

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de
droit - Paris I
(Panthéon-
Sorbonne)



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué
général adjoint
AMAFI



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur
adjoint,
Banque
Fédérale
des Banques
Populaires

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

AMF – Commission des sanctions – PSI – Sanction pécuniaire – Personnalité des peines – Responsabilité de la personne morale du fait de ses dirigeants et préposés – Présomption – Preuve contraire recevable – Fusion – Manquement commis par la société absorbée – Condamnation de la société absorbante – Publicité de la sanction – Peine complémentaire – Motivation spéciale non nécessaire – Respect du principe de proportionnalité

CE, 6 juin 2008, n° 300619, Société CM CIC Securities, publié au Recueil. CE, 6 juin 2008, n° 299203, Société Tradition Securities and Futures, publié au Recueil. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1054.

Le bon fonctionnement du marché justifie que soient imputés au PSI - personne morale les manquements commis par ses dirigeants et ses préposés. Le PSI peut néanmoins s'exonérer de sa responsabilité en démontrant qu'il a adopté et mis en œuvre des modes de fonctionnement et d'organisation de nature à prévenir et à détecter les manquements professionnels de ses préposés, la charge de la preuve lui en revenant et n'incombant pas à la commission des sanctions.

Dès lors que les mesures mises en place par le PSI auraient dû lui permettre de détecter les anomalies constituées par les interventions d'un préposé, il en est responsable. Il en va de même si les interventions litigieuses du préposé ont été effectuées en connaissance de cause du responsable des activités concernées.

Dès lors qu'un PSI a intégralement absorbé un autre PSI sans que ce dernier ne soit ni liquidé ni scindé, il peut faire l'objet d'une sanction pécuniaire pour un manquement commis par le PSI absorbé.

La décision de publier la condamnation est une sanction qui a le caractère d'une peine complémentaire, mais qui n'a pas à faire l'objet d'une motivation spécifique, distincte de la motivation de la sanction principale.

Cette sanction complémentaire doit cependant respecter le principe de proportionnalité, qui n'est pas atteint dès lors que la décision attaquée fait apparaître que le PSI absorbant n'est sanctionné qu'en tant qu'il vient aux droits et obligations du PSI absorbé auteur du manquement.

Les deux décisions rendues le même jour par le Conseil d'État précisent la portée du principe de personnalité des peines à propos des sanctions prononcées par l'AMF¹ et sa position relative à la publication des sanctions. Si le second point n'apporte aucune nouveauté – la décision de rendre publique la peine prononcée a le caractère d'une sanction complémentaire, elle n'a pas à faire l'objet d'une motivation spécifique, distincte de la motivation d'ensemble de la sanction principale, mais doit respecter le principe de proportionnalité² –, le premier retient l'attention par les principes qu'il pose et les précisions qu'il offre.

Dans la première affaire, la société condamnée, un PSI, se plaignait de l'avoir été du fait des agissements de l'un de ses préposés et soutenait, semble-t-il, qu'il ne pouvait l'être que pour manquement commis par ses dirigeants. Le Conseil d'État répond fermement que « les manquements commis non seulement par les dirigeants et représentants de ces sociétés [PSI] mais aussi par leurs préposés sont de nature à leur être directement imputés en leur qualité de personnes morales, sans que soit méconnu le principe constitutionnel de responsabilité personnelle, dès lors que ces préposés ont agi dans le cadre de leurs fonctions ». Il retient donc une présomption de responsabilité à la charge des PSI personnes morales du fait tant de leurs dirigeants que de leurs préposés et rejoint ainsi, du moins pour le dirigeant, la position de la Cour de cassation³. La concordance de leur position en fait donc une solution de principe acquise.

Cependant, la Haute juridiction reconnaît que cette présomption n'a pas de caractère irréfragable, de sorte que les PSI peuvent s'en dégager en apportant la preuve, dont ils ont la charge, « qu'ils ont adopté et effectivement mis en œuvre des modes de fonctionnement et d'organisation de nature à prévenir et à détecter les manquements professionnels de leurs préposés, sauf pour ces derniers précisément à s'affranchir du cadre de leurs fonctions, notamment en agissant à des fins étrangères à l'intérêt de leurs commettants ». En apparence, le PSI peut donc

1. Sur l'ensemble de cette question, voir l'article de synthèse de Mme B. Garrigues, L'imputabilité des manquements aux prestataires de services d'investissement, à leurs dirigeants et aux personnes placées sous leur autorité, Mélanges AEDBF-France V, Revue Banque Édition, à paraître.

2. CE, 7 février 2007, Choquet, n° 288373 ; CE, 9 novembre 2007, Bourse Direct SA, n° 298911 : Banque et Droit n° 117, janv. -févr. 2008, p. 8, chronique financière. Voir E. Bouretz et J.L. Emery, Autorité des marchés financiers et commission bancaire, Revue Banque Édition, 2008, n° 158 et s.

3. Cass. com., 19 décembre 2006, Vivendi Universal : Bull. Joly Bourse, mars-avr. 2007, p. 175, note A. Deprez-Graff ; Bull. Joly Sociétés, mai 2007, p. 580, note Ch. Arzouze. Voir E. Bouretz et J.L. Emery, ouvrage précité, n° 111 et 112.

se libérer de sa responsabilité de deux manières, soit en démontrant qu'il a rempli son obligation de bonne organisation, soit en prouvant que le préposé a abusé de ses fonctions. Mais, la décision du Conseil d'État n'est pas claire sur ce point et semble lier les deux, de sorte que le PSI ne pourrait s'exonérer qu'en démontrant à la fois la bonne organisation interne et l'agissement d'un préposé en dehors de ses fonctions. On pourrait soutenir qu'il s'agit en effet des deux aspects d'une même situation, un préposé ne pouvant agir qu'en dehors de ses fonctions dès lors qu'il commet un manquement alors que toutes les mesures avaient été prises pour l'éviter ou le détecter. Mais, à bien y réfléchir, il est parfaitement envisageable qu'un préposé agisse en dehors de ses fonctions alors que le PSI n'avait pas pris toutes les mesures propres à le prévenir et le détecter. L'action abusive du préposé ne suffit-elle pas alors à exonérer le PSI s'agissant d'un comportement impossible à éviter? Malgré l'imprécision du considérant, il semble bien qu'il s'agisse de deux faits justificatifs distincts car le Conseil d'État prend en compte, ensuite, de manière autonome, le fait tiré de l'existence de mesures préventives ou correctrices appropriées et paraît bien admettre que la preuve de leur existence suffit à justifier l'exonération du prestataire.

À cela, le Conseil d'État ajoute une règle de preuve complémentaire : « La commission des sanctions n'a pas à établir elle-même que des mesures préventives ou directives appropriées n'ont pas été mises en œuvre par les prestataires poursuivis ». Qu'en résulte-t-il? Que la commission des sanctions de l'AMF peut se contenter pour poursuivre de constater le résultat, la manipulation de cours en l'espèce, et qu'il revient au PSI poursuivi en tant que personne morale de démontrer qu'il avait mis en œuvre les mesures d'organisation et de contrôle appropriées. La Haute juridiction retient donc une présomption simple de faute à l'égard du PSI, ce qui est sans doute le plus important en pratique et doit être pris en compte par les prestataires. La répartition de la charge de la preuve se comprend: les prestataires ont l'obligation de s'organiser pour éviter, détecter et corriger les éventuels abus de marché de leurs préposés, de sorte qu'il est logique qu'ils aient la charge de prouver qu'ils se sont correctement organisés pour cela. La justification en vient de l'importance de l'obligation de bonne organisation : tout faire pour éviter et détecter les abus de marché est une ardente obligation des prestataires car il y va de l'intégrité du marché, qui est une finalité d'ordre public. Au résultat, ainsi que le rappelle la décision, un prestataire peut donc être sanctionné « sans qu'il doive être établi ni que les organes dirigeants aient eu connaissance de ces manquements, ni qu'ils n'aient pas pris au préalable les dispositions appropriées pour en prévenir la survenance ».

