que la régularité des actes accomplis, à la demande de l'AMF, par un homologue étranger, en vertu de l'accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations conclu en 2002 sous l'égide de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV)<sup>2</sup>, doit être appréciée au regard des règles de procédure de l'autorité saisie et non du droit français.

La Cour de cassation rejette le pourvoi formé contre un arrêt de la cour d'appel de Paris<sup>3</sup> qui avait lui-même rejeté les recours formés contre une décision du 22 décembre 2015<sup>4</sup> prononçant des sanctions pécuniaires à l'égard de plusieurs personnes pour manquements de communication et d'utilisation d'information privilégiée à l'occasion du rachat d'une société cotée sur le compartiment C du marché NYSE Euronext Paris dans le secteur des nouvelles technologies. L'information privilégiée, communiquée par un administrateur de la société cible à l'un de ses amis, avait en l'espace de quelques jours fait l'objet d'une transmission en chaîne, la plupart des personnes ayant reçu et/ou relayé l'information ayant également acquis des titres de la société. Dans le cadre de l'enquête ouverte par l'AMF, deux des personnes mises en cause, résidant à Singapour, avaient été entendues, à la demande de cette autorité, par les services de son homologue singapourienne, la Monetary Authority of Singapore. Ces deux personnes invoquaient l'irrégularité de leurs auditions en raison de l'absence d'indication préalable de leurs droits et notamment de la possibilité de se faire assister par un conseil, en violation des articles L. 621-11 et R. 621-34 du code monétaire et financier (article R. 621-35 à l'époque des faits) et des droits de la défense garantis par l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme, et notamment des droits de se taire, de ne pas contribuer à sa propre incrimination et de bénéficier de l'assistance d'un avocat.

En écartant l'argument tiré de la violation des exigences prévues par le code monétaire et financier, la Cour de cassation reprend une solution déjà admise en la matière et au demeurant classique en matière d'entraide judiciaire internationale. Si la coopération entre autorités des Etats membres de l'Union européenne ou de l'Espace économique européen est obligatoire, la coopération avec les autorités d'Etats tiers suppose la conclusion d'accords de coopération<sup>5</sup> ou à

tout le moins le respect de l'exigence de réciprocité<sup>6</sup>. La conclusion de tels accords est prévue par les dispositions des articles L. 632-7 et L. 632-16 du code monétaire et financier<sup>7</sup>. L'accord multilatéral conclu en 2002 sous l'égide de l'OICV, dont l'AMF et l'autorité singapourienne sont signataires, avec plus de cent autres Etats, prévoit ainsi en son article 9 relatif à l'exécution des demandes d'assistance qu'« à moins que les Autorités n'en aient décidé autrement, les informations et documents demandés dans le cadre du présent Accord [ce qui inclut les auditions<sup>8</sup>] seront rassemblés conformément aux procédures en vigueur dans la juridiction de l'Autorité requise, par les personnes qu'elle aura désignées », ce qui constitue une solution classique en matière de coopération administrative ou judiciaire internationale<sup>9</sup>. Or la convention d'échange d'informations signée entre la COB et la Monetary Authority of Singapore le 23 novembre 1999 ne mentionne pas de décision contraire. Par conséquent, la Commission des sanctions de l'AMF, dans l'affaire ayant donné lieu à l'arrêt commenté comme dans d'autres décisions<sup>10</sup>, a estimé que conformément aux principes généraux du droit international et à l'article 9 d) de l'accord multilatéral conclu sous l'égide de l'OICV et en l'absence de dispositions spécifiques contraires, les autorités étrangères légalement requises conduisent leurs missions

2. OICV/IOSCO, Accord multilatéral portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations, mai 2002, révisé en mai 2012.  
3. CA Paris 15 décembre 2016, n° 2016/05249. La cour d'appel a seulement réformé la décision quant au montant des sanctions pécuniaires prononcées à l'encontre de deux des intéressés.  
4. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 22 décembre 2015, SAN-2011-22, Laurent Katz, Patrick Mook et al. ; Banque et Droit n° 166, mars-avril 2016, p. 45, note A.-C. Rouaud ; RDBF n° 2, mars 2016, comm. 94, note J. Chacornac.  
5. Sur les problématiques soulevées par ce type d'accords, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, LGDJ/Montchrestien, 2017, n° 1507 et s. ; J. Jappont, « L'encadrement juridique de la coopération entre les autorités de régulation », D. 2005, p. 893 ; L. d'Avout, « L'entraide internationale au soutien de la preuve du manquement d'initié », note sous AMF, déc., 7 déc. 2016 ; BJB mars 2017, n° 11611, p. 96.

6. La Commission des sanctions (AMF, Commission des sanctions, 12 avril 2013, Geodis, SAN-2013-10 : Banque et Droit n° 150, juillet-août 2013, p. 24, note J.-J. Daigre ; BJB n° 7, juillet 2013, p. 345, note J.-P. Pons-Henry et G. Robert ; Dr. Sociétés n° 7, juillet 2013, comm. 124, note S. Torck) et le Conseil d'Etat ont toutefois admis, à propos d'une demande d'informations, que les dispositions des articles L. 632-7 et L. 632-16 du code monétaire et financier « n'ont ni pour objet ni pour effet de faire obstacle à ce que l'Autorité des marchés financiers utilise, pour les besoins d'une enquête dont elle a la responsabilité, des informations obtenues d'autorités étrangères en dehors de tout accord de coopération préalable » (CE 6 avril 2016, n° 374224, Publié au recueil Lebon : Dr. Sociétés n° 6, juin 2016, comm. 107, note R. Vabres).  
7. V. également Règl. UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, art. 26, § 1, qui prévoit que « les autorités compétentes des Etats membres concluent, si nécessaire, des accords de coopération avec les autorités de surveillance de pays tiers concernant l'échange d'informations avec ces dernières et l'exécution des obligations résultant du présent règlement dans des pays tiers ».  
8. Art. 7, b), iii).  
9. En matière d'entraide judiciaire internationale, l'article 694-3 du code de procédure pénale prévoit ainsi que « Les demandes d'entraide émanant des autorités judiciaires étrangères sont exécutées selon les règles de procédure prévues par le présent code. Toutefois, si la demande d'entraide le précise, elle est exécutée selon les règles de procédure expressément indiquées par les autorités compétentes de l'Etat requérant, à condition, sous peine de nullité, que ces règles ne réduisent pas les droits des parties ou les garanties procédurales prévues par le présent code (...) ». De même, s'agissant de la coopération entre les autorités de concurrence des Etats membres, l'article 22 du règlement CE n° 1/2003 du Conseil du 16 décembre 2002 prévoit que les inspections menées par une autorité nationale pour le compte d'une autorité d'un autre Etat membre sont effectuées en application de son droit national ; v. égal. Cass. com. 20 janvier 2015, n° 13-16.745, 13-16.764, 13-16.765 et 13-16.955, Bull. civ. 2015, IV, n° 8, jugeant qu'en application de ce texte, « l'autorité de concurrence qui effectue sur son territoire une mesure d'enquête au nom et pour le compte d'une autorité d'un autre Etat membre, y procède en appliquant son droit national et non celui du pays de l'autorité demanderesse au nom et pour le compte de laquelle la mesure est effectuée ». Sur cette question, v. L. d'Avout, « Régime de l'entraide internationale au sein du réseau européen de concurrence », Rev. crit. DIP 2016, p. 521.  
10. AMF, Commission des sanctions, 28 septembre 2012, SAN-2012-16, Intouch Investments et alii (convocation pour la séance de la Commission des sanctions transmise par la FSA britannique) : Banque et Droit n° 146, nov-déc. 2012, p. 40, note H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars et J.-P. Bornet ; BJB n° 1, janv. 2013, p. 13, note J.-M. Moulin ; AMF, Commission des sanctions, 22 décembre 2015, préc. ; AMF, Commission des sanctions, 7 décembre 2016, SAN-2016-15, Ubisoft (auditions réalisées par l'AMF Québec) : RTDF n° 1, janvier 2017, p. 148, note N. Rontchevsky ; AMF, Commission des sanctions, 28 décembre 2016, SAN-2017-01, 3Red Trading (auditions réalisées aux Etats-Unis par la CFTC) : BJB mars 2017, n° 11618, p. 102, note F. Barrière.



