

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

Information inexacte. Responsabilité des dirigeants (oui). Responsabilité des commissaires aux comptes (oui). Point, Donval, Emonard, décision AMF du 18 novembre 2004, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd., 2001, n° 1050 et suiv.

En certifiant des comptes inexacts, les commissaires aux comptes d'une société cotée ont surpris la confiance du marché et porté préjudice aux actionnaires, justifiant le prononcé d'une sanction pécuniaire à leur encontre par l'AMF.

L'AMF peut-elle exercer son pouvoir de sanction à l'égard des commissaires aux comptes ? Peut-elle sanctionner un commissaire aux comptes pour complicité d'information inexacte ou trompeuse ? Les relations entre le régulateur boursier et les commissaires aux comptes sont anciennes et encore plus fortes depuis la création de l'AMF. En témoignent les dispositions de la loi LSF qui ont profondément accru le rôle du régulateur boursier vis-à-vis des commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne¹ ; en témoigne également la décision commentée. Les faits jugés par l'AMF le 18 novembre 2004 sont relativement classiques. Une société dont les titres sont échangés sur le marché libre fait l'objet d'une déclaration de cessation des paiements, puis d'une procédure de liquidation. La responsabilité du dirigeant est recherchée pour diffusion d'informations inexactes et trompeuses du fait notamment d'une majoration du chiffre d'affaires et des résultats par la prise en compte induite d'un contrat et de la cession de brevets, mais aussi pour

avoir délivré des prévisions de croissance trop optimistes et réservé au site Internet de la société certaines informations. Pour leur part, les commissaires aux comptes sont appelés en responsabilité pour avoir procédé à la certification des comptes sans réserves. Il s'agissait donc de savoir si les erreurs d'appréciation dans la certification des comptes constituaient une simple faute professionnelle dont l'appréciation relevait du Haut conseil du commissariat aux comptes (le " H3C ") ou bien de fautes liées à la protection du marché et des investisseurs. Question double en vérité : de compétence et de nature de la faute.

1 On se souvient que dans une affaire KPMG, la cour d'appel de Paris avait reconnu le pouvoir de la COB de sanctionner les commissaires aux comptes, même si au cas d'espèce elle avait annulé la décision de sanction pour atteinte à l'exigence d'impartialité en raison du cumul des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement². Les magistrats parisiens avaient jugé qu'« *il résulte des dispositions de l'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 et de l'article 3 du règlement COB n° 90-02 que la société [KPMG] n'est pas fondée à prétendre qu'en sa qualité de commissaires aux comptes, elle échappe à l'application du règlement n° 90-02* » et qu'en conséquence le régulateur boursier est bien compétent pour sanctionner des commissaires aux comptes. Malgré cette décision dénuée d'ambiguïté, les commissaires aux comptes, dans l'affaire commentée, contestèrent une nouvelle fois le principe de la compétence de l'AMF à leur égard, comme ils l'avaient déjà fait dans le dossier KPMG. Peut-être n'est-ce pas un combat isolé et cette nouvelle bataille est-elle le signe d'une tentative généralisée de la profession d'échapper au bras armé du régulateur. Tout comme la cour d'appel de Paris, dont la Commission des sanctions se plaît à citer la

¹ Cf. A. Pietrancosta, « La réforme du Commissariat aux comptes », in Loi sur la sécurité financière, Banque éd. 2004, ouv. coll. dir. par H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 227.

² Cf. Paris, 7 mars 2000, KPMG / Cob, Bull. Joly bourse 2000, § 51, p. 244, note N. Rontchevsky.

décision, l'AMF affirme qu'« il résulte des dispositions combinées de l'article L. 621-14 et du c du II de l'article L. 621-15 du [code monétaire financier] (...) que ces dispositions ont, à l'évidence, vocation à s'appliquer à tout auteur d'une telle pratique, fût-il commissaire aux comptes ». Mais est-ce si évident depuis la fusion de la responsabilité disciplinaire et de la responsabilité administrative par la loi de sécurité financière à l'occasion de la création de l'AMF ?

L'art. L.621-15 du Code monétaire et financier donne pouvoir à l'AMF de prononcer des sanctions. Les personnes qui peuvent en être l'objet sont d'abord et principalement les professionnels de l'activité financière³ ; il est manifeste que les commissaires aux comptes n'en font pas partie et qu'ils ne peuvent en particulier être assimilés à des analystes financiers⁴. Cependant, il existe également une catégorie ouverte⁵, dans laquelle peuvent entrer les commissaires aux comptes : toute personne autre que l'une des précédentes, auteur de « pratiques contraires aux dispositions législatives ou réglementaires, lorsque ces pratiques sont de nature à porter atteinte aux droits des épargnants ou ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché, de porter atteinte à l'égalité d'information ou de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts ou de faire bénéficier des émetteurs ou les investisseurs des agissements d'intermédiaires contraires à leurs obligations professionnelles »⁶.

Mais la Commission des sanctions de l'AMF est-elle compétente pour poursuivre un commissaire aux comptes ? La question se pose car le commissaire aux comptes relève d'une profession réglementée, soumise à une déontologie et une discipline propres. En effet, depuis la loi du 24 juillet 1966, les commissaires aux comptes ont un régime disciplinaire particulier⁷, aujourd'hui organisé par les art. L.822-6 et s. du Code de commerce et précisé par un décret d'application de 1969⁸, toujours en vigueur. Les sanctions principales sont au surplus les mêmes que celles qui peuvent être prononcées par l'AMF : avertissement, blâme, interdiction temporaire et radiation⁹. Dès lors, la conséquence logique à en tirer est que les commissaires aux comptes, professionnels relevant du Code de commerce et non du Code monétaire et financier et d'une procédure disciplinaire propre devant les chambres régionales de discipline et le Haut conseil du commissariat aux comptes¹⁰, ne peuvent logiquement relever de la Commission des sanctions de l'AMF, du moins d'un point de vue disciplinaire. Il en irait de même de tout autre professionnel appartenant à une profession réglementée dotée d'une déontologie et d'une procédure disciplinaire spécifiques, par exemple un avocat.