Mais, il ne suffit pas que le prestataire ait mis en place les mesures de prévention et de détection appropriées pour s'exonérer de la responsabilité qui lui incombe du fait des manquements commis par ses préposés, il faut encore qu'il ait su réagir à temps lorsqu'un manquement a été détecté. Dans l'espèce, la Haute juridiction confirme en effet la condamnation du prestataire « dès lors que l'attention portée à l'évolution du compte technique enregistrant les opérations pour lesquelles la société était à la fois acheteur et vendeur et la mise en place d'un dispositif de limites d'engagement

à 5 % du capital ou du "flottant" d'un titre aurait dû révéler les anomalies constituées par les interventions de ce préposé sur les marchés financiers ». Il ne suffit donc pas d'établir les mécanismes nécessaires, il faut encore s'en servir et en tirer les conséquences. En l'espèce, le prestataire est sanctionné pour ne pas avoir repéré les anomalies que mettaient en évidence les mesures de détection et, par conséquent, pour ne pas avoir réagi. Le prestataire a donc une véritable obligation de surveillance. Dans la seconde affaire, la question ne se posait pas car il avait été démontré « que les interventions litigieuses de sa préposée [du prestataire] ont été effectuées en pleine connaissance de cause de son supérieur hiérarchique, responsable des activités concernées de la société sur les marchés financiers ».

Un autre aspect de la personnalité des sanctions était soulevé par la seconde affaire : le prestataire coupable avait été absorbé par un autre prestataire avant que n'ait été prononcée la moindre sanction, de sorte que c'est ce dernier qui a été poursuivi et condamné par la commission des sanctions de l'AMF. Aussi, le prestataire absorbant a-t-il tenté de faire admettre qu'il ne pouvait être responsable de faits qu'il n'avait pas commis. Mais, confirmant la jurisprudence antérieure⁴, le Conseil d'État estime que la société absorbante « pouvait faire l'objet d'une sanction pécuniaire sans que soit méconnu le caractère personnel qui s'attache, y compris pour les personnes morales, aux responsabilités susceptibles d'être mises en cause par la commission des sanctions ». La Haute juridiction confirme l'application du principe de la personnalité des peines aux personnes morales, mais y apporte à nouveau un aménagement d'importance en admettant qu'une personne morale absorbante peut être condamnée au lieu et place d'une personne morale absorbée.

Cependant, les conditions de la responsabilité de l'absorbante pour les faits commis par l'absorbée semblent nécessiter une véritable absorption. En effet, la Haute juridiction prend soin de préciser que la société coupable a « été absorbée intégralement par la Société... sans être liquidée ni scindée ». Que faut-il en conclure? Sans doute la responsabilité pour autrui ne serait-elle pas acceptable dans l'hypothèse d'une simple scission, donc également et à plus forte raison dans celle d'un simple apport partiel d'actif. Cela paraît évident dans le second cas : lors d'un apport partiel d'actif, la société apporteuse ne disparaît pas et conserve sa personnalité morale et donc, si l'on peut dire, sa responsabilité. La chose est moins certaine dans l'hypothèse d'une scission dans la mesure où, certes plusieurs personnes morales nouvelles succèdent à celle qui se scinde, mais ne disparaissent pas néanmoins. Dès lors, on peut se demander si les sociétés nouvelles ne pourraient pas être poursuivies in solidum. D'une certaine manière, les sociétés issues de la scission continuent chacune la personnalité morale de la société scindée et disparue, de la même manière que la société absorbante continue la personnalité morale de la société absorbée. Il pourrait être en effet trop facile d'échapper au trans-

⁴. CE, 22 novembre 2000, Crédit Agricole Indosuez Cheuvreux : Recueil P. 537, concl. A. Seban. CE, 30 mai 2007, TSAF : Banque et Droit n° 114, juil.-août 2007, p. 29, chronique financière.

fert de la responsabilité liée à une fusion en procédant à une scission entre une société qui recevrait l'essentiel des actifs et une autre une part minime de ceux-ci.

Prestataire de services d'investissement – Connaissance du client – Obligation d'information – Titres subordonnés remboursables (TSR) – Souscription

AMF, com. des sanctions, 5 juin 2008. Voir H. de Vauplane et J-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 2001, 3 éd., n° 960

Un établissement financier réalisant une activité de placement doit, à travers les dossiers de ses clients souscripteurs, être en mesure de s'assurer de la pertinence de ce placement au regard de leur situation. Il doit également s'assurer de la bonne compréhension du produit proposé par ses collaborateurs en organisant une formation dédiée à la nature particulière de l'instrument financier proposé.

La commission des sanctions de l'AMF a rendu une décision à l'encontre de plusieurs Caisses d'Épargne ayant placé des titres subordonnés remboursables (TSR) émis par leur organe central auprès de leur clientèle. Médiatisée et ayant fait l'objet d'un communiqué de presse, cette décision mérite l'attention.

À la suite du placement dans le réseau du groupe Caisse d'Épargne de TSR émis par la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne, les services de l'AMF avaient été alertés par le nombre important de ventes de titres souscrits dans les premières semaines suivants leur cotation. Ces reventes étaient en outre intervenues à des cours inférieurs au prix de placement des TSR et donc à l'origine de moins-values pour les clients en règle générale personnes physiques. Ce mécanisme dit de « l'effet d'aubaine », constitué par une vente suivant rapidement une souscription, est habituellement rencontré lors des opérations de privatisation. Son observation pour une opération d'envergure de placement de TSR d'un groupe bancaire au sein de son réseau ne pouvait qu'intriguer les services de l'AMF et laisser suspecter des dysfonctionnements quant aux modalités de ce placement.

Dans un premier temps, le caractère particulier de cette émission doit être souligné. Les titres émis par l'organe central du groupe Caisse d'Épargne, la Caisse Nationale des Caisses d'Épargne (CNCE), ont été placés par les Caisses d'Épargne auprès de leurs clients. Cette situation, constitutive d'un conflit d'intérêt important où l'on voit un émetteur bancaire placer ses titres auprès de sa clientèle, obligeait sans aucun doute les Caisses d'Épargne à réaliser le placement des TSR avec une attention accrue et un soin particulier.

Le principe même du placement de TSR issus du marché primaire apparaît avoir été remis en cause par les services de l'AMF. Constatant que l'acquisition de TSR sur le marché secondaire présentait plus d'intérêt pour les clients, les services de l'AMF reprochaient aux Caisses d'Épargne d'avoir systématiquement privilégié auprès de leurs clients la souscription de titres issus de l'émission objet du placement en cours. Ce grief n'a heureu-

sement pas été retenu par la commission des sanctions qui a simplement constaté qu'au regard de la faible liquidité du marché secondaire, il aurait été matériellement impossible aux collaborateurs des Caisses d'Épargne de proposer des TSR issus du marché secondaire aux souscripteurs. Ce point renvoie aux conditions financières de l'émission et plus spécialement à la fixation de son *spread* comme l'évoque le rappel des faits de la décision de sanctions. Seule une fixation rigoureuse du *spread* est en mesure, indépendamment des aléas de marchés brutaux qui pourraient être constatés, d'éviter une décote des titres émis sur le marché primaire lors de leur cotation. Cette observation de nature financière effectuée, cette décision admet fort justement qu'il n'est pas possible à un établissement assurant le placement de titres issus du marché primaire de devoir, à tout moment, proposer, en parallèle à ses clients, un arbitrage au profit de souscriptions sur le marché secondaire. Reconnaître le contraire serait dans les faits irréaliste et source de conflits compte tenu des caractéristiques radicalement distinctes de ces marchés, notamment en terme de volumes comme l'a justement relevé la commission des sanctions.