conformément au droit applicable dans leur pays et aux procédures en vigueur dans leur juridiction et n'ont pas à respecter le formalisme imposé par le code monétaire et financier. La cour d'appel de Paris a retenu la même solution<sup>11</sup> et la Cour de cassation s'est également prononcée en ce sens dans un arrêt rendu le 1er mars 2017<sup>12</sup>. Aussi n'y a-t-il rien de surprenant à ce que la chambre commerciale juge ici que « le moyen est inopérant en ce qu'il se prévaut des dispositions de l'article R. 631-35 du code monétaire et financier, la régularité des actes accomplis dans le cadre d'une demande d'assistance, par un homologue étranger, en vertu de l'accord multilatéral susvisé, devant être appréciée au regard des règles de procédure de l'autorité saisie ». La coopération internationale s'inscrit nécessairement dans une logique différente de la coopération entre autorités internes, où prévaut la solution inverse, les contrôles délégués, tels les contrôles effectués pour le compte de l'AMF par les services de l'ACPR, restant soumis au régime des contrôles de l'AMF<sup>13</sup>, ce qui permet d'assurer l'uniformité des règles applicables à la procédure en dépit de la diversité des entités auxquelles l'AMF peut confier ces missions de contrôle<sup>14</sup>.

En revanche, la Haute juridiction ne répond pas explicitement à l'argument tiré d'une violation des droits de la défense garantis par l'article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme. Elle se contente de relever que la cour d'appel s'est de toute manière fondée sur des éléments du dossier autres que les auditions pour retenir l'existence d'indices graves, précis et concordants et caractériser l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée, de sorte que « le moyen est inopérant en ce qu'il invoque l'irrégularité [des auditions] ». Cela donne l'impression que la Haute juridiction botte en touche et évite d'aborder frontalement la question du respect des droits de

la défense dans le cadre d'auditions réalisées par une autorité étrangère. Il est vrai que la question est délicate, car cela revient à porter une appréciation, à l'aune des standards du droit français, sur une procédure menée par une autorité étrangère en application d'un droit étranger<sup>15</sup>. On sait que selon les juridictions françaises, si le principe du contradictoire ne s'impose qu'à compter de la notification des griefs<sup>16</sup>, l'enquête doit obéir au principe de loyauté, et notamment de loyauté dans la recherche des preuves, de manière à ne pas porter d'atteinte irrémédiable aux droits de la défense<sup>17</sup>, qui incluent le droit, de valeur constitutionnelle, de se taire et de ne pas s'incriminer soi-même<sup>18</sup>. Dans une autre affaire, la Cour de cassation a approuvé le raisonnement de la cour d'appel qui, après avoir énoncé que le non-respect des exigences prévues par le code monétaire et financier était indifférent s'agissant d'un acte accompli par une autorité étrangère, a pris le soin de relever que les exigences du procès équitable tenant aux droits de la défense avaient été respectées<sup>19</sup>. Comme cela a été suggéré<sup>20</sup>, l'appréciation de la régularité de la phase d'enquête selon le standard de loyauté de l'enquête et l'exigence qu'il ne soit pas porté d'atteinte irrémédiable aux droits de la défense semble de nature à permettre de concilier le respect des droits de la défense et l'efficacité de la coopération internationale entre les autorités de régulation. Aussi peut-on regretter que cette question soit occultée dans l'arrêt du 14 novembre 2018. ■

AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS – INFORMATION PRIVILÉGIÉE – DROITS DE LA DÉFENSE – COOPÉRATION INTERNATIONALE – AUDITION, PAR UNE AUTORITÉ ÉTRANGÈRE, DE PERSONNES MISES EN CAUSE PAR L'AMF – DROIT APPLICABLE.

11. CA Paris 3 avril 2014, n° 2012/23179; CA Paris 2 octobre 2014, n° 2012/20580, rejetant le recours formé contre la décision de sanction prononcée dans l'affaire *Intouch Investments*; CA Paris 15 décembre 2016, préc.
12. Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2017, n° 14-26.225, 14-26.892 et 15-12.362, rejetant le pourvoi formé dans l'affaire *Intouch Investments*; BJB mai 2017, n° 11647, p. 194, note J.-M. Moulin; Dr. sociétés n° 5, mai 2017, comm. 83, note R. Vabres; RDBF n° 3, mai 2017, comm. 140, note P. Pailler.
13. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF, 6 août 2013, société X: *Banque et Droit* n° 151, sept.-oct. 2013, p. 33, note A.-C. Rouaud.
14. Art. L. 621-9-2 cmf et R. 621-31 c. mon. fin.

15. En ce sens, v. L. d'Avout, « L'entraide internationale au soutien de la preuve du manquement d'initié », préc., spéc. n° 10.
16. CA Paris 20 septembre 2005, n° 05/07238; Cass. com. 6 février 2007, n° 05-20.811, Bull. civ. IV, n° 19; RTDF n° 2, 2007, p. 129, note N. Rontchevsky; Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2011, n° 09-71.252: *Banque et Droit* n° 139, sept.-oct. 2011, p. 22; BJB 2011, § 215, p. 428, note F. Martin Laprade. Le Conseil d'Etat écarte quant à lui l'application des droits de la défense à la phase d'enquête: CE 28 décembre 2009, n° 301654; 15 mai 2013, n° 356054; BJB 2013; § 110, p. 409, note I. Riassetto.
17. Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2011, préc.; 24 mai 2011, n° 10-18.267, Bull. civ. IV, n° 82; BJB n° 9, sept. 2011, § 243, p. 474, note J. Lasserre Capdeville; RTD com. n° 3, 2011, p. 607, note M. Storck; RTDF n° 3, 2011, p. 99, note N. Rontchevsky; JCP E n° 25, 2011, p. 40, note Y. Paclot. Comp. CE 15 mai 2013, n° 356054, préc.
18. Cons. constit. 4 novembre 2016, n° 2016-594 QPC, D. 2017, p. 395, note A. Gallois.
19. Cass. com. 1<sup>er</sup> mars 2017, préc.
20. L. d'Avout, préc.