Il n'est pas besoin de faire appel à la règle d'interprétation traditionnelle « *specialia generalibus derogant* »¹¹ pour admettre qu'un régime disciplinaire propre à une catégorie de professionnels réglementés exclut des poursuites disciplinaires contre ces mêmes professionnels au titre d'une autre autorité que leur autorité professionnelle et disciplinaire. À cela s'ajoute, ce qui n'est pas la moindre des raisons, qu'admettre le contraire permettrait une double poursuite disciplinaire pour les mêmes faits, ce qui ne serait pas acceptable. Si l'on peut théoriquement admettre, encore que ce soit discutable, que les mêmes faits puissent faire l'objet de plusieurs poursuites dès lors que chacune met en jeu une qualification différente, c'est-à-dire une qualification disciplinaire d'un côté et pénale de l'autre, on ne peut admettre un cumul de qualifications identiques, disciplinaires en l'occurrence. Enfin, cette articulation logique est confirmée par la coordination organisée par la loi entre les juridictions disciplinaires des CAC et l'AMF. En effet, d'une part le président de l'AMF est membre du Haut conseil du commissariat aux comptes¹², qui est la plus haute instance disciplinaire des CAC¹³, d'autre part, il peut saisir le procureur général aux fins d'exercice de l'action disciplinaire contre un CAC¹⁴ (il en va de même pour les mesures provisoires¹⁵) ; enfin il peut exercer un recours contre les décisions des chambres régionales de discipline¹⁶. Par conséquent, il semble bien que l'AMF ne puisse poursuivre disciplinairement un commissaire aux comptes devant elle.

Pour autant, cela interdit-il à l'AMF de poursuivre un commissaire aux comptes en manquement administratif et de lui infliger une sanction pécuniaire ? A priori non, les deux types de poursuites, disciplinaires et administrative, devant être distinguées. La situation était d'ailleurs assez claire avant la fusion de la COB et du CMF : si le CMF n'avait qu'une compétence disciplinaire à l'égard des professionnels de marché, dont ne faisaient pas partie les CAC¹⁷, la COB avait un pouvoir sanctionnateur général, de nature administrative, et pouvait ordonner à toute personne de mettre fin à toute pratique contraire à ses règlements, en particulier lorsque ces pratiques avaient pour effet de fausser le fonctionnement du marché ou de porter atteinte à l'égalité d'information des investisseurs¹⁸, et de la poursuivre et prononcer à son encontre une peine pécuniaire¹⁹, fût-ce un commissaire aux comptes. C'est ce qu'avait jugé la cour d'appel de Paris en 2000 dans l'affaire KPMG déjà citée. L'AMF ayant recueilli les missions et les compétences du CMF et de la COB, on peut en déduire, au moins de prime abord, qu'elle peut prononcer, outre des peines disciplinaires à l'égard des professionnels qu'elle a charge de contrôler, des condamnations pécu-

3 - Article L.621-9 II, 1° à 8° et 11°, sur renvoi de l'article L.621-15 II-a

4 - L'art. L.544-1 C.mon.fi. précise que l'analyste financier est celui qui " produit et diffuse des études sur les personnes morales faisant appel public à l'épargne en vue de formuler et de diffuser une opinion sur l'évolution prévisible des dites personnes morales et, le cas échéant, sur l'évolution prévisible du prix des instruments financiers qu'elles émettent ".

5 - Art. L.621-15 II (c) C.mon.fi.

6 - Art. L.621-14 I C.mon.fi., sur renvoi de l'art. L.621-15 II c).

7 - Loi du 24 juillet 1966, art. 219, codifié en 2002 à l'art. L.225-219 du Code de commerce.

8 - Décret n° 69-810 du 12 août 1969.

9 - Art. L.822-8 C.com. intègre dans la loi les sanctions actuellement prévues par le décret du 12 août 1969 (art. 89). Celles qui peuvent être

prononcées par l'AMF sont visées à l'art. L.621-15 III C.mon.fi.

10 - Art. L.822-6 C.com. pour les chambres régionales de discipline et L.821-1 in fine pour le Haut conseil du commissariat aux comptes.

11 - Voir Vocabulaire juridique Capitan, sous la direction de G. Cornu, 7^e éd., PUF, vo « Spécial(ale,aux) »

12 - Art. L.821-3 2° C.com.

13 - Art. L.821-1 C.com.

14 - Art. L.822-7 C.com.

15 - Art. L.821-10 C.com.

16 - Art. L.822-7 C.com.

17 - Ancien art. L.622-16 C.mon.fi.

18 - Ancien art. L.621-14 C.mon.fi.

19 - Ancien art. L.621-15 C.mon.fi.

naires à l'encontre de toute personne qui manque à ses règlements, ce que ne peut faire une juridiction disciplinaire.