S'agissant du grief constitué par des placements réalisés postérieurement à la période de souscription, grief matériel qui ne souffre d'aucune contestation, l'on remarquera la subtile personnalisation des sanctions par la commission qui condamne certaines Caisses d'Épargne dont le manquement est constitué, ce qui semble cohérent, mais qui écarte ce grief pour des Caisses d'Épargne dont la matérialité du manquement n'a pas été établie, ce qui demeure logique. Par contre, pour une troisième catégorie de Caisses d'Épargne, pour lesquelles le manquement a été établi, la commission pense utile d'en relativiser la portée. Ainsi le manquement, bien que constitué est apprécié à partir du taux moyen de dépassement des Caisses pour en relativiser la portée et donc le quantum de la sanction. Cette méthode que l'on peut comprendre laisse perplexe. Elle n'aurait de sens qu'en présence de manquements identifiés qui feraient l'objet d'individualisations spécifiques lors de la détermination des sanctions prononcées. Or la pratique de la décision de la commission des sanctions est différente. Après avoir constaté les griefs reprochés aux établissements, la commission prononce une sanction générale pour laquelle il est impossible de distinguer les montants respectifs dus aux différents griefs notifiés. Dès lors, l'on ne peut que s'interroger sur cette distinction qui pourrait peut-être annoncer, ce dont l'on se féliciterait, une décomposition des sanctions prononcées en fonction des griefs notifiés.

Le grief majeur reproché aux Caisses d'Épargne provient de la méconnaissance de l'obligation générale d'information et de connaissance des clients.

Les Caisses d'Épargne n'ont pas été en mesure de présenter à l'AMF des dossiers pour les clients qui avaient souscrits aux TSR émis par la CNCE. Cette obligation ressortait à l'époque des faits de l'article 321-46 du règlement général de l'AMF ; l'on sait qu'elle se décline dorénavant différemment à travers les articles 314-43 et suivants de ce même règlement, qui prévoient des évaluations différentes selon la nature des services d'investissement

effectués. Les services de l'AMF n'ont pas trouvé trace de cette évaluation dans les dossiers des clients de plusieurs Caisses d'Épargne ce qui a justifié, pour une large part, les sanctions prononcées. C'est donc l'absence formelle de dossier, plus que l'inadéquation du placement proposé aux clients à leurs besoins, qui constitue le support de la condamnation. Les établissements, comme nous l'avons déjà indiqué à plusieurs reprises, doivent être en mesure de justifier les modalités liées aux placements qu'ils réalisent avec leurs clients. La constitution, l'actualisation et la conservation du dossier client sont devenues le point central de la relation entretenue avec les clients. C'est bien autour du dossier client que gravitent les diverses responsabilités civiles et manquements à la charge de l'établissement. C'est ce dossier qui sert à démontrer le respect par l'établissement des règles de bonne conduite dont l'on sait qu'elles sont dorénavant reconnues par la Cour de cassation.

En conséquence, et même si cela peut heurter les pratiques et habitudes anciennes et nécessiter l'adaptation coûteuse des systèmes d'information, c'est grâce à ce dossier que les établissements financiers pourront démontrer avoir entretenus avec leurs clients des relations fondées sur les règles de bonne conduite. Sa constitution et sa mise à jour sont impératives.

Pour les modalités de souscription, la commission des sanctions fait preuve d'un pragmatisme de bon aloi s'agissant d'opérations d'envergure. Si la présence du bulletin de souscription demeure la pièce essentielle qui permet de matérialiser l'accord du client, elle admet que l'absence de signature d'un bulletin de souscription, par ailleurs rempli, n'établit pas en elle-même que le client n'ait pas, au moment de la souscription, été dûment informé des risques du placement. La commission reconnaît la pratique des réservations. Cette pratique, pour être acceptée, doit être pratiquée à un moment où les informations essentielles relatives à l'opération sont disponibles. À défaut, l'établissement devra démontrer qu'il a communiqué ces caractéristiques essentielles au client postérieurement à la réservation.

La principale originalité de ce dossier provient de la méthode d'enquête utilisée par les services de l'AMF. Afin d'apprécier le degré de compréhension des clients souscripteurs des TSR et donc de mesurer la qualité de l'information fournie par les collaborateurs des Caisses d'Épargne, les services de l'AMF ont adressé à plus de 200 souscripteurs un questionnaire. Cette pratique, dont l'émetteur n'avait pas été préalablement avisé, n'est pas sanctionnée en tant que telle par la commission des sanctions. Cette dernière refuse toutefois l'exploitation des renseignements issus de ces questionnaires qui n'ont pas été établis, traités et examinés avec la rigueur requise pour les considérer comme objectifs. Outre le fait que les souscripteurs interrogés ne constituaient pas un échantillon représentatif, la commission constate que les réponses indécises dues à l'absence de connaissance des clients étaient systématiquement associées aux mauvaises réponses, ce qui avait altéré la portée des analyses effectuées.

Enfin, la commission des sanctions s'attache dans sa décision aux conditions de formation des collaborateurs

du Groupe Caisse d'Épargne compte tenu du caractère « complexe » des TSR qui se distinguent, il est vrai, des obligations classiques. C'est d'ailleurs l'absence de formation des collaborateurs qui est également à l'origine de la constitution du manquement reproché aux Caisses d'épargne. Non titulaires de formations spécifiques, les collaborateurs des Caisses d'Épargne ont été présumés ne pas être capables d'informer correctement leurs clients. L'importance de la formation des collaborateurs, qui constitue également l'un des pans du rapport du président Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits d'épargne, est ainsi consacrée. L'attention des établissements financiers se portera également sur ce thème. Ainsi, les établissements qui ont élaboré des programmes de formation lors de la transposition de la directive MIF veilleront à actualiser ces formations et à les adapter à leur politique commerciale afin de pouvoir notamment répondre aux demandes de l'AMF.

Prestataire de services d'investissement – Gestion sous mandat – Responsabilité du gestionnaire – Obligation de moyens – Devoir de prudence – Diligence

CA Nîmes, 5 février 2008. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 960.

Si l'établissement financier contracte une obligation de moyens au titre du mandat de gestion de portefeuille conclu avec l'un de ses clients, il doit réaliser cette prestation avec prudence et diligence. À défaut, il engage sa responsabilité.

L'arrêt de la cour d'appel de Nîmes, rendu le 5 février 2008, conforte une position de principe qu'il est bon de rappeler en ces temps de turbulences boursières. Le gestionnaire de portefeuille n'est tenu que d'une obligation de moyens quant aux résultats de sa gestion. Ce principe, apprécié en fonction des objectifs de gestion du mandat conclu par le client, ne conduit pas à une absence de responsabilité du gestionnaire. Comme l'énonce, fort justement, la cour d'appel de Nîmes, le gérant est tenu d'une obligation de prudence et de diligence, obligations conçues comme des illustrations de son professionnalisme.