## Swap de taux, opération spéculative ou de couverture ?

**Constitue une opération de couverture et non une opération spéculative la conclusion d'un contrat d'échange de conditions d'intérêts lorsqu'elle a pour but la protection contre l'évolution des taux et la réduction du coût global d'un endettement, même si un tel contrat est, par nature, aléatoire et que sa conclusion expose l'une des parties à un risque, même illimité.**

Cass. com. 5 septembre 2018, n° 17-11 264.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

L'arrêt rendu le 5 septembre 2018 par la chambre commerciale de la Cour de cassation<sup>1</sup> mérite d'être signalé à un double titre, même s'il confirme pour l'essentiel des orientations retenues dans des décisions antérieures. L'affaire portait sur un contrat de contre-swap conclu par un établissement public.

1. J. Moreau, « Imbroglia autour des notions de couverture et de spéculation », *AJ Contrat* 2018, p. 482.

Celui-ci, confronté à l'évolution défavorable des taux alors qu'il avait conclu un *swap* de taux structuré dans le cadre d'une politique de gestion active de sa dette, conclut en 2007 un contre-*swap* avec une formule d'intérêts indexée sur le cours en euro du dollar américain et du franc suisse. Mais l'évolution des taux de change entraîna une augmentation considérable du taux qu'il devait verser (jusqu'à 55 % en 2011) ; faute de parvenir à un accord avec la banque contrepartie, il chercha alors à obtenir l'annulation du contrat de contre-*swap*.

Le premier intérêt de la décision est de confirmer le critère de distinction posé dans l'arrêt *Dexia* du 28 mars 2018<sup>2</sup> s'agissant de l'appréciation du caractère spéculatif d'un *swap* de taux. Plusieurs enjeux sont attachés à l'appréciation du caractère spéculatif d'une opération, notamment l'existence d'un devoir de mettre en garde l'investisseur non averti contre le risque de pertes lié à une opération spéculative<sup>3</sup> ou, lorsque le souscripteur est une collectivité locale ou un établissement public, la nullité du contrat pour incapacité de la collectivité à réaliser une opération spéculative<sup>4</sup>, qui était en cause dans l'arrêt du 28 mars 2018. En l'espèce, de manière plus originale, l'établissement public soutenait avoir commis une erreur sur la nature du contrat conclu : dès lors que, compte tenu de la formule de taux et de l'absence de plafond, il ne connaissait pas, lors de la conclusion du contrat, la charge maximale des intérêts qu'il était susceptible d'avoir à payer, il estimait avoir en réalité conclu un contrat spéculatif au lieu d'une opération de couverture. Mais la Cour de cassation rejette l'argument, jugeant que « constitue une opération de couverture et non une opération spéculative la conclusion d'un contrat d'échange de conditions d'intérêts lorsqu'elle a pour but la protection contre l'évolution des taux et la réduction du coût global d'un endettement, même si un tel contrat est, par nature, aléatoire et que sa conclusion expose l'une des parties à un risque, même illimité ». Cela fait écho à l'arrêt du 28 mars 2018, dans lequel la Haute juridiction a énoncé que « le caractère spéculatif d'une opération ne peut résulter de la seule exposition de la collectivité territoriale à des risques illimités ». Pour la Cour de cassation, le critère ne

tient donc pas à l'existence d'un risque illimité, mais à l'objectif poursuivi, à l'intention des parties. Le caractère spéculatif se trouve ainsi exclu dès lors qu'une opération vise à se couvrir contre le risque généré par une opération sous-jacente, alors même qu'elle serait intrinsèquement risquée, porteuse d'un nouveau risque. La Cour privilégie ainsi une approche subjective fondée sur l'intention des parties sur une approche d'ordre objectif ou quantitatif fondée sur les risques.

Le second intérêt de la décision tient à la qualification juridique des *swaps* structurés et à la définition du contrat d'option. L'établissement public invoquait un dol qui aurait été à l'origine notamment d'une erreur sur la probabilité de réalisation du risque, et soutenait que le contrat de contre-*swap* s'analyse en un contrat d'option dès lors qu'il génère un risque illimité en contrepartie d'une prime. Cet argument est également écarté par la Cour de cassation. Après avoir défini le contrat d'option (« le contrat d'option portant sur des dérivés s'analyse en une promesse unilatérale de vente ou d'achat conférant à son bénéficiaire, acheteur de l'option, moyennant le paiement d'une prime, le droit potestatif de la lever et de conclure le contrat promis ou de renoncer à sa formation, le vendeur de l'option étant, pour sa part, définitivement engagé dès la conclusion du contrat »), elle écarte cette qualification pour un *swap* structuré, dès lors que « ce choix donné à l'acheteur de l'option ne se retrouve pas dans les formules de taux des contrats de *swap* dits structurés, qui ne confèrent pas à chacune des parties le droit d'imposer à l'autre le règlement des sommes dues mais l'obligation, dès la conclusion du contrat de *swap*, de régler les sommes correspondant aux flux financiers échangés et déterminés, ou déterminables, à partir des formules de taux choisies ». Le *swap* ne confère en effet pas de droit potestatif ; chacune des parties est engagée dès l'origine et l'asymétrie dans leur situation tient à l'exposition au risque de taux de celle qui s'est engagée à payer un taux variable, et non à l'octroi d'un droit potestatif à l'autre partie. Le même raisonnement a déjà conduit la Cour de cassation à écarter la qualification de contrat d'option pour un emprunt structuré<sup>5</sup>. ■

EMPRUNT STRUCTURÉ – COLLECTIVITÉS TERRITORIALES – CONTRE-SWAP  
– ERREUR SUR LA NATURE DU CONTRAT – OPÉRATION SPÉCULATIVE – OPÉRATION DE COUVERTURE.

2. Cass. com. 28 mars 2018, *Dexia*, n° 16-26.210, à paraître au Bulletin : Banque et Droit n° 180, juillet-août 2018, p. 29, note A.-C. Rouaud et n° 181, septembre-octobre 2018, p. 24, note F. Mekoui ; RTD Com. 2018, p. 429, note D. Legeais ; RDBF n° 3, mai 2018, comm. 60, note Th. Samin et S. Torck

3. Cass. com. 5 nov. 1991, n° 89-18.005, *Buon* : Bull. civ., IV, n° 327

4. Les circulaires interministérielles du 15 septembre 1992 puis du 25 juin 2010 relatives aux produits financiers offerts aux collectivités locales et aux établissements publics locaux subordonnaient la capacité des collectivités locales de conclure de telles opérations à l'existence de motifs d'intérêt général, ce qui supposait que ces opérations soient conclues à des fins de couverture. Pour une analyse sous l'angle du droit public, v. J. Martin, « La prudence de la Cour de cassation vis-à-vis des emprunts structurés des collectivités territoriales », RDBF n° 3, mai 2018, étude 8, spéc. n° 53 et s

5. Cass. com., 28 mars 2018, préc. : « ayant relevé que, si le taux d'intérêt de la deuxième phase de remboursement des prêts n'était pas fixé au moment de la signature des contrats, le mode de calcul de ce taux variable était précisément défini, l'arrêt retient que les engagements des parties ont ainsi été définitivement fixés lors de la conclusion des contrats litigieux, sans qu'une nouvelle manifestation de volonté de leur part ne soit requise ; que c'est donc à bon droit que la cour d'appel en a déduit que ces contrats n'incorporaient pas des contrats d'option ».

