

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas



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



BERTRAND DE SAINT-MARS
Délégué général adjoint
**Association Française des
Entreprises
d'Investissement**



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur adjoint
Banque Fédérale
des Banques Populaires

Actualité jurisprudentielles

Marché de gré à gré – Absence de passation d'ordres des clients – Opération de contrepartie (non) – Opération pour compte propre (oui) – Application des règles relatives à la protection des clients (non) – Réformation d'une décision de sanction du CMF – Substitution d'une interdiction temporaire d'exercice d'activité par un blâme

CE, 13 juillet 2006, Stéphane A (affaire Dokhan), n° 259231 et 13 juillet 2006, Pascal A (affaire Dokhan), n° 259232; cf. aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 95.

Le fait qu'aucune instruction de passation d'ordres n'ait été effectuée par les clients d'un PSI agissant de gré à gré conduit à analyser cette opération comme une négociation pour compte propre et non une opération de contrepartie. Il en résulte que les règles déontologiques de protection de la clientèle ne trouvent pas à s'appliquer à des telles opérations, seules devant être respectée l'intégrité du marché, l'atteinte à ce dernier devant être démontrée par l'AMF.

Voilà une décision de toute première importance. Non seulement elle réforme une décision de sanction prononcée en son temps par le CMF à l'encontre des dirigeants d'une entreprise d'investissement, en substituant à l'interdiction temporaire d'exercer une activité professionnelle un "simple" blâme, mais surtout elle apporte des précisions capitales sur la distinction entre opérations de

contrepartie et négociation pour compte propre, et partant, au régime de protection des clients attaché à chacune de ces opérations.

Rappelons les faits¹. Une enquête du CMF avait notamment révélé que la société Mercury Capital Market traitait avec l'acquiescement de ses clients à des prix nettement moins avantageux que les prix de marché offerts par les *markets makers* ainsi que d'autres comportements similaires. Saisie, la formation disciplinaire du CMF avait prononcé le 23 avril 2003 à l'encontre du président et du directeur général le retrait de leur carte professionnel pour une durée de dix ans ainsi qu'une sanction pécuniaire de 60 000 euros et donné une publicité nominative aux sanctions prises.

Les deux dirigeants de la société Mercury Capital Market (MCM) font alors appel. Ce sont ces deux décisions de sanction qui sont portées devant le Conseil d'État et font l'objet du présent commentaire. Dans un premier temps, la haute juridiction administrative écarte les moyens de procédure désormais classiques: ainsi de la participation du rapporteur au délibéré qui n'est pas considéré comme étant de nature à caractériser une méconnaissance du principe d'impartialité de l'article 6.1 de la CEDH dès lors qu'il n'est pas allégué qu'il aurait excédé les pouvoirs qui lui sont confiés; ou le principe de publicité des débats dès lors que l'intéressé disposait devant le conseil d'État d'un recours de pleine juridiction. L'essentiel est ailleurs, dans l'analyse de la qualification des opérations effectuées par la société Mercury Capital Market. Il est à cet égard primordial de souligner que celle-ci intervenait sur le marché obligataire de gré à gré dans le cadre

1. Cf. Rapport annuel COB 2003, p. 147.

d'une activité donnant lieu à contrepartie. Or, dans sa décision de sanction, le CMF avait considéré que la société incriminée et ses dirigeants se livraient à des opérations méconnaissant l'intérêt du client dans la mesure où la rémunération prise par écart de cours était supérieure aux pratiques habituelles de la société Mercury Capital Market en matière de courtage. Se fondant alors sur l'article 3-1-1 du règlement général du CMF alors en vigueur, lequel disposait que les activités de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers ainsi que celles de négociation pour compte propre des prestataires "sont exercées avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché", le CMF prononça les décisions de sanction évoquées ci-dessus. C'est ce point précis du raisonnement du CMF qui est contesté par le Conseil d'État. En premier lieu, les magistrats relèvent qu'il résulte de l'instruction du dossier devant la Haute juridiction que les opérations à l'origine des poursuites n'ont donné lieu à aucune passation d'ordres, autrement dit que celles-ci n'étaient pas réalisées suite à des instructions des clients. Dès lors, "l'activité de la société MCM à raison des opérations en cause doit être regardée comme une activité de négociation pour compte propre". On touche là au cœur du débat, c'est-à-dire à la différence entre les opérations de contrepartie et de négociation pour compte propre². La question est difficile et les tribunaux ont rarement eu à s'y pencher, même si l'on doit signaler une décision isolée rendue en matière de champ d'application du monopole des prestataires de services d'investissement³. On sait que, en caricaturant, la différence réside dans le service apporté ou non au client. Une opération de contrepartie est une opération réalisée sur le compte propre de l'intermédiaire mais dans le but de répondre à l'ordre du client; seulement, au lieu d'exécuter son ordre en qualité de mandataire ou de commissionnaire, l'intermédiaire y répond en se portant directement acheteur face à son client vendeur ou inversement. À l'inverse, dans une négociation pour compte propre, il n'y a aucune instruction de client. L'achat ou la vente opérée par l'intermédiaire est fondée uniquement sur sa décision d'investissement, généralement dans le cadre d'une activité de tenue de marché ou *market marking*. Il résulte de cette différence fondamentale selon le Conseil d'État "qu'en reprochant aux personnes poursuivies d'avoir méconnu la règle selon laquelle doit prévaloir l'intérêt du client, qui ne trouve pas à s'appliquer aux opérations réalisées par un prestataire de services d'investissement lorsqu'il réalise une opération dans son propre intérêt, le Conseil des marchés financiers a entaché, sur ce point, sa décision d'erreur de droit". C'est là l'apport essentiel de l'arrêt. Mais dans la mesure où la disposition visée par le CMF évoquait aussi l'intégrité du marché, dans quelle mesure les opérations litigieuses ne pouvaient-elles pas être sanctionnées à ce titre, et ce d'autant plus que la rédaction de l'article 3-1-1 du RG CMF confondait dans une même phrase à la fois la réception – transmission et exécution d'ordres et la négociation pour compte propre, en semblant considérer que dans tous les cas c'est à la fois l'intérêt du client et celui du marché qu'il convient de respecter. Autrement dit, l'intérêt du client peut-il être différent