Mais la fusion de la COB et du CMF a emporté fusion des procédures et des sanctions que pouvaient prononcer ces autorités, de sorte qu'aujourd'hui il y a unité formelle : qu'il s'agisse de professionnels des marchés ou de personnes extérieures, ils peuvent tous être poursuivis par la même procédure devant la Commission des sanctions de l'AMF ; qu'il s'agisse des uns ou des autres, ils peuvent subir les mêmes sanctions, semble-t-il. Dès lors, la nouvelle procédure de sanction de l'AMF est à la fois une procédure disciplinaire et une procédure administrative. Pour autant, les sanctions ne sont pas de même nature. En cas de manquement par un CAC à la réglementation de l'AMF, celui-ci peut-il être très probablement poursuivi par la Commission des sanctions de l'AMF pour le prononcé d'une sanction pécuniaire administrative ; en revanche, l'éventuel prononcé d'une sanction disciplinaire (avertissement, blâme, interdiction temporaire d'exercice et radiation) ne peut certainement être prononcée que par l'instance spécialement compétente, la chambre régionale de discipline des commissaires aux comptes ou, sur recours, le H3C.

2 La compétence de l'AMF affirmée avec force par celle-ci, restait à vérifier que les commissaires aux comptes avaient, en certifiant les comptes de la société, participé à une information inexacte susceptible de retenir leur responsabilité administrative devant l'AMF, et non simplement commis une négligence professionnelle. Les mis en cause estimaient que la certification d'informations inexactes ou trompeuses ne constituait pas une violation des exigences de l'article 2 du règlement COB 98-07 (aujourd'hui codifié à l'article R. 222-2 du RG AMF), aux termes duquel l'information donnée doit être « exacte, précise et sincère », dans la mesure où les erreurs liées à la certification n'auraient pas été commises sciemment, mais auraient résulté d'un simple défaut de diligence ou de vigilance. Dans un premier temps, l'AMF indique que la « certification sans réserve engage la responsabilité de leur auteur », ce qui lui permet, dans un second temps, de considérer que caractérise « une violation particulièrement grave du règlement 98-07 le fait, pour les commissaires aux comptes, d'avoir trahi la confiance du marché en donnant pour réguliers, sincères et fidèles des éléments comptables dont ils auraient su qu'ils ne l'étaient pas ; que la certification, faite en toute connaissance de cause, des comptes inexacts procède en effet d'une tromperie, qui est tout à fait distincte d'une simple faute professionnelle et met en cause la responsabilité personnelle de ses auteurs ».

Voilà affirmée une responsabilité alourdie pour les commissaires aux comptes. Il ne leur suffit plus d'effectuer leur mission traditionnelle de vérification de la régularité,

de la sincérité et de l'« image fidèle » des comptes, il leur faut dorénavant aller plus loin et veiller au caractère exact précis et sincère des informations délivrées par les comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne. Si la certification n'était pas jusque-là considérée comme une garantie d'exactitude mais, selon une doctrine autorisée, la simple vérification que les comptes ont été établis de bonne foi²⁰ et donnent une présentation objective de la situation de la société²¹, elle le devient avec la présente décision.

Cette position de l'AMF s'écarte de celle des juges en matière de responsabilité civile des commissaires aux comptes, qui n'admettent en général la responsabilité de ces derniers que dans l'hypothèse où ils ont sciemment certifié des comptes inexacts et où l'apparence de régularité a induit des tiers en erreur²². En matière boursière, l'argument du strict respect des règles et normes comptables professionnelles ne semble plus suffisant pour obtenir, contrairement à la situation en matière civile (et ce même parfois en présence d'erreurs d'appréciation avérées²³), une exonération de responsabilité.

Il est vrai que n'est pas seulement la société et les actionnaires qu'il convient de protéger, mais les investisseurs présents et futurs, c'est-à-dire le marché, qui est de plus en plus érigé en intérêt général ou en bien public selon la nouvelle expression en vogue en droit européen. C'est parce que le fonctionnement des marchés financiers repose sur la confiance – bâtie par ses différents acteurs, y compris les commissaires aux comptes – et qu'il crée une chaîne entre tous les intervenants – le risque systémique – que tout événement qui ébranle cette confiance et ce réseau de solidarités doit voir son auteur sanctionné. En l'espèce, les sanctions prononcées sont restées symboliques, les commissaires aux comptes ayant été condamnés l'un à une sanction pécuniaire de 10 000 € et l'autre à 20 000 €.

Mais que les autres participants au marché financier ne se réjouissent pas trop vite du malheur des professionnels de l'audit ! Ce qui est à la charge du commissaire aux comptes qui certifie des comptes peut être transposé *mutatis mutandis* au prestataire de services financiers qui signe la note d'information d'un émetteur à l'occasion d'une opération financière. Certes, le PSI ne certifie rien du tout ; il doit seulement « attester » que ses diligences « n'ont révélé dans le contenu du prospectus aucune inexactitude ni aucune omission significative de nature à induire l'investisseur en erreur ou à fausser son jugement ». Mais ne s'agit-il pas là d'un rôle comparable à celui des commissaires aux comptes, motivé comme celui-ci par le professionnalisme des intervenants qui, par leur présence et leur compétence, donnent confiance au public ? Tel était, entre les lignes, les objectifs de la réforme de la procédure du visa de la COB, dont une redistribution des responsabilités qui pourrait résulter²⁴.