## Droit de communication des autorités administratives et des administrations : nouveau round devant le Conseil constitutionnel

Une QPC récente portant sur le droit de communication de l'administration des douanes donne l'occasion d'examiner l'évolution de la position du Conseil constitutionnel s'agissant de l'équilibre entre la vie privée et les droits de communication de l'AMF et de l'Autorité de la concurrence.

Commentaire d'Emmanuel Jouffin

Dans une QPC récente, la Chambre criminelle de la Cour de cassation soumet au Conseil constitutionnel la question de la conformité du droit de communication des douanes avec le respect de la vie privée. Cette QPC s'inscrit dans un contexte de surveillance accrue, par le juge constitutionnel, des droits de communication de l'administration mais aussi des superviseurs.

### Le droit de communication de l'article 65 du Code des Douanes

Par une décision du 5 décembre 2018<sup>1</sup>, la Chambre criminelle de la Cour de cassation a accepté la transmission au Conseil constitutionnel d'une question prioritaire de constitutionnalité relative à l'article 65 du Code des douanes. Ce dernier est consacré aux visites domiciliaires des agents des douanes ayant au moins le grade de contrôleur, lesquels peuvent exiger la communication des papiers et documents de toute nature relatifs aux opérations intéressant leur service, quel qu'en soit le support. Le paragraphe « i » de cet article dresse liste des opérateurs soumis à ce droit de visite<sup>2</sup>. La question posée au Conseil constitutionnel est celle de la conformité de ce texte au regard du droit au respect de la vie privée visée à l'article 2 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789 et, plus particulièrement, de la « conciliation équilibrée » entre le respect de la vie privée, la prévention des atteintes à l'ordre public et la recherche des auteurs d'infractions.

On soulignera que si cet article 65 a déjà été jugé conforme à la Constitution<sup>3</sup>, cette validation était toutefois encadrée. Le Conseil constitutionnel avait en effet souligné que si l'article 65 impose aux personnes intéressées de remettre aux agents de l'administration des douanes les documents dont ces derniers sollicitent la communication, il ne confère pas à ces agents un pouvoir d'exécution forcée pour obtenir la remise de ces documents, ni d'ailleurs un pouvoir général d'audition ou de perquisition de telle sorte, qu'en

l'absence d'autorisation préalable de l'autorité judiciaire, seuls les documents qui ont été volontairement communiqués à l'administration peuvent être saisis.

Toutefois, outre le fait que cette décision ne portait pas sur une atteinte au respect de la vie privée, elle se plaçait dans un contexte dans lequel les développements technologiques ont largement modifié l'ampleur des informations contenues dans les données de connexion.

### Le droit d'accès des agents de l'Autorité de la concurrence aux données de connexion dans le cadre des enquêtes de concurrence

Le Conseil constitutionnel, à l'occasion de sa décision n° 2015-715 DC du 5 août 2015 portant sur la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques, avait à connaître d'une modification de l'article L. 450-3 du Code de commerce permettant aux agents de l'Autorité de la concurrence de se faire communiquer les « données de connexion » conservées et traitées par les opérateurs de communications électroniques et par les prestataires de services de communication au public en ligne.

Au cas d'espèce, le Conseil constitutionnel a estimé que le dispositif n'entourait d'aucune garantie l'accès par les agents de l'Autorité de la concurrence aux données de connexion, soulignant « en particulier, le fait que les opérateurs et prestataires ne sont pas tenus de communiquer les données de connexion de leurs clients ne saurait constituer une garantie pour ces derniers » (cons. 137).

Deux remarques au sujet de cette décision. Tout d'abord, elle marque une rupture par rapport aux décisions plus anciennes du 27 décembre 2001 sur le droit de communication<sup>4</sup> des services fiscaux, du 10 juin 2009 sur l'HADOPI<sup>5</sup> et du 27 janvier 2012 sur les services des douanes mentionnée *supra*.

Par ailleurs, la décision du 5 août 2015 se démarque<sup>6</sup> de deux décisions du Conseil constitutionnel ayant admis la constitutionnalité des procédures de réquisition administrative des données de connexion, après avoir vérifié l'existence de garanties permettant de concilier le respect de la vie privée avec la prévention des atteintes à l'ordre public.

Ainsi, dans sa décision n° 2015-713 DC du 23 juillet 2015 au sujet de la loi relative au renseignement, le Conseil constitutionnel avait énuméré diverses garanties prévues par le texte : limitation aux seules finalités énumérées à l'article L. 811-3 du Code de la sécurité intérieure, autorisation du Premier ministre, après avis de la Commission nationale de contrôle des techniques de renseignement (CNCTR) ; contrôle de la CNCTR et du Conseil d'État ; limitation dans le temps des réquisitions ; restriction aux données de connexion, à l'exclusion du contenu des conversations ou de la correspondance ; durée de conservation limitée.

Le lendemain, le Conseil rendait une seconde décision

1. N° D 18-90.028 F-D.

2. « [...] les opérateurs de télécommunications 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, pour les données conservées et traitées par ces derniers, dans le cadre de l'article L. 34-1 du code des postes et télécommunications ». Il s'agit des personnes dont l'activité est « d'offrir un accès à des services de communication au public en ligne » et qui assurent, « même à titre gratuit, pour mise à disposition du public par des services de communication au public en ligne, et de celle qui assurent « le stockage de signaux, d'écrits, d'images, de sons ou de messages de toute nature fournis par des destinataires de ces services... ».

3. Décision n° 2011-214 QPC du 27 janvier 2012, Société COVED SA (Droit de communication de l'administration des douanes), cons. 6.

4. Décision n° 2001-457 DC.

5. Décision n° 2009-580 DC du 10 juin 2009, loi favorisant la diffusion et la protection de la création sur internet, cons. 26 à 31.

6. Décision n° 2015-713 DC du 23 juillet 2015, loi relative au renseignement, cons. 52 et 53 et décision n° 2015-478 QPC du 24 juillet 2015, Association French Data Network et autres (Accès administratif aux données de connexion), cons. 11 et 5.

portant sur une QPC<sup>7</sup> relative à l'ancien dispositif de l'article L. 261-1 du CSI qui devait être remplacé par les nouvelles dispositions issues de la loi relative au renseignement. À cette occasion, les sages de la rue de Montpensier ont estimé que la procédure de réquisition administrative des données de connexion détenues et traitées par les opérateurs de communications électroniques ne portait pas atteinte au respect de la vie privée. Deux ans plus tard, le Conseil constitutionnel allait se prononcer au sujet d'un autre droit de communication, celui de l'AMF.