Le dispositif n'est pas nouveau. Il répond à un principe ancien énoncé par la chambre commerciale de la Cour de cassation, notamment le 7 juin 1994 dans une affaire jugée suite au krach d'octobre 1987 – où les magistrats avaient rappelé que l'obligation de moyens ne dispensait pas le gérant de son obligation de prudence et de diligence⁵. Plus généralement, cette obligation trouve sa source dans les obligations auxquelles tout mandataire est soumis. Ce qui est nouveau en revanche, c'est l'obligation faite au gestionnaire de démontrer qu'il a mis en œuvre toutes les dispositions propres à satisfaire à cette obligation de diligence et de prudence. Cette obligation renforce les obligations d'organisation qui pèsent sur les gérants et dont l'importance en ces temps troublés en rend l'exigence particulièrement opportune.

5. Cass. com., 7 juin 1994, RJDA 1/95, n° 33, p. 30.

Prestataire de services d'investissement – OPCVM – Souscription – Obligation d'information

Cass. com., 24 juin 2008. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 989 et s.

Doit être cassé l'arrêt d'une cour d'appel qui après avoir constaté que la publicité financière en faveur d'un OPCVM, s'abstenait de présenter les risques inhérents à la souscription de ce produit dont la garantie en capital était partielle, constatait que le client avait été correctement informé par la remise de la notice visée par la Commission des opérations de bourse (COB) et ce, alors même que l'article 33 alinéa 2 du règlement 89-02 de la COB impose une présentation publicitaire équilibrée des OPCVM faisant ressortir les avantages et les risques des produits présentés.

L'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 24 juin 2008, amplement médiatisé, envisage la responsabilité des banques en matière d'information de leur clientèle sous un jour nouveau.

Les faits à l'origine de ce contentieux étaient, comme de coutume, fort simples. Une cliente de la Caisse d'Épargne avait investi 7 650 € en parts de fonds commun de placement dont, au vu de la documentation publicitaire remise, elle pensait la valeur en capital garanti. Ce produit, proche de celui commercialisé à la même époque par la Banque Postale, Bénéfic, n'octroyait en fait à ses souscripteurs qu'une garantie partielle en capital. En effet, passé un certain pourcentage de baisse de l'indice boursier de référence, la garantie en capital ne jouait plus. Ce fut le cas sur la période considérée et notre malheureuse épargnante sexagénaire perdit 1 300 €.

Conformément à la « jurisprudence Bénéfic » de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 19 septembre 2006, présentée et discutée à plusieurs reprises dans les colonnes⁶, la cour d'appel avait débouté la cliente en constatant que la remise de la notice visée par la COB permettait au professionnel de satisfaire à son obligation d'information et ce, alors même que les documents publicitaires, incomplets, mettaient en avant la garantie du capital sans en présenter les limites. La chambre commerciale de la Cour de cassation revient sur la jurisprudence édictée précédemment. Elle considère, en effet, que la publicité délivrée par l'intermédiaire financier doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents au produit qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés. Elle ajoute, ensuite, que cette obligation d'information ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la COB lorsque la publicité ne répond pas à ces exigences.

Cette décision constitue sans aucun doute un revirement par rapport aux termes de la jurisprudence précédente de la Cour de cassation, notamment celle rendue dans le cadre des contentieux liés aux souscriptions des parts du fonds commun de placement Bénéfic par la Banque Postale. Ce revirement se fonde sur un texte jusqu'alors omis par les précédentes décisions de la Cour de cassa-

tion. À la différence des arrêts précédents, la chambre commerciale vise aux côtés de l'article 1147 du Code civil, déjà cité précédemment, l'article 33 alinéa 2 du règlement n° 89-02 de la Commission des opérations de bourse en vigueur au moment des faits objets du contentieux. Cet article précise « que la publicité concernant des OPCVM ou des compartiments doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés ». Dès lors cet article qui apprécie la publicité de manière globale et indivisible ne permet pas à l'établissement financier de considérer que son obligation d'information est remplie par la remise de la notice légale qui, en complétant la documentation publicitaire, fait état des risques du produit alors que la publicité le présente sous un jour exclusivement favorable. C'est bien ce texte, propre aux OPCVM, qui est à l'origine de ce revirement de jurisprudence dont les associations de consommateurs se sont fait largement l'écho.

Cette décision est importante car elle traite de la majorité des placements boursiers des épargnants qui, on le sait, sont réalisés via des formules de placement collectifs en OPCVM. En s'appuyant sur un texte de 1989, la Cour de cassation fait bénéficier ces placements, offerts à la grande majorité des épargnants, d'une protection dorénavant étendue à l'ensemble des placements financiers. Le contenu de ce texte spécifique aux OPCVM se retrouve dans le règlement général actuel de l'AMF qui étend le champ d'application de ces dispositions protectrices à l'ensemble des publicités, qu'elles concernent ou non des OPCVM. C'est ainsi que les articles 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF précisent que l'information, y compris celle à caractère promotionnel, doit présenter un caractère clair, exact et non trompeur. Le règlement général décline avec précisions ces critères selon les diverses hypothèses et cas retenus. Ainsi, une information est exacte si « elle s'abstient en particulier de mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un service d'investissement ou d'un instrument financier sans indiquer, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants » (RG AMF, art. 314-11).

Cette exigence se conjugue avec les recommandations du Comité consultatif du secteur financier (CCSF). La recommandation du 3 juin 2008 de ce Comité relative à la publicité des produits financiers précise en effet, en son point 6, que l'information publicitaire, lorsqu'elle présente les avantages potentiels d'un produit financier, indique également, de manière apparente, les risques éventuels correspondants. En s'appuyant sur un texte déjà ancien mais jusqu'ici ignoré et propre aux OPCVM, la chambre commerciale de la Cour de Cassation, s'inscrit avec clarté dans un contexte favorable aux épargnants dont le législateur et le régulateur ont depuis, étendu le périmètre d'application. Ce faisant, la publicité financière s'éloigne définitivement de la « réclame » d'antan qui, interprétant largement la faculté ouverte à tout commerçant dans le cadre de ce que les auteurs appelaient le *dolus bonus*, était autorisée à mettre en avant les avantages d'un produit, parfois en les surestimant, et à s'abstenir d'en présenter les risques et inconvénients.

L'on notera avec intérêt que s'agissant de la souscrip-

6. Cf. cette chronique n° 109, 110, 117 et 119.

tion d'un OPCVM, produit simple même si au cas d'espèce ces OPCVM à garantie partielle du capital faisaient appel à des techniques de protection et de gestion complexes, la chambre commerciale de la Cour de cassation demeure sur le terrain de la seule obligation d'information à travers le document publicitaire dont le contenu, déséquilibré, lui était soumis. Ainsi, il n'est aucunement fait mention d'un devoir de mise en garde de l'établissement financier, eu égard notamment à l'appréciation de cette souscription au regard de la composition du patrimoine et des objectifs de client⁷. Cette obligation de mise en garde apparaîtrait donc limitée à la seule souscription de produits complexes, spéculatifs ou présentant des risques, même s'il peut s'agir dans ce dernier cas d'OPCVM. Un prochain arrêt de la Cour de cassation nous permettra peut-être de confirmer ou d'infirmer cette interprétation du périmètre de l'obligation de mise en garde qui pourrait donc être cantonnée aux opérations portant sur des produits complexes, risqués ou spéculatifs.

Prestataire de services d'investissement – Manipulations de cours – Information privilégiée – Liste d'interdiction – Murailles de Chine – Analyse financière – Conflits d'intérêts - Reporting

AMF, com. des sanctions, 24 janvier 2008, Société X et MM. Y et Z, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 2001, 3^e éd., n° 1028 et s., 1077 et s.