20 P. Le Cannu, Droit des sociétés, Montchrestien, 2^e éd. 2003, n° 514, p. 304.

21 J.-F. Barbiéri, Dict. Joly Sociétés, Commissaire aux comptes, n° 85.

22 cf. Cass.Com., 17 octobre 1984 : JCP 1985. II. 20458, note A. Viandier ; Cass. Com., 9 février 1988, Bull. Joly 1988, p. 275, § 73, note P. Le Cannu. D'une manière générale, sur cette question, voir

J.-F. Barbiéri, « Responsabilité du commissaire aux comptes : la gestion du risque judiciaire (revue de jurisprudence récente) » : Bull. Joly 2002, p. 1277, § 271.

23 Caen, 30 mai 2000 : Bull. CNCC, n° 119, sept.- 2000, p. 377, note Ph. Merle.

24 Cf. cette chronique, Banque & Droit n° 85, sept.- oct. 2002, p. 30.

Ordres. Preuve.

CA Paris, 15^e A, 9 avril 2004 et 7 septembre 2004. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 537. et s.

La preuve d'un ordre de bourse peut être rapportée par tout moyen entre des parties en relations d'affaires.

Ces deux décisions méritent simplement d'être signalées. Dans la première, était en cause la preuve d'ordres passés via Internet. La cour se satisfait du compte-rendu interne de la société rédigé à la suite d'un appel téléphonique du client et des traces conservées par l'informatique de la société. Elle ajoute que la contestation lui paraît tardive, le client n'ayant pas réfuté les avis d'opéré reçus le lendemain des opérations ni la lettre lui rappelant l'obligation de couverture cinq jours après, et n'ayant soulevé de difficultés qu'à l'égard du décompte de liquidation reçu trois semaines après. Le tout forme pour la cour des présomptions suffisantes de l'existence et de la nature des ordres.

Dans la seconde, des ordres d'achat de warrants avaient été acceptés par téléphone alors que la convention de compte exigeait une demande écrite. La cour, pour écarter ce grief, se contente de constater qu'une pratique s'était instaurée entre les parties, dérogeant aux stipulations contractuelles. Elle admet que la banque peut donc prouver l'existence des ordres par tout moyen compte tenu des habitudes prises entre les parties.

Ordres en ligne. Défait de couverture. Liquidation. Délai préalable de reconstitution.

CA Paris, 15^e B, 19 septembre 2004, Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 567. et s.

Un courtier en ligne n'est pas fondé à liquider les titres du titulaire du compte pour régulariser une insuffisance de couverture dès lors que celui-ci n'a pas bénéficié du délai contractuellement prévu pour la reconstitution de sa couverture. Mais le client qui ne peut démontrer qu'il aurait pu couvrir son débit dans ce délai ne subit aucun préjudice

Si la liquidation d'office est une arme discrétionnaire entre les mains de l'intermédiaire, elle n'en doit pas moins intervenir dans les conditions prévues par la convention liant les parties. En l'espèce, la convention de compte prévoyait que la liquidation ne pouvait être mise en œuvre que dans le délai d'un jour de bourse à compter d'une mise en demeure. Or, en l'espèce, si la société avait bien envoyé un télégramme au débiteur vingt-quatre heures avant la liquidation, le client a pu démontrer qu'il n'avait pu en avoir connaissance avant plusieurs jours. Mais, si la cour juge que la liquidation est dans ces circonstances intervenue prématurément, elle n'en exonère pas moins le courtier de toute condamnation, le débiteur ne démontrant pas qu'il disposait de liquidités suffisantes pour couvrir ses positions dans un délai aussi court, ce qui a déjà été jugé par cette même cour²⁵.

²⁵ - CA Paris, 25^e B, 14 mai 2004 : Banque & Droit n° 98, novembre-décembre 2004, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

Ordre de bourse donné via un mandataire. Mandataire averti. Obligation d'information envers le client. (oui)

Com. 5 octobre 2004. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 989 et s.

Une société de bourse manque à son devoir d'information envers un client profane en n'attirant pas son attention sur les dangers des ordres donnés pour son compte par un mandataire, sans qu'il importe de rechercher si ce mandataire était doté de compétences particulières.

Nouvelle extension du domaine de l'obligation d'information des sociétés de bourse au profit des clients profanes qui réalisent des opérations à terme : l'information est due au client même si celui-ci a confié un mandat de gestion à un tiers compétent. La solution peut se comprendre : d'une part, l'obligation de la société de bourse est indépendante du point de savoir qui gère le compte, du client ou d'un gestionnaire, il s'agit d'une obligation professionnelle, attachée à la qualité de prestataire de services d'investissement, due au client dans tous les cas ; d'autre part, le risque couru par le client n'est pas moins grand si la gestion de son portefeuille est confiée à un gestionnaire ; il faut attirer son attention sur le profil de gestion choisi et les risques aggravés courus lorsque le profil est « spéculatif ». Elle n'en est pas moins sévère et quelque peu discutable : dès lors que le client avait choisi un mandataire professionnel, ne se trouvait-il pas dans une situation équivalente à celle d'un client averti ?

PSI. Obligation de bonne conduite. Pot pourri de ce qu'il ne faut pas faire.

AMF, Commission des sanctions, décisions du 25 octobre 2004 et du 3 novembre 2004. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 1082 et s.

Sont des manquements punissables : le fait d'affecter une opération après coup, de procéder à des opérations contraires aux intérêts des clients, de porter atteinte aux intérêts de son employeur, de ne pas exercer les pouvoirs et responsabilités que confère le statut de dirigeant d'une société et de ne pas être organisé pour prévenir les conflits d'intérêt.