de l'intérêt du marché? Selon le Conseil d'État, l'intégrité du marché est une règle qui a "pour but d'assurer que, d'une manière générale, le comportement de ceux qui sont habilités à y intervenir ne porte atteinte ni à la sécurité de la place ni à sa réputation et qu'elle interdit dès lors que soient réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué". C'est donc une réponse positive à la question qu'apporte la Haute juridiction, estimant que les deux règles ne se recouvrent pas. Pour preuve, elle considère que dès lors que le CMF ou l'AMF (précision importante qui semble indiquer que l'arrêt est valable dans le cadre du RG AMF) reproche à un prestataire une opération de nature à porter atteinte à l'intégrité du marché, "il lui appartient de donner les éléments précis qui permettent de la qualifier comme telle ou comme opération frauduleuse". Or, tel n'est pas le cas en l'espèce selon les magistrats du Palais royal. L'on peut discuter de la pertinence ou non de l'analyse de la décision dans le cadre d'espèce. Mais il ne s'agit plus que d'un intérêt historique. Plus prospective est l'analyse de cette décision dans le cadre du droit positif actuel et de l'obligation de "meilleure exécution". La question est alors de savoir s'il est possible de reconnaître l'existence d'un principe de primauté de l'intérêt du client lorsque le PSI intervient dans le cadre de son activité de compte propre. L'intermédiaire doit-il appliquer la *best execution* quand il agit pour compte propre? La réponse n'est pas claire encore aujourd'hui, et la consultation en cours de l'AMF sur la "meilleure exécution" ne fait que souligner cette imprécision. Toutefois, à ce stade, l'on peut considérer que la réponse est négative quand il est sollicité par un client qui demande de lui faire un prix pour une quantité. Inversement, elle est positive quand il est sollicité (via un ordre: par exemple rechercher pour mon compte telle quantité dans telles conditions) et qu'il décide que c'est l'intérêt du client et le sien d'interposer son compte propre. Quant à l'intérêt du marché, il ne peut fondamentalement pas être différent de l'intérêt du client. Comment un marché serait-il intègre si l'intérêt des clients n'est pas respecté? Plus qu'une différence de nature, c'est une différence de degré. L'intérêt du marché est plus large que l'intérêt de tel ou tel client, voire même d'un ensemble de clients. Il va au-delà du respect des règles d'équité, de loyauté et de primauté. Mais il ne peut les ignorer. Un PSI qui interviendrait dans le cadre d'une négociation pour compte propre en s'affranchissant de tout respect des règles déontologiques à l'égard des clients porterait atteinte à l'intégrité même du marché. Mais, et là il faut suivre le Conseil d'État, c'est alors à l'autorité de marché de préciser en quoi telle ou telle attitude est constitutive d'une atteinte à l'intégrité du marché. La question n'est donc pas tranchée et reste encore sujette à discussion.

H. V.

2 Cf. AFEI, "Obligations et responsabilités attachées à la fourniture de services d'investissement", Aff.-jur. n° 99-04.

3 Cf. Paris, 17 février 2005, Banque & Droit n° 104, novembre-décembre 2005, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre, p. 54.

Responsabilité civile des PSI – Opérations de souscription de parts de FCP “à promesses” ou “fonds à formule”

Chambéry, 30 mai 2006, *Juridata* n° 307593, cf. aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd. Litec 2001, n° 989.

Un établissement financier, lors du placement d'un produit financier dont le capital n'était que partiellement garanti, a failli à son devoir de conseil qui aurait dû être rigoureux en présence d'une opération, réalisée auprès d'un client modeste et néophyte en matière boursière, qui a conduit ce dernier à arbitrer son épargne garantie, car placée sur un livret, en faveur d'un produit qui lui a fait courir un risque dont il n'avait pas réellement conscience.

La commercialisation par La Poste de parts de fonds communs “à promesse” aujourd'hui baptisés “fonds à formules” connus sous le vocable “Benefic” continuent d'alimenter les rôles des tribunaux. Rappelons que La Poste avait distribué dans son réseau entre octobre 1999 et décembre 2000 les parts d'un fonds commun de placement qui proposait, un taux de rendement fixe de 23 % à l'échéance de trois ans, taux qui contrairement à ce que certains clients avaient déduit de la présentation du produit n'était pas garanti dans tous les cas de figure. En effet, ce taux de 23 % pouvait être minoré de la performance de l'indice boursier de référence qui, on le sait, a connu d'une chute sévère à compter de 2001. Le résultat fut catastrophique pour un certain nombre de clients qui au lieu des 23 % de gain espérés sur la période de trois ans enregistrèrent une perte qui au maximum s'élevait à près de 36 %.

L'AMF, dans une décision rendue le 15 décembre 2005, a considéré qu'aucun manquement administratif ne pouvait être reproché à La Poste. Cette décision a pris en considération la politique de commercialisation de cet établissement qui a respecté les prescriptions de l'AMF (bonne information des clients qui ont reçu la notice d'information établie conformément à la réglementation, définition d'une politique commerciale conforme analysée à travers les instructions au réseau qui ne bénéficiait en outre d'aucun sur-commissionnement lors du placement de ces produits).

Si la procédure administrative a dégagé La Poste de sa responsabilité, le résultat est plus nuancé devant les juridictions civiles de première instance, qui, souvent, ont retenu la responsabilité de La Poste. Dans ce contexte, les décisions des cours d'appel sont attendues avec intérêt. Si comme il l'a déjà été commenté (Cf. cette chronique dans *Banque & Droit* de mai-juin 2006, n°107), la cour d'appel de Paris a rendu un arrêt qui a refusé de condamner La Poste au motif que cette dernière avait satisfait à son obligation d'information en remettant au client des documents qui mentionnaient clairement la nature boursière du placement et les risques y afférents, l'on relèvera avec intérêt l'arrêt de la cour d'appel de Chambéry du 30 mai 2006 qui condamne La Poste comme ayant failli à son devoir de conseil. Cette divergence d'appréciation entre les deux cours mérite que l'on regarde les motifs qui ont conduit les magistrats de Chambéry à retenir la responsabilité de La Poste.