La manipulation de cours s'apprécie en, prenante en compte la part du volume quotidien des transactions qu'elle représente, appréciée par rapport à la variation de cours entraînée. Constitue une manipulation de cours des achats réalisés en vue de coter des cours aussi élevés que possible sans que l'exécution de la totalité des ordres soit l'objectif. Est fautif, indépendamment du donneur d'ordres pour le compte duquel il agit, l'intermédiaire qui met en place une méthodologie d'intervention à cet effet, notamment pour assurer que l'ordre soit pris en compte dans le processus de formation du cours de clôture. En revanche, la simple constatation de positions pour compte propre importantes ne suffit pas à matérialiser une manipulation de cours lorsque ces positions manifestent un intérêt acheteur réel, surtout si elles n'entraînent pas de variation sensible du cours du titre.

La présence d'une information résultant de l'intention de céder une participation significative ne suffit pas à constituer une information privilégiée susceptible d'avoir une influence sensible sur les cours, surtout si ceux-ci restent constamment supérieurs ou égaux au prix de cession.

Le défaut de murailles de Chine prévenant la circulation induite d'informations confidentielles, et notamment d'informations privilégiées, constitue un manquement objectif, peu important les circonstances propres à l'espèce ou la bonne foi de l'intermédiaire.

Constitue également un manquement l'absence d'avertissement porté sur l'analyse financière d'une société

sur laquelle l'intermédiaire a, par ailleurs, reçu un mandat de vente d'une participation importante.

La décision de la commission des sanctions rendue le 24 janvier dernier, mais publiée seulement à la fin du mois de juin, et relatives à des faits s'étant déroulés fin 2004 et début 2005, retient l'attention en ce qu'elle porte sur pas moins de onze griefs adressés, non seulement à un prestataire de services d'investissement, mais également à deux personnes physiques qui, à l'époque des faits, étaient « dirigeants responsables » au sein de ce prestataire, le premier de l'analyse financière, le second de la négociation et de la vente. Ces griefs multiples, qui conduisent la commission des sanctions à appliquer trois sanctions pécuniaires, concernent en réalité deux catégories d'opérations bien différentes, l'une se rapportant à un « placement » de titres sur le marché secondaire, l'autre à des opérations dites de « fin d'année ».

Mais avant d'examiner ces deux séries de griefs, il faut tout d'abord relever qu'il s'agit d'une décision non nominative. Voilà un fait suffisamment rare pour être souligné puisque, sur 108 décisions publiées à la date du 1^{er} juillet de cette année, c'est seulement la quatrième de ce genre de la commission des sanctions⁸. Au cas précis, l'anonymisation semble motivée par la constatation à la fois que le prestataire concerné a changé de contrôle depuis les faits et que le nouvel actionnaire « a modifié sa direction et a pris des dispositions visant à assurer une bonne application de la réglementation, spécialement en formalisant des procédures de "muraille de Chine" ». On ne peut qu'approuver cette solution dans la mesure où, s'il y a bien continuité juridique de la personne morale, il y a en l'occurrence une rupture qui justifie de ne pas ajouter aux sanctions pécuniaires ici prononcées, l'atteinte à la réputation qu'entraîne inévitablement la désignation par la décision de sanction. Alors que c'est la troisième sanction non nominative en un peu moins de dix mois, il semblerait que cela traduise une inflexion nouvelle de la politique de la commission des sanctions. Si tel était le cas, la commission répondrait alors à une demande des professionnels qui souhaitent que l'anonymisation soit de principe dans ce type de situations, mais aussi dans celles où finalement aucun manquement n'est retenu.

L'opération de placement

Les faits sont relativement simples. Le 31 janvier 2005, la société Bull demande au prestataire de vendre hors marché, en application des dérogations à l'obligation de concentration alors en vigueur⁹, un bloc de plus d'un million de titres de la société Stéria, représentant 5,95 % du capital de cette dernière. L'ordre, formulé par télécopie, stipulait qu'il était valable jusqu'au 3 février 2005, que les titres devaient être vendus à un prix net unitaire de 30,50 euros, que le prestataire en effectuerait la publicité dans les conditions fixées par le règlement général et qu'il avait la possibilité de s'en porter contrepartie. Le 1^{er} février 2005, soit le lendemain de la réception de cet ordre de vente, un analyste financier employé par le prestataire

7. Cf. Cass. Com., 8 avril 2008; cette chronique n° 119.

8. Et la seconde en 2008, après une première en 2005 et une autre en 2007.

9. Et supprimée le 1^{er} novembre 2007 lors de la transposition de la directive MIF.

publiait une analyse et une synthèse conseillant l'achat du titre Stéria avec un objectif de cours de 40 euros, tandis que le prestataire, après avoir acquis la participation cédée par Bull, revendait à différents investisseurs, pour un prix unitaire de 31,20 euros, un nombre légèrement plus important de titres que ceux vendus par Bull, le différentiel (environ 62 000 titres) ayant été acquis via des achats complémentaires sur le marché réalisés les 28 et 31 janvier ainsi que le 1^{er} février 2005.

Sept manquements sont notifiés dans ce cadre dont quatre ne sont pas retenus par la commission des sanctions. Il en est ainsi de la manipulation de cours pouvant résulter de l'importance des positions prises pour compte propre par l'intermédiaire afin de compléter sa position sur le titre : ces opérations, qui les 28 et 31 janvier, ont représenté 54,5 % des volumes acheteurs, ne sont, à juste titre pas considérées comme trompeuses pour le marché puisqu'elles « manifestaient un intérêt acheteur réel, qui répondait aux ordres d'achats des clients dans le cadre du "reclassement" des titres » et que, « d'ailleurs », elles n'ont pas entraîné de variation sensible du cours du titre. N'est également pas retenue l'utilisation de l'information privilégiée que représentait la cession d'une participation significative par Bull au prix de 30,50 euros : la commission estime qu'il n'est pas établi que cette information était susceptible d'avoir « une influence sensible sur les cours », surtout alors que ceux-ci ont été constamment supérieurs ou égaux à 30,50 euros les 31 janvier et 1^{er} février 2005. L'absence de démonstration du caractère sensible de l'information détenue conduit d'ailleurs à écarter également le défaut d'inscription du titre Stéria sur la liste d'interdiction, destinée à recenser les titres « sur lesquels, compte tenu de la nature des informations détenues par le prestataire habilité, ce dernier s'abstient d'intervenir pour son compte propre et de diffuser une analyse financière¹⁰ ». Est finalement écarté le manquement à l'obligation qu'ont les prestataires d'exercer leurs activités avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté de l'intérêt des clients et de l'intégrité des marchés, principalement parce qu'il n'est pas non plus démontré que l'opération de négociation pour compte propre réalisée par le prestataire « ait été de nature à porter atteinte à l'intégrité du marché, aucun élément précis ne permettant de qualifier cette opération d'anormale ou de frauduleuse ».