La décision de sanction prononcée par la commission spécialisée de l'AMF le 25 octobre 2004 est un concentré de ce qu'il ne faut pas faire. Le premier professionnel condamné est un « sales trader » d'une banque d'investissement qui a fait affecter *a posteriori* des opérations gagnantes d'aller et retour du même jour. La particularité de l'affaire tient à ce qu'il en a fait profiter non un client direct de son employeur, mais un client d'une autre banque, spécialisée dans la gestion de fortune. Y avait-il des liens entre l'intéressé et le client avantagé ? Le trader y a-t-il trouvé un profit personnel ? Rien ne le dit. Il n'en reste pas moins que la pratique était hautement blâmable et portait atteinte tant aux intérêts de l'employeur qu'à

l'intégrité du marché. L'intéressé, licencié par ailleurs, est condamné à une interdiction d'exercer de cinq ans et à 200 000 €, ce qui révèle la gravité des faits aux yeux de la Commission des sanctions. En revanche, la banque qui l'employait est dégagee de toute responsabilité car il est démontré que les opérations critiquées avaient été réalisées dans son dos, si l'on peut dire, et sans profit pour elle, et qu'elle avait immédiatement et opportunément réagi dès qu'elle avait découvert le premier indice.

Comme ce professionnel n'avait pu réussir qu'avec la complicité de son interlocutrice habituelle de la banque privée, cette dernière était également poursuivie pour les mêmes faits. Elle est cependant indemne de toute condamnation pour la raison que « placée directement sous l'autorité de son supérieur hiérarchique, (elle) a exécuté les ordres de ce dernier, après qu'il lui eut donné les validations nécessaires à la satisfaction des exigences pressantes du client ». D'où il faut conclure que l'AMF admet pour les salariés d'un PSI le fait justificatif tiré de l'ordre du supérieur hiérarchique, l'équivalent de l'« ordre de l'autorité légitime » du droit pénal (art. 122-4 du code pénal). Sans doute, comme en droit pénal, le salarié devrait-il néanmoins refuser d'exécuter une instruction qui serait manifestement illégale et ne pourrait-il s'en prévaloir pour exonérer sa responsabilité. C'est ce que juge l'AMF à propos d'une autre opération de l'employée de la banque privée, en remarquant qu'elle « était parfaitement consciente de l'irrégularité de son comportement ». Là est sans doute l'intérêt majeur de cette première partie de la décision : un employé d'un PSI ne peut se retrancher derrière son statut de subordonné s'il commet lui-même, en toute conscience, un manquement aux lois et règlements. La Commission des sanctions tient cependant compte en l'espèce de la jeunesse et de la relative inexpérience de la salariée et ne lui inflige qu'un avertissement. Ce n'est pas la première fois que l'autorité de régulation retient ce type de circonstances atténuantes. Il était enfin reproché à la banque privée elle-même d'avoir manqué à diverses obligations fondamentales et en particulier d'avoir eu une organisation déficiente qui n'avait pas permis d'éviter les conflits d'intérêt. Elle est sanctionnée par un blâme et une sanction pécuniaire d'un million d'euros, qui tient compte des gains réalisés.

Une autre personne était poursuivie, non seulement pour ne pas avoir systématiquement vérifié l'identité et la capacité juridique de ses clients, mais surtout pour ne pas avoir respecté l'intérêt des clients dans l'exécution des ordres sur le marché obligataire. En effet, à plusieurs reprises, l'intéressé avait procédé à des opérations dans des conditions manifestement contraires à toute loyauté, profitant de l'opacité de ce marché, qui est essentiellement un marché de gré à gré²⁶. Il lui était en particulier reproché d'avoir plusieurs fois acheté des obligations et de les avoir revendues avec un écart de cours substantiel, de 6,73 % une fois et de plus de 4 % les autres fois, ce qui est loin des marges habituellement pratiquées en courtage dans ce genre d'opération, qui sont toujours bien inférieures à 1 %. Il lui est encore plus reproché d'avoir sciemment organisé l'opacité de ces opérations et usé de véritables manœuvres pour y parvenir : non enregistrement des ordres d'achat, affichage artificiel d'un prix pour tromper le client, acquisi-

tion à plusieurs reprises de titres à un prix manifestement inférieur au cours sans en faire profiter le client, réalisation des opérations toujours au profit de la même banque privée. La Commission des sanctions y voit « une absolue déloyauté », d'autant plus grave que l'intéressé en a tiré « des profits considérables indûment réalisés » puisqu'il intervenait non seulement en qualité de négociateur sur le marché obligataire, mais également de conseil de la banque privée. Il est condamné à cinq années d'interdiction d'exercice et à 50 000 €. Il est vrai que l'on est loin de la « best execution ». A été également sanctionné l'employé de la banque privée qui s'était rendu complice de ces opérations, celui-ci ayant ainsi porté atteinte à l'intégrité du marché. Il est sanctionné par un avertissement et une condamnation à 100 000 €.