Ces magistrats considèrent que La Poste a engagé sa responsabilité car elle n'a pas conseillé de “façon rigoureuse” son client, simple salarié aux revenus modestes qui

avait retiré ses économies qui étaient placées sur un plan d'épargne populaire pour acheter les parts de ce fonds commun. La cour apprécie l'étendue de l'obligation de conseil due au client à partir de ses compétences et de sa situation et ce plus spécialement lorsqu'il s'agit d'opérations d'arbitrage qui conduisent à substituer un placement qui comporte un risque en capital à un produit sans risque de cette nature. L'on insistera sur ce point car l'obligation de conseil est ici mise en perspective. Il ne s'agit pas seulement d'informer correctement le client sur le produit considéré, en lui remettant notamment la documentation légale y afférente, mais également d'adapter ce conseil à l'ensemble de sa situation patrimoniale en attirant son attention sur les risques nés de l'arbitrage réalisé. Le conseil n'a plus seulement trait au produit proposé, il doit prendre en considération d'autres éléments comme la situation patrimoniale du client surtout lorsque le placement proposé comporte un risque jusqu'alors absent du patrimoine du client néophyte. Le dispositif de la cour d'appel entre ainsi clairement en résonance avec les conclusions du rapport du président Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits d'épargne dont les conclusions devraient être prochainement reprises par les établissements financiers au sein de codes de bonne conduite professionnels actuellement en cours d'élaboration.

La cour d'appel de Chambéry considère ensuite, faisant là une lecture distincte de celle de la cour de Paris de la documentation remise au client, que cette dernière insistait plus sur la protection limitée des fluctuations et sur le gain envisageable et non sur l'hypothèse de perte en capital. La cour d'appel de Paris, à partir de l'analyse des mêmes documents, avait conclu que les informations transmises aux clients étaient sans équivoques. La cour de Paris relevait ensuite qu'une lettre adressée ensuite par La Poste aux clients mentionnant explicitement que le capital n'était protégé qu'à hauteur de 23 % de l'indice de référence ce dont il résultait pour les magistrats parisiens qu'au-delà, et par voie de conséquence, un risque en capital existait. Si l'on peut s'étonner dans le dispositif de la cour d'appel de Paris de la mention d'une lettre adressée ultérieurement à la souscription, l'on remarquera surtout que les magistrats savoyards, à la différence de leurs confrères parisiens, adoptent une conception positive de l'obligation de conseil. L'obligation de conseil implique une information claire, précise et exacte du client, condition qui n'est pas remplie lorsque le client doit déduire des informations qu'il reçoit, la nature des risques qu'il court.

Une telle divergence d'approche ne pouvait que conduire à s'en remettre à une prochaine décision de la Cour de cassation. C'est chose faite aujourd'hui dans la mesure où la chambre commerciale de la Cour a rendu le 19 septembre 2006 cinq arrêts qui déboutent des souscripteurs de La Poste au motif que cet établissement n'a pas manqué à son obligation de conseil et d'information. Ces arrêts, d'une très grande importance, seront commentés dans la prochaine livraison de cette chronique.

Informations privilégiées – Manquement - comportement d'initié – Faits justificatifs

AMF, Commission des sanctions de l'AMF du 1er juin 2006, Ginestet; cf. aussi Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd. Litec 2001, n°1028

Les faits justificatifs justifiant d'un comportement d'initié doivent être appréciés de manière rigoureuse. Seule la contrainte, c'est-à-dire une situation qui s'impose à l'auteur du comportement d'initié, serait en mesure de constituer un fait justificatif.

Une récente décision de sanction de l'AMF permet de cerner la notion de faits justificatifs autorisant la commission de manquement d'initié. Les faits sont simples. Le président-directeur général d'une société cotée sur l'Euro-list dont il détient avec son groupe familial 72,25 % du capital et 83,31 % des droits de vote, a vendu, sans doute de manière hâtive sans percevoir les implications de son acte, des titres de cette société au cours de la période précédant l'annonce d'une alerte sur les résultats à l'origine d'une baisse importante des cours de l'action. Pour être précis, l'on notera que cette alerte sur les résultats est intervenue quelques semaines après la publication d'un communiqué annonçant une forte progression du chiffre d'affaires et que les cessions ont été réalisées pendant cette période ou les informations communiquées par la société pouvaient laisser croire à la poursuite, dans de bonnes conditions économiques, de la croissance de la société. Cette opération s'est décomposée en deux modalités : la cession par la société des actions d'autocontrôle qu'elle détenait et également par la vente des actions de cette même société que ce dirigeant détenait directement. Parmi les moyens de la défense de ce dirigeant, en définitive condamné à titre personnel pour manquement constitutif d'une opération d'initié, l'on analysera celui relatif au fait justificatif. La vente des actions par la société aurait été motivée par la nécessité pour cette dernière de répondre à des besoins de trésorerie temporaires générés par l'achat de stocks de produits saisonniers. Cette argumentation est réfutée par l'AMF. Dans un premier temps, la Commission des sanctions constate que ce dirigeant n'aurait pu s'exonérer de cette interdiction de vendre les titres d'une société alors qu'il était en possession d'une information privilégiée, que s'il avait été en mesure de démontrer avoir été contraint à la vente par des circonstances extérieures de nature à exclure de sa part toute "exploitation" de la situation. Puis, elle constate que pour répondre aux besoins de trésorerie, un concours bancaire aurait été en mesure de répondre à ces besoins sans qu'il soit ainsi indispensable de vendre les titres dont le montant était d'ailleurs insuffisant pour répondre aux besoins de la trésorerie de la société.