### Le droit d'accès de l'AMF

Le Conseil constitutionnel, par une décision du 21 juillet 2017<sup>8</sup>, s'est prononcé au sujet des prérogatives de l'AMF contenues à l'article L. 621-10 du Code monétaire et financier, permettant notamment d'obtenir directement des opérateurs de télécommunication les données nécessaires à l'identification du ou des destinataires de la communication, ainsi que l'origine et la localisation de cette dernière.

À cette occasion, les sages de la rue de Montpensier ont affirmé que le droit de communication des données de connexion ainsi mis en place était de nature, en soi, à porter atteinte au droit au respect de la vie privée de la personne intéressée, le législateur n'ayant « [...] pas entouré la procédure prévue par les dispositions contestées de garanties propres à assurer une conciliation équilibrée entre, d'une part, le droit au respect de la vie privée et, d'autre part, la prévention des atteintes à l'ordre public et la recherche des auteurs d'infractions [...] ».

Tout comme la décision rendue en matière douanière le 5 août 2015, celle rendue le 21 juillet 2017 marque un revirement. En effet, le 27 décembre 2001<sup>9</sup> le Conseil constitutionnel avait estimé que ce même droit d'accès, dans la mesure où il ne pouvait s'exercer que dans le strict cadre des dispositions du Code des postes et des communications énonçant avec précision la nature et les conditions de conservation et de communication de ces informations, n'était pas de nature à porter atteinte à la vie privée. Tout comme en matière douanière, les requérants faisaient valoir des évolutions technologiques importantes, relatives notamment au développement des objets connectés aptes à susciter un important flux d'informations très précises sur le comportement d'une personne.

Cette argumentation trouvait notamment sa substance dans un arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation du 22 octobre 2013 (n° 13-81949) ayant estimé, au visa de l'article 8 de la Convention européenne des droits de l'homme, que la « géolocalisation » constitue une ingérence dans la vie privée dont la gravité nécessite qu'elle soit exécutée sous le contrôle d'un juge.

Depuis lors, la loi n° 2018-898 du 23 octobre 2018 relative à la lutte contre la fraude<sup>10</sup> a ajouté au Code

monétaire et financier un article L. 621-10-2 prévoyant, en matière d'abus de marché, la possibilité pour l'AMF d'accéder aux « données conservées et traitées par les opérateurs de télécommunication, dans les conditions et sous les limites prévues à l'article L. 34-1 du code des postes et des communications électroniques, et par 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 ».

L'accès aux données doit faire « l'objet d'une autorisation préalable par un contrôleur des demandes de données de connexion »<sup>11</sup>, lequel est nommé par décret parmi « les membres du Conseil d'État ou parmi les magistrats de la Cour de cassation, en activité ou honoraires, pour une durée de trois ans renouvelable une fois ».

Ce « contrôleur des demandes de données de connexion », saisi par le secrétaire général ou le secrétaire général adjoint de l'Autorité des marchés financiers, est indépendant et ne peut recevoir ou solliciter aucune instruction de l'AMF ni d'aucune autre autorité. Par ailleurs, les données de connexion relatives à des faits n'ayant pas fait l'objet d'une notification de griefs par le Collège de l'AMF sont détruites à l'expiration d'un délai d'un mois à compter de la décision du Collège. En cas de transmission du rapport d'enquête au procureur de la République financier ou en cas de mise en mouvement de l'action publique par ce dernier, seul ce dernier les détient.

Ce texte a été complété par un décret<sup>12</sup> précisant les conditions de communication des demandes d'autorisation entre l'AMF et le contrôleur des demandes de données de connexion, les conditions de destruction de ces données et le procès-verbal qui en est fait, ainsi que les conditions de rémunération dudit contrôleur, lesquelles sont déterminées par un arrêté.

Ce contrôle constitutionnel soutenu en matière de droit de communication souligne d'autant les craintes que peut susciter la communication de données personnelles dans le cadre de la procédure mise en place par le gouvernement US dans le cadre du CLOUD Act<sup>13</sup>. ■

DROIT DE COMMUNICATION – CONSEIL CONSTITUTIONNEL – VIE PRIVÉE  
– AUTORITÉ DE LA CONCURRENCE – AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS  
– DOUANES.

14 juin 2018, point 44). Le texte a ensuite été repris dans le projet de loi lutte contre la fraude.

11. J.-J. Daigre, « Le contrôleur de demandes de données de connexion : un magistrat qui n'est pas un juge », *Banque et Droit* n° 182, nov.-déc. 2018, Éditorial, p. 3.
12. N° 2018-1188 du 19 décembre 2018 relatif à la procédure de communication des données de connexion aux enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers.
13. Notamment : Banque et Droit n° 182, novembre-décembre 2018, M. Abadie et E. Jouffin, « Le cocktail détonnant du CLOUD Act, Extraterritorialité, sécurité nationale et libertés individuelles », *Banque et Droit* n° 182, p. 4 ; R. Bismuth, « Every Cloud Has a Silver Lining – Une analyse contextualisée de l'extraterritorialité du Cloud Act », *JCP E*, n° 40, 4 oct. 2018, 1497 ; P. Jacob « Quand les nuages ne s'arrêtent pas aux frontières – Remarques sur l'application du droit dans l'espace numérique à la lumière du Cloud Act », *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 4, juillet 2018, dossier 28. G. Mathias et A. Alfer « Conséquences du Cloud Act pour les européens », *Expertises*, juin 2018, p. 224 ; S. Rozenfled « Le Cloud Act : pour un accès extra-territoriale aux données », *Expertises*, avril 2018, p. 123.

7. Décision n° 2015-478 QPC du 24 juillet 2015, cons. 11 et s.

8. Décision n° 2017-646/647 QPC du 21 juillet 2017. Régis Vabres, « Pouvoir d'enquête », *Dr. sociétés* 2017, comm. 193 ; J.-H. Robert, « Les fadettes cloîtrées », *Dr. pén.* 2017, comm. 149 ; G. Rozier, « QPC : communication des données de connexion aux enquêteurs de l'AMF » : *RD bancaire et fin.* 2017, alerte 57.

9. Décision n° 2001-457 DC.

10. Auparavant, cette disposition avait été introduite à l'article 24 du projet de loi « PACTE », avec un avis favorable du Conseil d'État (CE, avis n° 394.599 et 395.021,

## ■ RÉGLEMENTATION

### Publication d'une analyse de l'Autorité des marchés financiers sur les tendances des *Initial Coin Offerings* (ICO)

**Le rapport dresse l'état des lieux de l'utilisation des ICO et des enjeux en la matière.**

AMF, « ICO françaises : un nouveau mode de financement ? », Caroline Le Moign, novembre 2018.