Le dernier poursuivi l'était à la fois en qualité de dirigeant de la banque privée et pour des manquements personnels. En qualité de dirigeant, il lui était reproché de ne pas avoir mis en place un contrôle des services d'investissement efficace et autonome. Pour tenter de se dégager, il a expliqué maladroitement que depuis le rachat de la banque par une maison mère étrangère, celle-ci avait introduit ses propres méthodes de contrôle et qu'au sein du groupe il n'en avait pas la responsabilité, celle-ci étant confiée à un comité d'audit centralisé. L'autorité de régulation lui répond fermement « qu'il (lui) appartenait [...], dès lors qu'il avait accepté la présidence de (la banque privée), d'assumer, notamment en matière de contrôle interne, sa responsabilité de dirigeant, dont il ne saurait s'exonérer en tentant de la reporter sur la maison mère ». Le motif doit être approuvé, tant en droit des sociétés qu'en droit boursier. En effet, le dirigeant d'une société ne peut jamais invoquer sa passivité comme fait justificatif d'une faute de gestion en général, car il est de sa responsabilité d'agir pour accomplir sa mission et d'exercer ses pouvoirs. S'il est vrai que l'insertion d'une société dans un groupe justifie la centralisation de certaines décisions, il n'en reste pas moins en droit français que chaque filiale demeure une société juridiquement autonome, ce qui certes présente l'inconvénient de mettre son dirigeant en porte-à-faux quand il est soumis aux instructions de ceux de la société mère, mais a l'avantage d'éviter à celle-ci d'être systématiquement responsable des conséquences de l'activité de ses filiales, tant vis-à-vis des créanciers que vis-à-vis des actionnaires minoritaires. De même, les prescriptions du droit boursier qui imposent au dirigeant d'un PSI de mettre en place des règles de saine gestion ne sauraient être éludées pour des raisons d'organisation sociale ; elles s'imposent concrètement et effectivement à celui ou ceux qui ont la responsabilité de la gestion (les deux dirigeants du droit bancaire et financier). Il lui était également reproché, à titre personnel, d'avoir fermé les yeux sur les défauts de couverture d'un client déterminé. Mais il échappe à toute condamnation de ce chef en raison d'« un très léger doute ». Au résultat, il est sanctionné par un blâme et une condamnation pécuniaire substantielle (800 000 €).

Que retenir au final ? Que la déontologie la plus élémentaire, qui consiste à toujours privilégier les intérêts du client, n'est pas toujours la mieux répartie et que l'autorité

26 - Revue du CMF n° 61, septembre 2003, p. 20 et s.

de régulation a encore un travail pour la diffuser chez les PSI et leurs collaborateurs ; qu'un employé peut se retrancher derrière les instructions reçues de son supérieur hiérarchique, tant qu'elles ne sont pas manifestement illégales ; que la jeunesse et l'inexpérience d'un collaborateur ne l'exonèrent pas de ses devoirs et de sa responsabilité, mais peuvent lui servir de circonstances atténuantes ; que le marché obligataire est décidément un marché opaque ; que les pratiques qu'on y rencontre encore trop souvent pourraient bien se retrouver dans le marché actions lorsque le principe de concentration aura disparu à la suite de la transposition de la Directive MIF ; que les dirigeants d'un prestataire de services d'investissement doivent eux-mêmes veiller à la bonne organisation interne de l'activité et ne pas se contenter de s'en remettre aux organes de la société mère chargée d'y veiller pour le groupe ; que les sanctions ont tendance à s'aggraver, ce qui démontre la volonté de l'autorité de régulation d'assainir le marché.

2 La décision du 3 novembre 2004 concerne encore la réaffectation des ordres. Y aurait-il quelque raison objective pour que l'affectation *a posteriori* du résultat des ordres soit une pratique si répandue ? La tentation est certainement forte d'y céder, pour lisser sur la durée les performances des portefeuilles, mais la gestion individuelle doit l'être. Même s'il est légitime et opportun de massifier les opérations pour diminuer les coûts, il n'en reste pas moins que la gestion sous mandat suppose une personnalisation des opérations et que la loyauté due au client et la confiance accordée par celui-ci imposent des règles d'affectation précises, décidées *a priori*. À défaut, tout devient possible, même les affectations *a posteriori* les plus inacceptables, au détriment des clients et au profit des amis. Les risques de conflit d'intérêts sont grands et doivent être, pour les plus évidents, prévenus et empêchés, pour les autres neutralisés par des murailles de Chine adaptées. Dans l'affaire jugée par l'AMF, il était d'abord reproché à deux des gestionnaires d'avoir réalisé des affectations *a posteriori* d'un certain nombre d'ordres groupés au profit des comptes de leur famille ou de leurs propres comptes. Il leur était ainsi reproché d'avoir manqué à l'obligation de définir au préalable les règles d'affectation des ordres et de ne pas avoir su prévenir les conflits d'intérêt pouvant survenir de la gestion de différents portefeuilles. L'un reçoit un simple avertissement, parce qu'il n'est pas avéré semble-t-il qu'il ait favorisé ses comptes et ceux de ses proches, et parce qu'il avait manifestement subi des pressions de sa direction. Le second reçoit un avertissement, mais se voit également condamné à une sanction de 30 000 €, à l'évidence pour avoir procédé à une affectation *a posteriori* d'une opération gagnante au profit de membres de sa famille.

Un autre gestionnaire était poursuivi pour avoir fait investir le fonds qu'il gérait dans un autre fonds qu'il gérait également, dans le seul dessein d'éviter la liquidation de ce dernier. Mais la Commission des sanctions retient que l'investissement ne portait que sur 0,5 % des actifs du premier fonds et, surtout, qu'il n'est pas démontré que les clients en aient finalement pâti, l'intéressé ayant avancé, sans avoir été démenti semble-t-il, que le fonds dans lequel il avait investi avait eu finalement une progression positive.

Par ailleurs, un autre professionnel était poursuivi pour manquement à son obligation d'information. Il lui était

en effet reproché d'avoir poursuivi une stratégie acheteuse de contrats (futurs) sur le CAC 40 et d'avoir caché aux clients les pertes potentielles qui pouvaient en résulter et qui d'ailleurs en ont résulté. Le gestionnaire est puni d'un blâme et d'une sanction pécuniaire de 30 000 €, l'autorité de régulation ayant semble-t-il tenu compte de ce qu'il avait été livré à lui-même et avait cherché à rembourser le client.