Est en revanche retenu le défaut de murailles de Chine, dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, et notamment d'informations privilégiées, et qui déterminent « l'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans les locaux du prestataire habilité » et « les conditions dans lesquelles le déontologue peut autoriser, dans des circonstances particulières, la transmission d'une information confidentielle d'un service à un autre ou le concours, au bénéfice d'un service, d'un collaborateur d'un autre service¹¹ ». En l'occurrence, le prestataire n'avait pas estimé utile de mettre en place une telle procédure, estimant pouvoir gérer les conflits par « des mesures très strictes en matière d'opé-

rations de bourse du personnel pour son compte propre », combinées « aux règles très strictes relatives au secret professionnel ». Alors que le prestataire intervenait à la fois en exécution d'ordre pour le compte de tiers et en négociation pour compte propre tandis qu'il produisait par ailleurs des analyses financières, la commission des sanctions estime qu'il pouvait se trouver en situation de conflit d'intérêts. De plus, la seule absence de murailles de Chine suffit à caractériser le manquement, dont la nature est objective, « peu important » alors que l'information relative à l'opération n'ait pas été privilégiée, que des diligences aient été accomplies à réception de l'ordre de Bull ou que le prestataire ait été de bonne foi. Le raisonnement est difficilement contestable sous l'empire des règles applicables au moment des faits. Il le sera peut-être à l'avenir dans la mesure où l'obligation, toujours existante, d'édifier des murailles de Chine ne résulte pas de la directive MIF, ni de ses textes d'application. Alors, en effet, que la directive d'application de la directive MIF, centrale en la matière, institue une procédure de notification stricte des obligations supplémentaires maintenues ou instituées par les États membres (Dir. 2006/73CE, art. 4), il existe sans doute là un moyen de discussion pour les établissements qui, bien que n'ayant pas mis en place de telles murailles, pourraient établir qu'ils parviennent au même résultat par d'autres moyens. Cette discussion aurait d'autant plus de sens que la question de reconnaître les murailles de Chine comme un moyen de gérer les conflits d'intérêts avait été posée lors des travaux d'élaboration de la directive. Cette reconnaissance a toutefois été écartée au motif que, si la directive doit définir les objectifs à atteindre, notamment l'obligation de prévenir et à défaut, de gérer les conflits d'intérêts, ce n'est pas en revanche son rôle de fixer les moyens par lesquels ces objectifs doivent être atteints...

Par ailleurs est également retenu un manquement relatif à la gestion des conflits d'intérêts dans le cadre de l'analyse financière dans la mesure où, d'une part, le prestataire ne disposait pas de manière générale, de procédures et moyens adaptés à la détection de situations éventuelles de conflits d'intérêts impliquant l'analyse financière et, d'autre part, n'avait pas averti les destinataires de l'analyse financière publiée sur Stéria de la situation particulière dans laquelle il se trouvait suite à l'ordre de vente passée par Bull, « dont on pouvait raisonnablement penser qu'elle était de nature à porter atteinte à son objectivité ». La faute semble d'autant plus avérée qu'il est relevé « qu'il ressort [...] du dossier que les vendeurs [du prestataire] ont indiqué à leurs correspondants respectifs, lors de la revente des titres [Stéria], que l'analyste attendait l'ordre de vente de Bull pour "upgrader" la valeur », cette analyse ayant été effectivement publiée le lendemain de la réception de cet ordre. La commission des sanctions considère donc que le manquement, « d'une particulière gravité », est caractérisé « sans qu'il soit besoin de rechercher si le défaut de mention de l'existence du conflit d'intérêts dans le document publié a eu des conséquences sur les investisseurs, nui à la primauté des intérêts des clients ou profité aux personnes mises en cause », dès lors qu'un tel effet n'est exigé par aucun texte, que ce soit au moment des faits ou postérieurement. On ne peut que souscrire à cette rigueur : l'identification dans un document d'analyse financière

10. Cette disposition, autrefois prévue à l'article 321-32 du RG AMF, figure désormais à l'article 315-18 où elle ne vise plus toutefois l'analyse financière.

11. Disposition auparavant prévue à l'article 321-29 du RG AMF et reprise aujourd'hui en substance à l'article 321-23-3 du même RG.

des situations de conflits d'intérêts auxquelles peuvent être confrontés l'analyste et son employeur sont l'un des moyens, traditionnels et efficaces, de gérer de telles situations et d'assurer que le lecteur de l'analyse dispose des éléments lui permettant d'apprécier le niveau d'objectivité du raisonnement qui lui est présenté¹².

En dernier lieu, mais relaté de façon assez confuse par la décision, la commission reproche au prestataire de ne pas avoir informé l'entreprise de marché de l'acquisition des titres vendus par Bull, considérant « qu'il importe peu [...] que l'AMF ait été informée directement des opérations ou que le déontologue de la société X ait pu être induit en erreur par la surveillance des marchés d'Euronext, le manquement étant objectif et la position de relais assurée par l'entreprise de marché, qui dispose de tous les outils de rediffusion, étant indispensable à l'information des investisseurs qui n'étaient pas parties à la transaction » et « qu'en l'espèce, est resté inconnu du public le prix d'acquisition des titres, pour compte propre, par [le prestataire], qui les a finalement revendus dans le cadre du reclassement ». Alors que la décision est rendue au visa des articles 140-1 et 140-03 du règlement général en vigueur au moment des faits, il semble que soient mélangées deux notions, pourtant totalement différentes, que sont le reporting à l'Autorité de marché d'une part, la transparence de marché d'autre part. Le reporting concerne en effet les conditions de compte-rendu à l'Autorité de marché de certaines données relatives aux transactions de façon à lui permettre d'exercer ses missions de contrôle du bon fonctionnement des marchés, tandis que la transparence de marché concerne les conditions dans lesquelles le marché est informé de la réalisation des transactions afin que les investisseurs disposent d'éléments utiles à leur prise de décision. Dans ce contexte, la confusion est sans doute le reflet direct de celle opérée par le règlement général lui-même. Il prévoyait en effet que les conditions dans lesquelles la transparence de marché devait être assurée en suite d'une opération réalisée en dérogation à l'obligation de concentration étaient définies par renvoi à ces mêmes articles 140-1 et suivants du règlement général¹³ : le reporting couvre pourtant un champ plus large que la transparence, l'Autorité devant disposer de données qui, soit ne sont pas utiles au marché, soit causeraient du tort à certains acteurs en étant publiées¹⁴. Au final, on est assez surpris de constater que la commission des sanctions appuie son raisonnement sur une citation tronquée du règlement général qui occulte un élément pourtant central ici : l'article 141-3 prévoyait en effet que le compte rendu pouvait être effectué « par mise en œuvre d'une procédure directe établie entre les services du prestataire et ceux de l'AMF », ce qui a été manifestement le cas.

12. La directive MIF pose en principe que le prestataire de services d'investissement doit disposer de procédures et ressources lui permettant de détecter et de gérer les conflits d'intérêts et que lorsqu'ils « ne suffisent pas à garantir, avec une certitude raisonnable, que le risque de porter atteinte aux intérêts des clients sera évité », alors le prestataire « informe clairement ceux-ci, avant d'agir en leur nom, de la nature générale et/ou de la source de ces conflits d'intérêts » (Dir. 2004/39/CE, art. 18-2).

13. Par l'article 516-4 du RG AMF.

14. C'est la raison pour laquelle sur des positions pour compte propre des différés de publication plus ou moins importants sont admis en fonction de la taille de l'opération.

Les opérations de fin d'année

Par ailleurs, sont mises en cause les conditions de réalisation d'opérations, effectuées le 31 décembre 2004, concernant six valeurs du secteur des hautes technologies et médias et ayant provoqué une hausse brutale des cours, le plus souvent au moment de la clôture du marché. L'on sait en effet que le dernier jour de bourse de l'année constitue un moment particulier où est pratiqué le window dressing comptable, qui consiste à chercher à « optimiser » les valorisations de fin d'année.