A *contrario*, l'on comprend que le fait justificatif aurait été admis s'il avait été admis comme une contrainte indispensable, c'est-à-dire comme le seul moyen offert au dirigeant de faire face à une situation qui s'imposait à lui. La formulation de cette décision est intéressante car elle ne fait pas directement référence à l'intérêt social. C'est

bien cette référence à l'intérêt social qui justifiait jusqu'alors la reconnaissance par les instances répressives de la réalité du fait justificatif⁴. Or la défense du dirigeant se situait sur ce plan puisque c'était bien l'intérêt de la société qui, selon lui, avait justifié des ventes contestées, argumentation rejetée en définitive par la Commission des sanctions. En énonçant comme critère justificatif celui de la contrainte sans faire référence aux motivations de l'acte incriminé jusqu'ici cantonné à l'intérêt social, la Commission des sanctions considère sans doute être en mesure d'apprécier d'autres motivations, notamment celles relatives à un intérêt personnel. Cette décision s'inscrit dans une appréciation du fait justificatif fondée sur la contrainte dans le fil de l'approche de cette notion par le droit pénal qui la situe aux confins de la force majeure ou de l'état de nécessité.

Fausse information – Manquement

1^{re} espèce : AMF, Commission des sanctions du 23 février 2006, Denis Walter;

2^e espèce : AMF, Commission des sanctions, Perfect Technologies. Cf. aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd Litec 2001, n°1050

Afin de préserver la survie de la société, un dirigeant est légitimement en mesure de différer une information importante. La circonstance que la diffusion d'une fausse information ait été sans incidence sur le marché, ne serait plus considérée, au vu du règlement général de l'AMF, comme un élément exonérateur de la responsabilité de la commission d'un manquement. (rectificatif au commentaire paru dans la chronique précédente).

Deux décisions de la commission des sanctions de l'AMF apportent des précisions importantes dans l'environnement juridique de la diffusion de fausses informations.

- La première décision concerne une société cotée au second marché d'Euronext qui, dans la période précédant son dépôt de bilan, avait occulté dans sa communication financière plusieurs éléments importants en négligeant l'importance du retournement de tendance observé. C'est ainsi que les objectifs commerciaux publiés ne prenaient pas en considération le retournement déjà observé, laissant ainsi entendre aux investisseurs que les difficultés constatées n'étaient que temporaires, communication trop favorable qui a eu pour effet de faire naître des espoirs excessifs et de fausser le fonctionnement du marché. La lecture des faits reprochés conduit naturellement à une décision de sanction qui dès lors apparaît logique. Toutefois, l'intérêt de la décision provient de la mise hors de cause du dirigeant de la société quant au retard ayant affecté la publication des difficultés financières. La commission des sanctions considère en effet que le dirigeant a pu légitimement prendre la responsabilité de différer la publication de cette information afin de préserver les chances de survie de la société. Ce fait justificatif n'est pas nouveau.

4. S Schiller, "L'intérêt social, fait justificatif du manquement d'initié?", *Droit des sociétés*, avril 2000, p. 4. Cass com, 5 oct 1999, Banque & Droit, janvier-février 2000, p.49, obs. H. de Vauplane, Dalloz, Cah. Dr. Aff., 1999, n. 41, p. 55, obs. V. A.-R.; Bull. Joly, 1999, p. 1193, note A. Pietrancosta; Dr. Sociétés 2000, comm. n. 14, note H. Hovasse; RJDA

1999/11, p. 987; JCP E, 2000, chron., p. 32, note H. Hovasse; RD bancaire et bourse 1999, p. 247, obs. M. Germain et A. Frison-Roche; Rev. Sociétés, 1999, p. 850, note S. Robineau; Bull. Joly Bourse, 2000, p. 38, note N. Rontchevsky; Paris, 11 septembre 2001, JCP éd. E 3 p. 155, Dr. sociétés 2001, comm. 181 note Hovasse.

Aujourd'hui repris à l'article 222-3 du règlement général de l'AMF, il autorise l'émetteur à différer la publication d'une information privilégiée pour ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes sous la condition d'être ne mesure de pouvoir maintenir la confidentialité de cette information placée "sous embargo".

Mais surtout, cette disposition dérogatoire doit être justifiée par l'atteinte à des intérêts légitimes dont la définition ressort du III de l'article 222-3 du règlement général. Cet article renvoie à deux situations principales, des négociations en cours et des décisions encore dans l'attente d'approbations définitives. Ces deux illustrations ne sont pas limitatives. Dès lors, l'on regrettera que la décision soit restée muette sur le motif légitime retenu qui aurait utilement contribué à cerner cette notion.

- L'autre décision a trait à la diffusion d'un communiqué au contenu inexact, qui s'il est constaté, n'est pas sanctionné puisqu'il n'a pas eu pour effet, au sens de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier applicable au moment des faits, de porter atteinte, d'une manière quelconque aux investisseurs ainsi que le démontrent l'évolution du cours du titre et le volume des transactions. Alors même que cette décision a été commentée dans la dernière chronique⁵ (qu'une malencontreuse coquille a rendue illisible), il convient d'y revenir aujourd'hui pour rappeler qu'une telle décision ne serait plus de mise aujourd'hui. La nouvelle rédaction de l'article L 621-14 du Code monétaire et financier (art 30-I de la loi 2005-842 du 26 juillet 2005) autorise dorénavant l'AMF à prononcer des sanctions pour tous les manquements et obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations, ou tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement des marchés sans qu'il soit nécessaire d'en apprécier les effets produits.

Opération financière – confidentialité de l'information – survenance d'un fait important

AMF, Commission des sanctions du 22 juin 2006, Eurazéo.

Cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers* 3^e éd Litec 2001 n° 1050.

Un émetteur ne doit pas répondre et corriger la teneur d'informations erronées publiées par la presse sauf lorsque ces dernières constituent des "faits importants" justificatives à son encontre d'une correction immédiate de l'information erronée.