Commentaire de Frida Mekoui

Signalons la publication d'un rapport de l'AMF concernant la pratique des ICO en France, lesquelles « peuvent être définies comme des opérations de levées de fond, effectuées à travers une technologie de registre distribué donnant lieu à l'émission de jetons (les tokens) ceux-ci pouvant être ensuite, selon les cas, utilisés pour obtenir des produits ou services, échangés sur une plateforme (marché secondaire) et/ou pouvant rapporter un profit »<sup>1</sup>. Il s'agit

avant tout d'un rapport économique qui met en exergue les tendances actuelles (évolution du nombre d'ICO en tant que moyen de financement, secteurs concernés, motif de l'utilisation des ICO). Il est aussi l'occasion de rappeler l'équilibre recherché entre d'une part la protection des investisseurs qui postule pour un encadrement de ces pratiques et, d'autre part, l'accompagnement de l'innovation qui implique une certaine flexibilité. En effet, seule une part marginale des jetons émis dans le cadre de ces opérations peuvent être qualifiés d'instruments financiers et être soumis au régime correspondant. Alors que certains ont choisi d'interdire ou de soumettre ces offres au régime contraignant associés aux offres d'instruments financiers, la France se prépare à introduire un dispositif spécifique et original. En effet, le projet de loi Pacte adopté en première lecture par l'Assemblée nationale, introduit un visa optionnel pour les offres de jetons. Les émetteurs pourront ainsi choisir de solliciter ce visa qui sera conditionné au respect d'un certain nombre d'exigences (notamment en termes d'information). Ce visa est ainsi envisagé comme un label qui devrait orienter naturellement les investisseurs vers les offres qui en bénéficient. ■

INITIAL COIN OFFERINGS – ANALYSE DES TENDANCES – ENJEUX RÉGLEMENTAIRES

1. « ICO françaises : un nouveau mode de financement ? », AMF, novembre 2018

### Adaptation du Règlement général de l'AMF à « CSDR »

**Le règlement général de l'AMF est modifié afin de mettre en conformité avec le règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres : un nouveau titre VI bis est créé pour traiter des dépositaires centraux d'instruments financiers et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers agréés au titre du règlement européen et les dispositions du titre VII relatives au transfert de propriété sont en partie réécrites.**

Arrêté du 23 octobre 2018 portant homologation de modifications du livre V du règlement général de l'AMF afin de le mettre en conformité avec le règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud

Si l'adaptation du droit français au règlement n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, dit « CSDR », pour *Central Securities Depositories Regulation*<sup>1</sup>,

a déjà été effectuée, au niveau du Code monétaire et financier, par l'ordonnance n° 2015-1686 du 17 décembre 2015<sup>2</sup>, il était encore nécessaire de modifier le règlement général de l'AMF maintenant que les textes de niveau 2 ont été adoptés par la Commission européenne. Les modifications du Livre V du règlement général opérées à la suite d'une consultation menée au début de l'année 2018<sup>3</sup> ont été homologuées par un arrêté du 23 octobre 2018<sup>4</sup>. Ces modifications comportent deux volets : l'un relatif aux dépositaires centraux de titres, l'autre relatif au transfert de propriété des instruments financiers.

#### I. Création d'un nouveau titre VI bis, consacré aux dépositaires centraux d'instruments financiers et aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers agréés au titre du règlement (UE) n° 909/2014

L'ordonnance du 17 décembre 2015 a créé dans le titre IV du livre IV du Code monétaire et financier, à la suite des dispositions relatives aux chambres de compensation,

1. Régl. (UE) n° 909/2014 du PE et du Cons., 23 juill. 2014, concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres : JOUE L257, 28 août 2014; A.-C. Muller, « Encadrement des dépositaires centraux », RDBF mars-avr. 2015, comm. n° 64; T. Bonneau, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, 4e éd., 2018, Bruylant, spéc. n° 203 et s.

2. Ord. n° 2015-1686 du 17 décembre 2015, relative aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et aux dépositaires centraux de titres : A. Reygrobelle, « Consolidation des règles de droit interne relatives au règlement-livraison de titres et à la réglementation de l'activité des dépositaires centraux de titres », RTDF n° 4-2015, p. 59.

3. AMF, « Consultation publique sur les modifications à apporter au règlement général de l'AMF afin de l'adapter au règlement européen sur les dépositaires centraux de titres », 28 déc. 2017.

4. JORF, 28 oct. 2018, texte n° 7.

un nouveau chapitre relatif aux dépositaires centraux<sup>5</sup> comportant les articles L. 441-1 et L. 441-2. Mais ces dispositions sont succinctes et doivent être complétées, sur les points qui ne sont pas directement couverts par le règlement n° 909/2014 ou les textes de niveau 2, par celles du règlement général de l'AMF.

Alors que l'AMF avait initialement envisagé de procéder à une refonte des dispositions relatives aux dépositaires centraux de titres (titre V) et de celles relatives aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers (titre VI)<sup>6</sup>, ces règles ne sont finalement pas modifiées pour l'heure, à l'exception de quelques ajustements en ce qui concerne les obligations des dépositaires centraux en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux afin de tenir compte de l'approche par les risques retenue par la 4<sup>e</sup> directive Antiblanchiment<sup>7</sup>. En revanche, un nouveau titre VI bis est ajouté dans le livre V du règlement général pour traiter des dépositaires centraux d'instruments financiers et des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers agréés au titre du règlement (UE) n° 909/2014. C'est donc une réforme a minima qui est opérée, le maintien des règles existantes à côté des nouvelles dispositions étant justifié par le dispositif transitoire mis en place par le règlement européen, qui prévoit que jusqu'à ce qu'un dépositaire central soit agréé sur la base du texte européen – une demande à cette fin devant être formée dans un délai de 6 mois à compter de l'entrée en vigueur de l'ensemble des normes techniques de réglementation –, les règles nationales continuent de s'appliquer<sup>8</sup>. Le dépositaire français historique, Euroclear France, est ainsi soumis à ce régime transitoire, tandis qu'un nouveau dépositaire central, ID2S, a été directement agréé sous le nouveau régime<sup>9</sup>.

Contrairement aux dispositions existantes, le nouveau titre VI bis ne distingue pas entre l'activité de dépositaire central de titres et celle d'opérateur d'un système de règlement-livraison de titres, dès lors que, selon la conception retenue par le règlement européen, un dépositaire central de titres opère par définition un système de règlement de titres<sup>10</sup>.