Pour ces opérations, la commission des sanctions retient le grief de manipulation de cours. À cet effet, elle commence par rappeler que, « pour apprécier si une pratique constitue une manipulation de cours, il convient de prendre en compte la part du volume quotidien des transactions qu'elle représente, en particulier lorsque les interventions suspectes entraînent une variation sensible du cours, et, le cas échéant, l'importance de la variation de cours qui résulte des ordres émis ou des opérations effectuées par les personnes ayant pris une position vendeuse ou acheteuse significative ». La commission relève ensuite différents éléments qui lui permettent de caractériser le manquement. Tout d'abord, elle constate qu'il résulte « des retranscriptions d'enregistrements téléphoniques que les clients [du prestataire] ont demandé que les achats réalisés sur les valeurs concernées soient effectués à des cours aussi élevés que possible, l'exécution de la totalité des ordres n'étant pas leur objectif; que les préposés de la société sont intervenus activement dans la recherche du résultat souhaité, en mettant en place une méthodologie d'intervention ». Elle relève ensuite que les ordres négociés par le prestataire « ont porté sur plusieurs valeurs, ont été exécutés pour la plupart au moment de la clôture du marché, à 14 h 00, sont intervenus le dernier jour de Bourse de l'année [et] ont eu un impact sur les cours ». Elle observe enfin que le prestataire « a modifié certains de ses ordres – au moment de la clôture en affichant un cours anormalement élevé [...] qu'en augmentant de la sorte le prix maximal [qu'il était prêt] à payer, [il] maximisait ses chances d'exécution et, partant, s'assurait que son ordre serait pris en compte dans le processus de formation du cours de clôture ».

Si, compte tenu des éléments ainsi réunis, la manipulation de cours ne fait pas doute, deux observations complémentaires semblent utiles.

La première est que, curieusement, le manquement est aussi caractérisé par rapport à l'article 8104 des règles de marché d'Euronext proscrivant toute conduite frauduleuse ou trompeuse de nature à induire le marché en erreur¹⁵ et à l'article 321-76 du RG AMF qui fait obligation au membre du marché de respecter les règles de celui-ci. On a du mal à voir, en effet, comment ce second manquement ne serait pas entièrement absorbé par le premier ou, en d'autres termes, comment il serait possible de ne pas respecter l'article 8104 des règles d'Euronext sans commettre une manipulation de cours, et inversement.

La seconde observation, plus importante, a trait au fait

15. L'article 8104 des règles de marché d'Euronext, Livre I, applicable à l'époque des faits, disposait que : « Les membres s'abstiennent [...] de prendre toute mesure ou suivre toute ligne de conduite ayant pour but de faire varier artificiellement le cours ou la valeur d'un instrument financier admis [...]; de prendre une mesure ou avoir un comportement donnant, ou dont il y a raisonnablement lieu de croire qu'ils donnent, une impression fautive sur le marché, le cours ou la valeur d'un instrument financier admis ».

que la position du prestataire semble ici être plus celle d'un complice que d'un auteur principal : il a agi sur instruction de ses donneurs d'ordres et non à son initiative propre. Certes, cela n'enlève rien de sa faute : surtout qu'ici les éléments relevés par la décision semblent attester qu'il avait conscience que l'objectif était de « pousser » des cours, et non de réaliser des transactions effectives et qu'il a d'ailleurs mis au service de ses clients son expertise de marché pour réaliser au mieux cet objectif. Il semble toutefois que les donneurs d'ordres n'ont pas été simultanément poursuivis, ni même d'ailleurs entendus dans le cadre de l'enquête. Peut-on alors totalement exclure qu'ils soient en mesure de justifier de façon acceptable tout ou partie des interventions réalisées ? Sur l'un des titres en cause, il faut ainsi relever que la commission retient que les interventions du prestataire pour compte de son donneur d'ordres ont représenté 30 % du volume de marché et qu'une conversation enregistrée met en évidence que le donneur d'ordres a demandé au sales trader du prestataire de « faire un cours ». « Faire un cours » en générant 30 % du volume est-il nécessairement constitutif d'une manipulation de marché ? Cela n'est pas certain : la volonté de « casser » un seuil dans le cadre d'une analyse chartiste par exemple peut constituer une explication plausible, et dont le caractère répréhensible mériterait d'être établi.

AMF – Commission des sanctions – Manquements – Imputation – Dirigeants (oui)

AMF – Com. des sanctions, 28 février 2008, Euroland Finance et autres.
Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1047.

L'émetteur est, par nature, responsable des informations communiquées en son nom par ses différents représentants légaux. Le président du directoire de l'émetteur est également responsable d'une information dont il aurait dû s'assurer de l'exactitude.

Les dirigeants d'un PSI doivent être regardés comme intervenant pour le compte de la société, de sorte que les manquements commis par le dirigeant au nom de la société sont imputables à l'un et à l'autre.

Cette décision est intéressante non par le fond de l'affaire mais par les questions d'imputabilité qu'elle tranche. Sur le fond, en effet, l'AMF sanctionne, en premier, un émetteur et son dirigeant qui ont manqué à la bonne information du marché dans des conditions qu'il n'appartient pas de discuter ici¹⁶, en deuxième, des personnes qui ont commis des manquements d'initiés dans des conditions qu'il ne convient pas non plus de commenter¹⁷, enfin un prestataire simplement agréé pour le service de RTO pour avoir accompli un service de placement. En

revanche, la décision retient l'attention pour les questions d'imputabilité qu'elle règle, d'un côté à propos de manquements à la bonne information du marché reprochés à un émetteur, de l'autre pour la réalisation d'un service d'investissement sans agrément par un prestataire.

Sur l'imputation du manquement à la bonne information du marché, l'AMF retient à la fois la responsabilité de l'émetteur en tant que personne morale et la responsabilité du dirigeant. Elle admet la responsabilité de la personne morale en raison du fait que le manquement a été commis par son dirigeant pour le compte de celle-ci. L'AMF retient une présomption de responsabilité de l'émetteur du fait de son dirigeant : l'émetteur « est, par nature, responsable des informations communiquées en son nom par ses différents représentants légaux ». Elle est donc dans la ligne de la jurisprudence de la Cour de cassation¹⁸

S'agissant du dirigeant, l'AMF prend soin de caractériser en quoi il a personnellement manqué à l'obligation de bonne information du marché. Mais elle ne limite pas l'engagement de responsabilité du dirigeant au cas où il est démontré qu'il a positivement réalisé le manquement et l'étend à l'hypothèse dans laquelle le dirigeant aurait dû savoir, c'est-à-dire aurait dû vérifier la qualité de l'information délivrée : « en sa qualité de président du directoire, [il] aurait dû s'assurer de l'exactitude de l'information délivrée à l'occasion de l'augmentation du capital » ; dès lors, il « savait » ou aurait, à tout le moins, « dû savoir » que l'information donnée était inexacte ». Autrement dit, le dirigeant de l'émetteur a une obligation de diligence en matière d'information financière, qui lui impose de ne pas se reposer sur ces services mais de s'assurer lui-même de l'exactitude de l'information délivrée, de sorte que s'il ne procède pas à cette vérification, il engage sa responsabilité de plein droit. Telle est la position du Conseil d'État¹⁹

La question de l'imputabilité est également abordée par la décision à propos d'un prestataire de services d'investissement et de son dirigeant. En l'espèce, il était reproché au prestataire d'avoir accompli un service d'investissement alors qu'il n'était pas agréé pour celui-ci (le service de placement alors qu'il était simplement agréé pour la RTO). Il lui est également reproché d'avoir manqué au principe du respect de la primauté de l'intérêt du client. La décision estime que le dirigeant a personnellement conclu à la réalisation de ces différents manquements, ce qui justifie l'engagement de sa responsabilité personnelle. Elle s'appuie pour cela sur les dispositions de l'art. L.613-21 du Code monétaire et financier de l'époque, qui n'a pas changé sur ce point, qui visait et vise toujours les « personnes physiques... agissant pour le compte de l'une des personnes mentionnées au... », ce qui ne laisse aucun doute sur la possibilité d'engager la responsabilité des dirigeants des prestataires en même temps que du prestataire personne morale dès lors qu'ils ont personnellement concouru au manquement. La décision s'inscrit donc dans la jurisprudence récente du Conseil d'État du 6 juin 2008 (voir ci-dessus).