L'AMF a publié le 11 septembre une décision de principe rendue le 22 juin 2006 concernant la société Eurazéo dont l'importance est attestée par la publication parallèle d'un communiqué de presse la commentant. Cette décision, qui met hors de cause la société Eurazéo, a trait aux obliga-

tions qui pèsent sur un émetteur lors de la publication dans la presse d'information dont la teneur est contraire à ses projets encore confidentiels⁶. Ainsi, lors de la fusion intervenue en 2004 entre la société Eurazéo et sa société mère, la société Rue Impériale de Lyon, il était reproché à la société Eurazéo de ne pas avoir informé en temps utile le public du sens définitif de la fusion à savoir l'absorption de la filiale par la société mère. En effet, à l'automne 2003, la société Eurazéo s'était contentée de confirmer les informations parues dans la presse nationale qui laissaient entendre que la société mère Rue Impériale de Lyon absorberait sa filiale Eurazéo. Alors que le 16 février, le journal Le Figaro publiait un article annonçant qu'en définitive, la filiale absorberait la société mère, la société Eurazéo attendit le 25 février pour confirmer cette information sur le sens de la fusion qui allait à l'encontre de l'opinion dominante. L'enquête sur le marché des titres des sociétés Eurazéo et Rue Impériale de Lyon a été suivie d'une notification de griefs aux deux sociétés concernées pour ne pas avoir immédiatement après la parution de l'article du Figaro le 16 février, communiqué le sens de la fusion ainsi considéré comme un "fait important" justifiant d'une information immédiate du public. La commission des sanctions met hors de cause la société Eurazéo pour ce manquement en constatant qu'une information complète sur l'opération comprenant notamment les parités retenues a été diffusée le 25 février 2004. Le dispositif retenu par la commission des sanctions qui fait par ailleurs l'objet de son communiqué de presse présente un intérêt indéniable. La commission des sanctions considère que "si la diffusion de tout article de presse relatif à un émetteur ne saurait, par elle-même, imposer à celui-ci de diffuser un communiqué tendant selon les cas, à confirmer ou à infirmer – en tout ou en partie – la teneur de cet article, la circonstance que c'est à la suite d'un tel article que la confidentialité d'une information ne peut plus être assurée, ne saurait être utilement invoquée par l'émetteur pour se dispenser d'appliquer les dispositions ... [du règlement général de l'AMF] , si cette information présente le caractère d'un « fait important »". Cette motivation est particulièrement intéressante. Elle doit s'analyser en écho d'une affaire portant sur des faits voisins jugée par la cour d'appel de Paris le 11 janvier 2000⁷ à laquelle le communiqué de presse fait allusion. Dans l'affaire précédemment jugée, la cour d'appel de Paris avait annulé la décision de sanction rendue le 18 juin 1999 par la COB⁸ à l'encontre de la société fermière du casino municipal de Cannes. La cour d'appel avait en effet considéré que cette société n'avait pas contrevenu aux dispositions des textes régissant l'information du public en n'indiquant pas au public que le prix indiqué par ces journaux pour l'opération financière annoncée n'était pas encore arrêté. La motivation des magistrats de la cour d'appel de Paris, fort claire, était fondée sur l'absence d'assimilation à un "fait important" à porter à la connaissance du public les informations erronées ou déformées diffusées par la presse alors qu'il ne pèse sur les émetteurs aucune obligation de contrôler les informations que la presse publie. C'est l'absence d'obligation pour les émet-

5. Banque & Droit n° 108, juillet-août 2006, p. 39.

6. Cf sur cette notion: Colloque Droit et Commerce de Deauville 2/3 avril 2005, "Entreprise: information et rumeur", Revue de jurisprudence Commerciale Hors série 2005; J-P Mattout, "Information financière et responsabilité des dirigeants", Droit des sociétés décembre 2004, p. 11.

7. Paris, 11 janvier 2000, Sté fermière du casino municipal de Cannes c/COB: Banque & Droit, n° 69, p. 51, obs. H. de Vauplane, Droit des sociétés, mars 2000, p. 19 note Hovasse.

8. Décision de sanction de la COB à l'encontre de la société fermière du casino municipal de Cannes, Bull COB, juillet-août 1999, p. 19.

teurs de contrôler l'information les concernant qui assoit la décision de la cour d'appel de Paris; cette opinion n'est pas partagée de longue date par la COB. Ainsi, son rapport annuel, publié en 1984, elle précisait que les émetteurs devaient formuler des démentis en présence d'informations erronées ou déformées⁹.

Comment dès lors interpréter la position de la commission de sanction ?

S'agit-il d'un retour à l'opinion exprimée en 1984 fondée sur une exigence absolue de bonne information du public ? Ou bien, comme le suggère, sans réellement le préciser, le communiqué, d'un commentaire autorisé des obligations d'information à la charge des sociétés qui continuerait à s'inscrire dans le cadre de la décision de la cour d'appel de Paris rendue en janvier 2000 ? Il apparaît que la commission des sanctions se situe dans le fil de la jurisprudence de la cour d'appel de Paris; elle précise simplement qu'elle entend en nuancer les commentaires. Il est vrai que contraindre les sociétés à surveiller l'intégralité des informations parues les concernant pour éventuellement apporter les démentis y afférant constituerait une charge qu'elles seraient dans l'impossibilité d'accomplir. Aucun texte ne prévoit une telle obligation tant il est évident que cette obligation ne présenterait en définitive aucun intérêt. Admettre une telle obligation priverait les sociétés de toute liberté quant à leur politique de communication puisqu'elles seraient toujours sous la contrainte de réponses à apporter à des informations. Une telle situation présenterait également des risques de manipulations de l'information puisque grande serait la tentation de voir des informations diffusées, sans que leur teneur ne soit réellement fondée, dans le seul but de contraindre la société à révéler des informations encore sous embargo ou du domaine de l'incertitude.

Ce principe posé, il n'en demeure pas moins que dans certains cas, certes limités, la nécessité d'une information du public en réponse à la publication de certains articles paraît s'imposer. La commission des sanctions, si elle prend bien le soin de rappeler le principe d'absence de réponse de l'émetteur à la parution d'articles, ajoute que la parution d'une telle information ne pas être invoquée par un émetteur pour se dispenser d'y répondre en considérant que l'information sur une opération financière projetée n'est plus en conséquence confidentielle.

C'est la confidentialité qui constitue sans doute le critère de l'exception au principe d'absence de réponse de l'émetteur aux informations publiées.