Le nouveau titre VI bis comporte treize articles (articles 560-1 bis à 560-12 bis) répartis en cinq sections. À titre liminaire, le nouvel article 560-1 bis énumère les missions du dépositaire central dans le cadre des émissions dont il assure la fonction notariale. La première section (articles 560-2 bis et 560-2-1 bis) est ensuite consacrée à l'approbation et à la publication des

règles de fonctionnement des dépositaires centraux<sup>11</sup>. La deuxième section, intitulée « Modalités d'évaluation », comporte un unique article (560-3 bis) qui prévoit à la fois l'obligation d'informer préalablement l'AMF en cas de modification de la composition des organes de direction du dépositaire central et la vérification par l'AMF de ce que le système de règlement et de livraison géré par le dépositaire central répond bien à la définition de l'article L. 330-1 du Code monétaire et financier. La troisième section (articles 560-4 bis à 560-6 bis) met en place le régime des cartes professionnelles prévu par le Code monétaire et financier, depuis l'ordonnance du 17 décembre 2015, pour les responsables de la surveillance des opérations, de la conformité et de la mise en œuvre du dispositif antiblanchiment<sup>12</sup>. La quatrième section traite des conditions d'accès (notion qui remplace celle d'adhésion) aux dépositaires centraux, qui repose sur la conclusion d'une convention entre le dépositaire central et les personnes morales auxquelles il fournit un service, convention par laquelle ces dernières s'engagent notamment à respecter les règles de fonctionnement et à se soumettre aux contrôles du dépositaire central (article 560-7 bis), ainsi que des conditions d'admission, comme participants aux systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers, des établissements de crédit et des entreprises d'investissement hors Union européenne et Espace économique européen (article 560-8 bis)<sup>13</sup>. Enfin, la cinquième section (articles 560-9 bis à 560-12 bis) détaille les obligations des dépositaires centraux de titres au titre de la lutte antiblanchiment, qui n'est pas régie par le règlement n° 909/2014 mais relève du droit national transposant la 4<sup>e</sup> directive Antiblanchiment.

De nombreux autres points, notamment les conditions d'agrément des dépositaires centraux, les règles prudentielles, les règles d'organisation, ou encore les principes généraux d'organisation et de fonctionnement des systèmes de règlement de titres, ne sont pas traités dans ce nouveau titre puisqu'ils sont régis par les dispositions du règlement n° 909/2014 et de règlements délégués<sup>14</sup>.

## II. Modification du titre VII relatif au transfert de propriété des titres financiers

Le titre VII du livre V du règlement général, relatif au transfert de propriété des instruments financiers admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement-livraison d'instruments financiers, est en partie réécrit, à la fois pour supprimer des

5. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, 2017, LGDJ/Montchrestien, n° 600 et s.; A.-C. Rouaud et F. Palmieri, « Dépositaires centraux de titres et systèmes de règlement-livraison de titres », *Etude Joly Bourse*, oct. 2018.

6. V. document de consultation, p. 3 et s.

7. Sont modifiés les articles 550-9, 550-10 et 550-12.

8. Les dépositaires centraux de titres disposent, pour se conformer aux exigences du règlement, d'un délai d'un an à compter de l'entrée en vigueur des normes techniques de réglementation : art. 69, § 2 et 4, Règl. (UE) n° 909/2014, préc.

9. ESMA, CSD Register, ESMA70-151-889.

10. Art. 2, § 1, 1<sup>o</sup>, Règl. (UE) n° 909/2014, préc. Sur la différence d'approche entre le droit français et le droit européen, v. T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, *Droit financier*, préc., n° 600.

11. Art L. 621-7, VI, 2<sup>o</sup>, dans sa rédaction issue de l'ord. n° 2015-1686 du 17 déc. 2015, préc., art. 8.

12. Art L. 621-7, VI, 3<sup>o</sup>, C. mon. fin., dans sa rédaction issue de l'ord. n° 2015-1686 du 17 déc. 2015, préc., art. 8.

13. Comme le prévoit l'art. L. 330-1, II, 6<sup>o</sup>, c. mon. fin., dans sa rédaction issue de l'ord. n° 2015-1686 du 17 déc. 2015, préc., art. 4.

14. Notamment Règl. dél. (UE) n° 2017/392 de la Commission, 11 nov. 2016, complétant le règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation sur les exigences opérationnelles, d'agrément et de surveillance applicables aux dépositaires centraux de titres : JOUE L 65, 10 mars 2017, p. 48.

redondances par rapport au Code monétaire et financier et pour en adapter les dispositions au règlement européen.

Les articles 570-1 et 570-2, qui reprenaient respectivement les dispositions de l'article L. 211-17-1, I, alinéas 1 et 4, du Code monétaire et financier et celles de l'article L. 211-17, I et III, sont ainsi supprimés. Les dispositions des articles 570-5 et 570-8, relatives au délai et à la date de dénouement de certaines transactions, sont également supprimées, dès lors que ces aspects sont couverts soit par l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, soit par celles du règlement n° 909/2014.

C'est l'article 5 du règlement n° 909/2014 qui comporte des dispositions relatives au transfert de propriété. Ce texte impose le respect d'un délai de livraison (la « date de règlement convenue ») pour les transactions sur valeurs mobilières, instruments du marché monétaire, parts d'organismes de placement collectif ou quotas d'émission réglées dans un système de règlement de titres<sup>15</sup>. Pour les transactions sur valeurs mobilières conclues sur une plate-forme de négociation, l'article 5 (2) du règlement européen précise que « la date de règlement convenue est au plus tard le deuxième jour ouvrable après la négociation »<sup>16</sup>, tout en réservant le cas des « transactions qui sont négociées de manière privée mais exécutées sur une plate-forme de négociation » ou de celles « qui sont exécutées bilatéralement mais qui sont déclarées à une plate-forme de négociation », pour lesquelles ce délai ne s'impose pas.

Dans le Code monétaire et financier, le siège de la matière se trouve à l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, tel que réécrit par l'ordonnance du 17 décembre 2015<sup>17</sup>. Le I pose la règle selon laquelle le transfert de propriété des titres financiers résulte de leur inscription au compte de l'acquéreur<sup>18</sup>, le moment auquel cette inscription intervient étant précisé par les dispositions des II et III du même article.

Le II de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier, relatif aux titres admis aux opérations d'un dépositaire central ou livré dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers, renvoie au règlement général de l'AMF le soin de fixer la date et les conditions auxquelles cette inscription a lieu. L'article 570-3 du règlement général prévoit que l'enregistrement comptable de la négociation aux comptes de l'acheteur et du vendeur, effectué lorsque le teneur de compte conservateur a connaissance de l'exécution de l'ordre, vaut inscription en compte et emporte transfert de propriété à la date de dénouement effectif des négociations. Dans sa rédaction antérieure, ce texte renvoyait à l'article 570-2, qui renvoyait lui-même aux règles de fonctionnement du système de règlement-livraison, tout en précisant que le dénouement devait intervenir dans un délai de trois jours

de négociation suivant l'exécution des ordres<sup>19</sup>. Désormais, l'article 570-2 est supprimé et l'article 570-3 est complété pour préciser que la date de dénouement effectif de la négociation est « déterminée conformément à l'article 5 du règlement (UE) n° 909/2014 du Parlement européen et du Conseil du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres ». Au résultat, tout dépend donc du type de titres financiers concernés (sont-ils ou non des valeurs mobilières au sens du droit européen?) et du lieu de conclusion de la transaction (est-elle conclue ou non sur une plate-forme de négociation? dans l'affirmative, a-t-elle été prénégociée en dehors de la plate-forme?), puisque, comme cela a été rappelé plus haut, le règlement européen impose un règlement en J+2 pour les seules transactions sur valeurs mobilières conclues sur une plate-forme de négociation, tout en prévoyant des exceptions pour certaines transactions.