16. L'émetteur et son dirigeant semblent avoir laissé croire au marché qu'une augmentation de capital réglerait toutes les difficultés financières alors qu'une dette fiscale substantielle n'avait pas été prise en compte et que l'émetteur s'est retrouvé en état de cessation des paiements un mois et demi après la clôture de la souscription.

17. Les personnes poursuivies avaient vendu leurs titres quelques heures ou quelques jours après avoir été informées de l'éminence de l'état de cessation des paiements, l'une d'elles ayant même vendu à terme.

18. Cass.com., 19 décembre 2006, Vivendi Universal, revues précitées.

19. CE, 15 mars 2006 : Barre, n° 276375 ; CE, 6 juin 2008, deux arrêts, précités. Voir E. Bouretz et J.L. Emery, ouvrage précité, n° 115 et s.

Prestataire de services d'investissement – Conflits d'intérêts

AMF, com. des sanctions, 24 avril 2008, Gestion SA et M Naih el Yagigi.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 2001,
3^e éd., n° 1085 et s.

Il n'existe pas de conflits d'intérêts entre des sociétés sœurs d'un même groupe.

Parmi les motifs ayant justifié de la décision rendue le 24 avril 2008 par la commission des sanctions, l'on relève une intéressante perception des conflits d'intérêts. La commission considère en effet qu'il n'existe pas de conflit d'intérêts entre deux sociétés lorsqu'à l'époque des faits reprochés, ces sociétés qualifiées de « jumelles » avaient exactement les mêmes actionnaires avec la même répartition du capital.

Cette approche réaliste des conflits d'intérêts, fondée sur les relations économiques, fait fi de la personnalité juridique des sociétés, ce qu'il convient de relever. Cette position se fonde sur les termes de l'article L 533-10 du Code monétaire et financier qui, dans sa définition des conflits d'intérêts, vise les prestataires de services d'investissements mais également les personnes placées sous leur autorité ou encore celles qui leur sont directement ou indirectement liées par une relation de contrôle. À l'heure où les établissements financiers élaborent des registres de conflits d'intérêts, la définition pragmatique de ceux-ci devait être rappelée.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Prescription en matière civile – Délais – Décompte

Loi n° 2008-561 du 17 juin 2008 portant réforme de la prescription en matière civile, JO du 18 juin 2008.

La loi n° 2008-561 du 17 juin 2008, portant réforme de la prescription en matière civile, harmonise et modernise les règles de la prescription civile, en réduisant le nombre et la durée des délais applicables, en simplifiant leurs modalités de décompte et en autorisant, sous certaines conditions, leur aménagement conventionnel.

Voilà un texte qui n'est pas spécifique aux activités de marché financier mais dont les conséquences, comme dans d'autres domaines, y seront importantes ! Il s'agit de la loi n° 2008-561 du 17 juin 2008 portant réforme de la prescription en matière civile, publiée au Journal officiel du 18 juin 2008 qui vise à harmoniser et à moderniser les règles de la prescription civile, en réduisant le nombre et la durée des délais applicables, en simplifiant leurs modalités de décompte et en autorisant, sous certaines conditions, leur aménagement conventionnel. Comme l'a rappelé le rapporteur du projet de loi au Sénat²⁰, la

« technicité du sujet ne doit pas masquer son importance pour la vie des citoyens et la compétitivité de notre droit, enjeu stratégique dans une économie moderne ».

Au départ proposition de loi d'origine sénatoriale²¹, elle fait suite à la mission d'information de la commission des lois du Sénat sur le régime des prescriptions civiles et pénales²², conduite entre février à juin 2007 qui elle-même, se plaçait dans le prolongement de l'avant-projet de réforme du droit des obligations et du droit de la prescription rédigé par M. Philippe Malaurie sous l'égide de Pierre Catala. S'il n'est bien sûr pas question de présenter en détail un dispositif qui dépasse de beaucoup le cadre de cette chronique, il paraît néanmoins utile d'attirer l'attention sur quelques-uns de ses aspects saillants.

Rappelons d'abord que si le principe général, fixé par le Code civil en 1804, était que la prescription civile était trentenaire, la réalité était quand à elle beaucoup plus complexe : en 2004, le groupe de travail présidé par Jean-François Weber, président de la troisième chambre civile de la Cour de cassation, a ainsi recensé plus de 250 délais de prescription différents, allant d'un mois à trente ans. Par ailleurs, les conditions de décompte de ce délai de prescription étaient rendues complexes à la fois par la définition de son point de départ et l'impact des éventuelles interruptions ou suspensions de son cours.

En outre, et comme l'avait relevé la mission d'information du Sénat, de nombreux États européens ont retenu une durée plus courte pour la prescription de droit commun : elle est ainsi de dix ans en Finlande, en Italie, en Suède et en Suisse, de six ans au Royaume-Uni et de trois ans en Allemagne.

Alors que les règles de prescription ont un coût non-négligeable, lié aux obligations de conservation de la preuve, dans des conditions parfois très encadrées, que la justification d'une durée longue est moins évidente dans un monde où l'accès aux informations nécessaires à l'exercice des droits est de plus en plus aisé, et que les règles de prescription constituent un élément de la concurrence entre les systèmes juridiques nationaux, il est apparu nécessaire de moderniser et de rendre cohérentes les règles de la prescription civile.

C'est dans ce contexte que le délai de la prescription extinctive est porté de 30 à 5 ans pour les actions personnelles ou mobilières (C. civ., art. 2224), de 10 à 5 ans pour les obligations nées à l'occasion de leur activité entre commerçants ou entre commerçants et non commerçants (C. com., art. L. 110-4). En revanche, en ce qui concerne les actions des professionnels pour les biens et services qu'ils fournissent aux consommateurs, leur délai de prescription reste fixé à deux ans (C. cons., art. L. 137-2).

Ces délais peuvent être aménagés conventionnellement afin de les abrégé (jusqu'à une durée minimum d'un an) ou de les allonger (jusqu'à une durée maximum de 10 ans). Cependant, cette faculté laissée aux parties exclut notamment, les intérêts des sommes prêtées et généralement, les actions en paiement de tout ce qui est paya-

20. Rapport Sénat n° 83, 2007-2008, Laurent Bêteille, p. 9.

21. Déposée en août 2007, elle a commencé à être examinée en novembre 2007.

22. Rapport Sénat n° 338, 2006-2007, MM. Jean-Jacques Hyest, Hugues Portelli et Richard Yung.

ble par années ou à des termes périodiques plus courts (C. civ., art. 2254). En tout état de cause, l'aménagement conventionnel est expressément interdit dans les relations entre professionnels et consommateurs (C. cons., art. L. 137-1) et dans les contrats d'assurance (C. ass., art. L. 114-3).

Dans le même temps, les modalités de décompte de la prescription extinctive sont simplifiées et clarifiées. Trois points sont plus particulièrement à noter à cet égard. Tout d'abord, le point de départ du délai de droit com-

mun est désormais fixé au jour où le titulaire d'un droit a connu ou aurait dû connaître les faits lui permettant de l'exercer (C. civ., art. 2224). Ensuite, le report du point de départ, la suspension ou l'interruption de la prescription ne peut avoir pour effet de porter le délai de la prescription extinctive au-delà de 20 ans à compter du jour de la naissance du droit (C. civ., art. 2232). Enfin, le délai de prescription est suspendu lorsque les parties recourent à la médiation ou s'engagent dans une démarche de conciliation (C. civ., art. 2238). ■

Plus de 17 000 ouvrages
sur le seul sujet
qui vous obsède vraiment.

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

RB
REVUE
BANQUE