Les articles 222 et suivants du règlement général de l'AMF déterminent l'obligation d'information du public. L'article 222-3 du règlement général a directement trait à notre sujet. Il précise que l'émetteur peut, sous sa responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes, sous réserve que cette omission ne risque pas d'induire le

public en erreur et que l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information. Parmi les mesures à la charge de l'émetteur pour assurer la confidentialité de l'information, l'on relève celle qui est définie à l'article 222-3 3° du règlement général qui le contraint à diffuser immédiatement une information dont il n'aurait pas été en mesure d'assurer la confidentialité.

C'est la combinaison de ces éléments qui semble être en mesure de justifier à titre exceptionnel d'une réponse de l'émetteur aux informations publiées. En présence de la diffusion d'informations fausses susceptibles d'induire le public en erreur et relatives à un projet dont la confidentialité, par construction, n'est plus assurée, il appartient, sans délai, à l'émetteur d'y mettre fin en diffusant au public une information appropriée. L'absence de confidentialité est objectivement illustrée par la publication d'une information publiée, certes erronée, mais dont le degré de certitude de l'opération à laquelle elle se rapporte est avéré et ceci sans s'attarder sur les circonstances entourant cette diffusion et la nécessité de l'implication de l'émetteur. En présence d'une telle situation, l'importance de la bonne information du public prévaut. En définitive, l'atteinte à la confidentialité du projet fonde l'obligation d'information de l'émetteur. Comme ce dernier n'est plus en mesure de répondre aux exigences liées au maintien de l'embargo de l'information, il doit immédiatement satisfaire à celles de l'information du public¹⁰. En conséquence, les émetteurs notamment, lors de la préparation d'opérations financières veilleront avec soin à la préservation de la confidentialité, préservation qui sera sans doute encore plus qu'auparavant renforcée par la tenue des listes d'initiés qui rappelleront avant toute opération l'importance de la gestion de la confidentialité du projet.

Offre simplifiée – Appréciation du prix – Valorisation par transparence

Paris, 4 juillet 2006, *Kemlin c / Carrefour*, ; cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 786.

Dès lors que la valeur retenue par l'expert indépendant est inférieure à celle de l'initiateur de l'offre et que l'AMF a appliqué la méthode multicritère dans la vérification de la pertinence du prix, le prix retenu dans le cadre d'une OPA simplifiée peut être considéré comme étant exempté d'erreur d'appréciation.

L'affaire Hyparlo n'en finit pas. Après avoir fait l'objet d'un arrêt de la cour d'appel de Paris du 13 septembre 2005¹¹ qui, ayant annulé la décision de l'AMF estimant que les modifications apportées à la structure de détention directe et indirecte du capital de la société Hyparlo, enjoignait à Carrefour de déposer une offre publique sur les titres de la société Hyparlo¹², d'autres actionnaires minori-

D. Schmidt et M. Delespaul.

12. Exposé succinct des faits : deux groupes d'actionnaires contrôlant conjointement une société holding ont fait évoluer le concert existant entre eux pour aboutir à une répartition égalitaire du capital et des droits de vote de la société holding, dont la participation dans la société constitue la part essentielle de ses actifs. Les conditions pratiques dans lesquelles le contrôle conjoint s'exerce ont conduit à ce que la prédominance du concert passe d'un groupe d'actionnaires à l'autre, obligeant ainsi au dépôt d'une OPA obligatoire.

9. Rapport annuel COB 1984, p. 23; Cf. également Bull. COB n° 345, avril 2000, p. 22: "Une saine politique de communication financière ainsi que le souci de respecter les actionnaires, devraient conduire à rectifier les informations de nature financière erronée dont l'entreprise viendrait à avoir connaissance dans une publication la concernant".

10. A. Laude: "L'embargo des informations financières", RD bancaire et Bourse, 2000, p. 383.

11. Paris, 13 septembre 2005, *Adam c / Hyparlo, Banque & Droit*, n° 103, septembre-octobre 2005, obs. H. de Vauplane, p. 45; Bull. Joly, 2005, § 177, p. 735, note F. Bucher; Bull. Joly Bourse 2005, § 301, p. 1381, note

taires de cette société ont contesté la décision de l'AMF autorisant au dépôt d'une offre simplifiée au motif que le prix offert était insuffisant.

Reprenons les faits au moment où on les a laissés, à savoir jusqu'à la décision de la même cour du 13 septembre 2005. On se souvient que cet arrêt a dit qu'un projet d'OPA visant la totalité du capital et des droits de vote de la société Hyparlo et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré recevable par l'AMF devait être déposé soit par la société Carrefour, soit par les membres de la famille Arlaud dans un délai de trois mois à compter du jour où la décision était devenue exécutoire. C'est dans ce contexte que le 20 décembre 2005 les membres de la famille Arlaud et Carrefour ont, par un avenant au protocole du 24 décembre 2005, mis fin à l'action de concert vis-à-vis de la société Hyparlo, le groupe familial cédant à Carrefour la totalité de sa participation dans la société Hofidis II sur la base d'un prix par transparence, à savoir 39,22 euros par action Hyparlo, et que le 21 décembre était déposé un projet d'OPA simplifié sur la totalité des actions Hyparlo restant dans le public. Par décision du 11 janvier 2006¹³, l'AMF a déclaré recevable l'OPA au prix de 39,22 euros.