Le III de l'article L. 211-17 précise que pour les transactions conclues sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation (ou MTF), l'inscription a lieu « à la date de dénouement effectif de la négociation mentionnée dans les règles de fonctionnement du système de règlement et de livraison », « au plus tard le deuxième jour d'ouverture du système de règlement et de livraison après la négociation, à l'exception des cas prévus au point 2 de l'article 5 du règlement (UE) n° 909/2014 ».

Ce système de renvois successifs n'est pas de nature à améliorer la lisibilité des textes. En témoigne le cas des titres financiers négociés sur un système organisé de négociation (ou OTF)<sup>20</sup> : les transactions conclues sur un OTF ne relèvent pas du III de l'article L. 211-17, puisque celui-ci s'applique uniquement aux transactions conclues sur un marché réglementé ou un MTF ; il faut donc se référer aux dispositions du II de l'article L. 211-17, qui renvoient, pour la détermination de la date de l'inscription, au règlement général de l'AMF, lequel renvoie, comme on l'a vu, à l'article 5 du règlement n° 909/2014. Pourtant, l'article 5 (2) du règlement n° 909/2014 pose une règle unique pour toutes les plates-formes de négociation.

Tout ceci donne l'impression d'une complexité excessive, sans doute due en partie à l'empilement et au recouvrement des notions. En premier lieu, l'article L. 211-17 vise les titres financiers, notion de droit français qui recouvre les titres de capital, les titres de créance et les parts ou actions d'organismes de placement collectif<sup>21</sup>, alors que le délai de règlement de deux jours imposé par le règlement européen vaut uniquement pour les valeurs mobilières au sens de la directive MIF 2<sup>22</sup> (ce qui n'inclut

15. Art. 5 (1), Règl. (UE) n° 909/2014, préc.

16. Dont les dispositions sont applicables depuis le 1er janvier 2015 : art. 76 (3).

17. Ces règles étaient auparavant scindées entre les articles L. 211-17 et L. 211-17-1, II.

18. V. égal. art. L. 228-1, al. 9, c. com. On laissera ici de côté la possibilité, ouverte par l'ordonnance n° 2017-1674 du 8 décembre 2017, d'inscrire les titres dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé, qui ne concerne pas les titres admis aux opérations d'un dépositaire central.

19. La Loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 avait modifié l'article L. 211-17-1, II, pour prévoir un règlement en J+2, tout en en subordonnant l'entrée en vigueur à la subordonnée à celle d'un dispositif d'harmonisation équivalent au niveau européen.

20. Peut être négociés sur un OTF des titres de créance, des produits financiers structurés, des instruments dérivés au sens de la directive MIF 2 ou encore des quotas d'émission : art. L. 425-1, C. mon. fin. ; art. 4, (1), 23°, dir. PE et Cons. UE n° 2014/65/UE, 15 mai 2014.

21. Art. L. 211-1, II, C. mon. fin.

22. Le règlement n° 909/2014 (art. 2, § 1, 42°) renvoie à la définition des valeurs mobilières donnée par la directive MIF 2 (dir. PE et Cons. UE n° 2014/65/UE, 15 mai 2014, art. 4, § 1, 44°).

pas par exemple les parts d'organismes de placement collectif, qui sont des instruments financiers mais non des valeurs mobilières au sens du droit européen). En second lieu, l'article L. 211-17 distingue entre les titres admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison d'instruments financiers, qui relèvent du II, et les transactions sur titres financiers conclues sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation, traitées au III, tandis que le règlement européen impose le délai de deux jours pour les transactions (sur valeurs mobilières) conclues sur une plate-forme de négociation, c'est-à-dire un marché réglementé, un système multilatéral de négociation ou un système organisé de négociation<sup>23</sup>.

En ce qui concerne les autres modifications apportées aux dispositions du titre VII du livre V du règlement général, on signalera simplement que les anciens alinéas 2 à 4 de l'article 570-3, relatifs à l'annulation de l'enregistrement comptable en cas d'absence de dénouement total dans le délai prévu par les règles du système, sont repris dans un nouvel article 570-3-1. L'article 570-4 est conservé à l'identique et les dispositions des articles 570-6 et 570-7 sont simplement modifiées pour remplacer la référence aux négociations effectuées sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation par celle aux transactions effectuées sur une plate-forme de négociation. ■

RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS – RÈGLEMENT UE N° 909/2014 – DÉPOSITAIRES CENTRAUX DE TITRES – TRANSFERT DE PROPRIÉTÉ DES TITRES FINANCIERS.

23. Le règlement n° 909/2014 (art. 2, § 1, 42°) renvoie à la définition des plates-formes de négociation donnée par la directive MIF 2 (dir. PE et Cons. UE n° 2014/65/UE, 15 mai 2014, art. 4, § 1, 24°).

COLLOQUE

## LE SORT DES CONTRATS BANCAIRES ET FINANCIERS CONCLUS AVANT LE BREXIT

Sous la direction scientifique de J. Lasserre Capdeville

VENDREDI 1<sup>ER</sup> MARS 2019

14h-18h

Amphithéâtre du Collège doctoral européen  
46 boulevard de la Victoire,  
67000 Strasbourg

- 14h **LE BREXIT EN QUELQUES DATES**  
Par les étudiants du M2 de droit bancaire et financier de Strasbourg. Intervention orale de Laura Kohler
- 14h10 **PRÉSENTATION DU RAPPORT « BREXIT, ACTIVITÉS BANCAIRES ET DE SERVICES D'INVESTISSEMENT » DU HAUT COMITÉ JURIDIQUE DE LA PLACE FINANCIÈRE DE PARIS**  
Par Me Frédérick Lacroix, Avocat, Cabinet Clifford Chance.
- 14h30 **LE SORT DES CONTRATS DE CRÉDIT**  
Par Jérôme Lasserre Capdeville, Maître de conférences HDR, Université de Strasbourg
- 14h50 **LE SORT DES CONTRATS DE SERVICES D'INVESTISSEMENT**  
Par Jean-Jacques Daigre, Professeur émérite, Université Paris I
- 16h10 Pause
- 16h20 **LE SORT DES CONTRATS DE DÉRIVÉS**  
Par Frédéric de Brouwer, Juriste, Société générale
- 16h40 **LE SORT DES OPC**  
Par Michel Storck, Professeur, Université de Strasbourg
- 17h00 **L'AVENIR DE LA COMPENSATION SUR LES MARCHÉS FINANCIERS**  
Par Thibault de Ravel d'Esclapon, Maître de conférences, Université de Strasbourg

INSCRIPTIONS :  
fru6703-contact@unistra.fr

CONTACT :  
Aurélie Kraft  
Fédération de Recherche n°3241  
11 rue du Maréchal Juin - BP 68 -  
67046 Strasbourg Cedex  
aurelie.kraft@unis.fr  
Tel. : 03 68 85 87 81  
Fax. : 03 68 85 85 71

Organisé par :



Laboratoire | Droit, religion, entreprise et société | DRES



de l'Université de Strasbourg