Celui qui semble avoir été le dirigeant de la société était également poursuivi pour n'avoir pas mis en place un contrôle interne sérieux, n'avoir pas accompli les diligences nécessaires pour s'assurer que la gestion s'effectuait dans l'intérêt des clients, pour prévenir les conflits d'intérêt et pour veiller à l'égalité de traitement entre les portefeuilles. Il est sanctionné par un blâme, une interdiction d'exercice de trois ans et une sanction de 70 000 €.

Enfin, la société était elle-même poursuivie pour organisation interne inadéquate, contrôle interne défaillant et dispositif déontologique inefficace. Elle subit un blâme et une sanction de 150 000 €.

Que retenir de cette affaire ? Peut-être trois enseignements. Le premier, que l'AMF devrait entreprendre un travail pédagogique approfondi à l'égard des gestionnaires pour leur faire prendre conscience de leurs obligations envers les clients et, en particulier, de leurs obligations de loyauté et d'égalité de traitement. Le deuxième, que la Commission des sanctions adapte manifestement ses condamnations aux circonstances concrètes des affaires. Le dernier, que la condamnation de la personne morale et de son dirigeant pour inadéquation de l'organisation interne, défaillance du contrôle interne et inefficacité du dispositif déontologique, qui sont toujours retenus en parallèle, suscite la question de savoir s'il n'y a pas une sorte de double emploi ; le débat est certes vieux comme celui relatif à la responsabilité pénale des personnes morales, mais il n'en reste pas moins que l'absolue identification qui existe parfois entre la société et son dirigeant soulève question ; il est vrai cependant que, sauf à constater la confusion des patrimoines et à faire masse des deux, il faut bien tenir compte du fréquent dédoublement entre la faute commise par le dirigeant et l'enrichissement réalisé par la société.

Société de gestion. Ordres de bourse globaux. Absence de préaffectation. Responsabilité (oui). Vente de titres en pesant sur l'établissement des cours. Manipulation de cours (oui).

AMF, décision de sanction Provalor et Rabineau du 7 octobre 2004. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 1087-1.

Le fait pour un gérant de privilégier la gestion de ses comptes et ceux de ses proches au préjudice de ceux de ses mandants en procédant à l'affectation *a posteriori* d'ordres groupés, puis de manipuler, en le dépréciant, le cours de titres figurant dans le portefeuille de ses mandants afin de faire bénéficier de rachats à bas prix certains clients proches constituent des faits d'une particulière gravité pour un professionnel de la gestion.

Depuis déjà plusieurs mois, l'AMF concentre ses efforts de ses enquêtes relatives aux mandats de gestion de portefeuilles sur les conditions de passation et de dépouillement des ordres de bourse, notamment en faisant

la chasse à la pratique visiblement un peu trop répandue des affectations *a posteriori* dans le cadre des ordres globaux. Lorsqu'elle relève des pratiques contraires aux règlements en vigueur, l'AMF prononce des sanctions non seulement contre le gérant indélicat, mais aussi à l'encontre de la société de gestion, estimant que les ordres affectés *a posteriori* sont révélateurs d'une insuffisance du contrôle interne. Tel est le cas dans l'espèce commentée, qui ne comporte pas, sur ce point, de particularité justifiant plus de précision compte tenu des développements déjà apportés dans ces colonnes²⁷.

Beaucoup plus intéressantes sont les circonstances, dans la même affaire, ayant conduit à sanctionner le même gérant pour manipulation de cours, ou plus exactement pour entrave à l'établissement des cours au titre de l'article 3 du règlement COB n° 90-04 (aujourd'hui codifié aux articles R. 631-1 et s. du RG AMF). Alors que le gérant effectuait son préavis contractuel avant de rejoindre un nouvel employeur, la société de gestion auprès de laquelle il travaillait lui confiait – assez curieusement il faut en convenir, ce qui n'a pas été sans effet dans l'appréciation de sa propre responsabilité – la cession de trois blocs de titres figurant à l'actif du fonds commun de placement dont il avait la charge, l'opération devant être terminée à la fin du préavis, lequel était d'une durée de 60 jours. Or, les ventes de titres des trois sociétés ont été effectuées sur des périodes de respectivement 8, 6 et 4 jours, soit de façon très rapide et non par étalement dans le temps. Bien évidemment, ces interventions massives ont provoqué un accroissement sensible des volumes traités sur le marché très peu liquide de ces titres, représentant 86 %, 90 % et 93 % des volumes vendus, et ont provoqué une baisse du cours de bourse de 10 à 25 % sur la même période. Un tel comportement paraît à tout le moins étrange chez un professionnel. Mais les circonstances de l'affaire permettent de mieux en comprendre les raisons. En effet, selon la Commission des sanctions, « *en intervenant avec une telle intensité dans un laps de temps aussi bref alors qu'il disposait de plus de douze semaines, M. R... ne pouvait avoir d'autre but que d'agir sur les cours et d'en faire profiter certains de ses clients, lesquels lui ont ensuite laissé la gestion de leur portefeuille qu'ils ont transféré chez son nouvel employeur* ». C'est donc pour mieux fidéliser sa clientèle au moment où il changeait d'employeur que le gérant semble s'être livré à cette opération. Une telle pratique est aujourd'hui directement visée comme étant susceptible d'être qualifiée de manipulation de cours, au sens de l'article R. 631-2 du RG AMF, et plus particulièrement des 1° et 2° de cet article (issus mot pour mot de la directive du Conseil et du Parlement 2003/6/CE sur les abus de marché du 28 janvier 2003, art. 1^{er}, 2°) qui dispose que pour apprécier la portée de certaines pratiques, l'AMF prend en compte les éléments suivants : « *l'importance de la part du volume quoti-*

dien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ; l'importance de la variation du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ou dérivé correspondant admis à la négociation sur un marché réglementé, résultant des ordres émis ou des opérations effectuées par des personnes détenant une position vendeuse ou acheteuse significative sur un instrument financier ».