Le demandeur, auquel s'étaient joints d'autres actionnaires minoritaires mais dont les actions ont été, pour partie, déclarées irrecevables par la Cour, contestait le prix de l'offre et soutenait que le prix unitaire de 39,22 euros proposé par Carrefour ne correspondait pas au prix par transparence de l'action Hyparlo dans le cadre de la transaction du 24 décembre 2004 (date de l'entrée de Carrefour dans le capital de Hofidis II à hauteur de 50 %), pas plus qu'au prix par transparence dans le cadre de l'avenant du 20 décembre 2005 (cession par les consorts Arlaud de leur participation dans la société Hofidis II à hauteur de 50 % à la société Carrefour). Il estimait que le prix de l'action Hyparlo s'établissait entre 53,93 et 58,73 euros, sans, manifestement, apporter d'éléments clairs en ce sens. Le prix de 39,22 euros résultait de l'appréciation effectuée par l'AMF lors de son examen de la recevabilité du projet d'offre déposé pour le compte de la société Carrefour. Mais de son côté, l'expert chargé de fournir un avis sur le caractère équitable du prix d'offre aboutissait à un prix de 26,61 euros l'action Hyparlo, ce dernier prix correspondant à la moyenne des valeurs retenues au titre du critère tiré de la transaction du 20 décembre 2005 entre Carrefour et la famille Arlaud, et de ceux fondés sur les cours de Bourse, les comparaisons boursières, et l'actualisation des flux de trésorerie. L'évaluation de l'expert était ainsi près de 50 % inférieure au prix de l'offre proposé par Carrefour, "cette seule constatation conduit à la conclusion que la décision de l'AMF [...] est exempte d'erreurs d'appréciation". La formule est sans appel, et pleine de bon sens! Lorsque la valorisation retenue par l'expert est inférieure à celle retenue par l'initiateur, il faut, pour que le prix de celui-ci soit considéré comme insuffisant, de sérieuses raisons de fonds étayées par un dossier solide pour qu'un actionnaire minoritaire espère voir prospérer son action. Or, en l'espèce, l'actionnaire plaignant n'apportait pas, ou peu, d'éléments permettant au moins un début de raisonnement. À l'examen des faits, on en vient à se demander qu'est-ce qui a pu

motiver les plaignants pour déposer un tel recours dont il était peu probable qu'il prospérât. Mais, comme le rappelle la cour, c'est là faculté de tout actionnaire d'user de son droit d'agir en justice.

H.V

Introduction en Bourse – Opération de placement garanti – Erreur du centralisateur du livre d'ordres dans l'attribution des titres – Responsabilité (oui) – Perte de chance (oui)

Paris, 7 avril 2006, société Financière de l'échiquier / Oddo; cf. aussi, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers, Litec*, 3^e éd., 2001, n° 906 et suivants.

Le PSI qui souhaite souscrire à des titres d'une société lors d'un placement de titres dans le cadre d'une introduction en Bourse et qui n'est pas servi suite à l'erreur de l'établissement centralisateur du livre d'ordres a droit à une indemnité, celle-ci étant toutefois limitée à la perte de chance qu'il a subie.

Rares sont les différends en justice entre les professionnels à l'occasion d'opérations d'introduction en bourse. Si ces opérations ont jusque là retenu l'attention des tribunaux, c'est plus à la suite des déconvenues liées à l'évolution de cours des titres introduits sur le marché, les souscripteurs cherchant alors la responsabilité des introducteurs, voire des cas où la société introduite se plaint de ses mandataires¹⁴, qu'à l'occasion de différends entre professionnels. En 1999, la société Devoteam s'est introduite sur le marché libre d'Euronext en prenant comme introducteurs-teneurs de marché les sociétés Oddo & Cie et Credit Suisse First Boston Ltd. Lors de l'opération de construction du livre d'ordres, la société Financière de l'Échiquier a indiqué à Oddo & Cie vouloir participer au placement global garanti à hauteur de 472 050 titres, mais n'a finalement été servi que pour 3 550 titres suite à une erreur entre les introducteurs-teneurs de marché, une autre société ayant reçu 30 000 titres alors qu'elle n'avait rien demandé mais s'était bien gardée de restituer ces titres, préférant les conserver. L'investisseur assigna alors les deux sociétés introducteurs-teneurs de marché ainsi que la société qui avait conservé indûment les titres. Par un arrêt du 18 juin 2004, la cour d'appel de Paris a considéré que la société Oddo & Cie avait commis une faute engageant sa responsabilité et a sursis à statuer pour le surplus, désignant un expert aux fins de déterminer le montant de l'indemnité. La mission de l'expert devait notamment déterminer la chance que la société Financière de l'Échiquier aurait eue d'obtenir plus d'actions de la société Devoteam si sa demande avait été correctement transmise en recherchant les critères appliqués aux ordres de souscription et dans cette hypothèse, la plus value dont elle aurait pu bénéficier.

Suivant les conclusions de l'expert, la cour estime d'abord que si la demande de souscription de titres avait été transmise correctement, la société Financière de l'Échiquier aurait été traitée équitablement. Que dès lors, "elle avait vocation à recevoir plus de titres Devoteam qu'elle n'en a finalement reçu à tout le moins autant que la société [qui