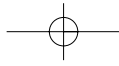
Au-delà du cas d'espèce, la présente décision souligne le paradoxe possible entre l'approche juridique du mandat de gestion de portefeuilles pour un gérant salarié et la réalité du marché : de nombreux clients ne confient leurs avoirs en gestion à une société qu'en seule considération du gérant qui en aura la charge. C'est parce qu'il existe une relation personnelle étroite entre le gérant et les clients que les actifs en gestion de ces derniers sont confiés à tel établissement plutôt qu'à tel autre. Autrement dit, une certaine clientèle est indifférente à la société de gestion qui emploie le gérant et au contraire privilégie les relations avec ce dernier, alors même qu'il agit comme employé et non comme professionnel indépendant. Le paradoxe réside dans le fait que juridiquement ces clients appartiennent à la société de gestion, mais que dans les faits ils font partie du « *portefeuille* » du gérant, qu'ils suivent lorsqu'il est amené à changer d'employeur, comme dans le cas commenté. Il est habituel de considérer que le contrat de gestion, que l'on peut ériger en contrat innommé *sui generis* à la suite de M. Cuif²⁸, est conclu *intuitu personae*²⁹. Mais la considération de la personne qui le caractérise s'applique-t-elle abstraitement à la société de gestion ou concrètement au gestionnaire ? Tout dépend des circonstances ; il est néanmoins fréquent que la relation personnelle soit établie avec la personne physique du gestionnaire. C'est même l'une des particularités mise en avant par les banques dites « *privées* » (le *private banking*). Pourrait-on en tirer le droit pour le client de cesser ses relations avec la société de gestion si le gestionnaire partait ? Cela mérite réflexion. Pour autant, on ne peut prétendre que le gestionnaire serait titulaire de la clientèle. Il n'en reste pas moins que les actifs sous gestion de ce type de clientèle suivent en général l'évolution de carrière du gérant et ses différents employeurs. Une telle pratique n'est d'ailleurs pas propre aux gérants de portefeuilles, elle prospère aussi dans les activités de pure intermédiation, notamment dans les activités de « *sales trading* » sur actions. La pratique ne s'y trompe d'ailleurs pas lorsqu'elle prévoit, à l'occasion de l'arrivée de certains gérants chez un nouvel employeur, une sorte de commission d'apporteur d'affaires calculée à partir des clients transférés, même en cas de contrat de travail !

27 Cf. Tocqueville Finance, décision AMF du 9 septembre 2004, Banque & Droit n° 98, nov. - déc. 2004, p. 37 ; CAIC, décision AMF du 18 mars 2004, Rev. AMF n° 3, mai 2004, p. 29, et ABN-AMRO securities France, décision AMF du 29 avril 2004 : Rev. AMF n° 3, mai 2004, p. 91 ; Banque & Droit n° 96, juill.- août 2004, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; décision AMF des 25 octobre et

3 novembre 2004 : Banque & Droit n° 99, janv.-fév. 2005, p. 35 et s. obs H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

28 P.-F. Cuif, Le contrat de gestion, thèse soutenue le 12 décembre 2001 à l'Université Paris 1, sous la direction du Professeur L. Aynès.

29 - P.-F. Cuif, op. cit. n° 493 et s.



Gestion. Florilège

Trim. Com. Paris, 14 octobre 2003 ; Com. 5 octobre 2004 ; CA Colmar, 6 avril 2004 ; CA Paris, 1^{re} A, 27 avril 2004.

Le contrat de services d'intermédiation-compensation ne présente pas de caractère *intuitu personae*.
Le fait que le compte soit un PEA n'exonère pas la banque de son obligation d'information et de conseil, spécialement lorsque des opérations spéculatives sont accomplies.
Cela n'exonère pas non plus la banque de son obligation de diligence et de vigilance.

La première décision, rendue par le tribunal de commerce de Paris le 14 octobre 2003, porte sur la nature de la convention conclue avec une société de bourse pour l'exécution d'un service d'intermédiation/compensation, le client étant en l'occurrence une société de gestion. La société de bourse ayant été absorbée, la société de gestion

a tenté de mettre fin à la convention d'intermédiation-compensation au motif du changement de personne. Le tribunal répond que cette convention ne présentait pas de caractère *intuitu personae* au regard de la société de bourse, la convention conclue démontrant que les parties n'avaient attaché d'importance qu'à la seule qualité du gestionnaire de portefeuilles, non à celle de la société de bourse, et que si celle-ci était réputée, elle l'était au même titre que d'autres sur la place de Paris.

Dans la deuxième décision, la cour d'appel de Colmar écarte la tentation d'un traitement spécifique des plans d'épargne en actions au regard des obligations de la banque, en particulier de son obligation d'information et de conseil dans l'hypothèse de réalisation d'opérations spéculatives. Dans la troisième, la cour d'appel de Paris statue dans le même sens, mais à propos de l'obligation de diligence dans l'exécution des ordres et de vigilance quant à leur cohérence. ■