13. AMF, décision 2006C0069, BALO du 13 janvier 2006.

14. Dernier exemple en date, Paris, 23 mars 2006, Bull. Joly Bourse 2006, § 76, p. 332.

n'avait rien demandé]". Il s'agit là d'une constatation évidente mais nécessaire. Par contre, et de façon tout à fait pertinente (même si nous ne disposons pas du résultat de l'expertise), les magistrats ne suivent pas la demande de la société Financière de l'Échiquier qui considérait qu'elle aurait dû recevoir le nombre de titres demandé: "qu'il est en revanche improbable que cette dernière ait reçu les 472 050 titres auxquels elle avait souscrit". Mieux, la cour, s'appuyant sur des pratiques de marché, considère que la société Financière de l'Échiquier ne pouvait pas s'attendre à recevoir plus de titres qu'un investisseur comparable à elle, ce dont convient cette dernière in fine. En effet, l'on sait que devant l'afflux des demandes lors de certaines introductions en Bourse, les introducteurs sont alors obligés de réduire dans des proportions souvent considérables les demandes de souscriptions. En l'espèce, les magistrats parisiens soulignent avec finesse que "la société Financière de l'Échiquier pouvait légitimement espérer recevoir autant de titres que la société CCF, s'agissant d'une société comparable quant à la gestion des petites valeurs, soit 30 000 titres". Reste alors à évaluer le montant du préjudice subi par la société Financière de l'Échiquier. Il s'en suit une bataille d'experts et de chiffres, le cours de souscription ayant été fixé à 16,10 euros, le cours Bourse s'étant établi pour sa part à 18,30 euros, pour ensuite monter jusqu'à 72 euros à la fin de l'année, avec un pic de 293 euros en mars 2000! Quelle devait être la date de référence pour établir la perte de chance? L'on comprend que face à de telles variations, les attentes des parties n'étaient pas vraiment en phase sur le montant de l'indemnité, dont on relèvera que la société Oddo continuait à en contester le principe malgré la décision de la cour du 18 juin 2004, lequel avait indiqué que "si la société Financière de l'Échiquier n'avait aucun droit acquis à obtenir des actions de la société Devoteam, en revanche, elle avait droit à ce que sa demande soit examinée par le Credit Suisse et la société Devoteam, seuls habilités en l'espèce de la suite qui devait lui être réservée; qu'en retirant ce droit [...] la société Oddo l'a, par là même, privée de la chance de se voir attribuer plus d'actions qu'elle ne lui en a accordées". Si perte de chance il y a eu, celle-ci doit toutefois se mesurer au regard des circonstances de l'espèce: le problème n'est pas de savoir si la société Financière de l'Échiquier aurait dû être servie de la quantité de titres allouée à un investisseur de même catégorie, mais – dans la mesure où elle était intéressée par cette souscription – si elle pouvait de son propre chef acheter des titres une fois l'introduction effectuée. La cour fixe le montant de l'indemnité à 58 000 euros, très loin des plus de 2 millions d'euros réclamés. Ce montant résulte du calcul suivant: [(premier cours de cotation en Bourse: 18,30 euros) - (cours de souscription: 16,10 euros)] x [(30 000 actions) - (nombre d'actions reçues: 3550)] = 58 190 euros. Il est frappant de souligner que la solution retenue s'appuie sur la possibilité pour l'investisseur d'acheter des titres en Bourse dès l'introduction dans un marché considéré comme suffisamment liquide. La société introducteur-teneur de marché a bien commis une faute mais la réparation de celle-ci doit tenir compte de la possibilité pour la

victime d'en atténuer les effets. Ce n'est que si le marché post-introduction ne permettait pas de se procurer les titres que le montant de l'indemnité aurait été nettement supérieur.

H. V.

COB – Décision de sanction – Recours de l'épouse de la personne sanctionnée et du liquidateur – Irrecevabilité

Com., 11 juillet 2006, X... et Y... c/ AMF (COB). Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés*, 3^e éd., Litec, 2001, n°166 et s.

Le caractère personnel des sanctions prononcées par la COB implique que leur contestation soit réservée à la personne qui en fait l'objet.

Les décisions de sanction de la COB étant de nature personnelle, les recours contre ces décisions le sont également, telle est la position adoptée par la Cour de cassation¹⁵ à la suite de la cour d'appel de Paris¹⁶. La motivation est exactement la même: les sanctions de la COB, bien que de nature administrative, sont proches des sanctions pénales; par conséquent, elles ont un caractère personnel qui implique que leur contestation soit réservée à la personne qui en fait l'objet. La décision est justifiée: les sanctions pécuniaires prononcées par la COB, aujourd'hui par l'AMF, s'apparentent à des sanctions pénales quant à leur nature, car elles ne sont pas destinées à réparer un préjudice mais à sanctionner la personne poursuivie, à la fois pour la punir de son comportement et pour dissuader les autres de le reproduire, ce que relève la Cour de cassation. Cette assimilation a déjà été retenue de nombreuses fois pour l'application des principes processuels fondamentaux posés par la Convention européenne des droits de l'homme¹⁷. Il est donc logique de transposer également aux sanctions administratives le principe de la personnalité de peines¹⁸, et son corollaire, le principe de la personnalité des recours. La Cour de cassation comme la cour d'appel de Paris en tirent deux conséquences: l'épouse de la personne sanctionnée ne peut exercer un recours, le représentant des créanciers de la liquidation judiciaire ouverte contre le contrevenant ne le peut pas non plus. Le principe de la personnalité du recours justifie cette solution, ce qui a pour conséquence, dans l'hypothèse d'une procédure collective, de réserver le recours au débiteur, même s'il est dessaisi de ses droits et actions; quant au conjoint, peu importe le régime matrimonial, le fondement retenu lui interdit d'exercer tout recours dans tous les cas.

Cependant, ainsi que le faisait remarquer l'auteur du pourvoi, l'art. 7 du décret du 23 mars 1990 relatif aux recours contre les décisions de sanction de la COB prévoyait que le "délai court, pour les personnes qui font l'objet de la décision, à compter de sa notification et pour les autres personnes intéressées à compter de sa publication", ce qui laissait entendre que d'autres que la personne sanctionnée pouvaient contester la sanction, ce que reprend dans les mêmes termes l'art. R.621-44 du Code monétaire et finan-

15. D. 2006, AJ, p. 2036, note A. Lienhard.

16. CA Paris, 8 juin 2004, Banque & Droit n° 98, novembre-décembre 2004, p. 36, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre; RDBF novembre-décembre 2004, p. 430, obs. A. Pietrancosta; Droit des sociétés 2005,

n°15, note Th. Bonneau.

17. Voir, par exemple, Com., 15 juin 1999: Bull. Joly Bourse 1999, p. 579, note N. Rontchevsky.

18. Voir M. Degoffe, *Droit de la sanction non-pénale*, Economica, 2000.

cier depuis la création de l'AMF. Mais ces textes, de nature réglementaire, ne peuvent avoir pour vertu d'élargir le cercle des personnes autorisées à exercer un recours au-delà de ce qui résulte d'un principe fondamental, en l'occurrence celui de la personnalité des peines et des recours. Un précédent arrêt de la cour d'appel de Paris de 1991 avait déjà statué en ce sens et déclaré irrecevable le recours formé par une société à l'égard de la décision de non-condamnation prononcée par la COB contre son ancien dirigeant ; il avait estimé que la société ne justifiait d'aucun intérêt direct personnel à poursuivre l'annulation d'une mesure qui ne concernait que l'intéressé¹⁹.

Le résultat est, ainsi que l'avait déjà noté le Professeur Decoopman, que *« la catégorie des « autres personnes intéressées » est étroite, s'agissant du moins du pouvoir de sanction de la COB »*²⁰. Il résulte même de l'arrêt commenté que la contestation des décisions de sanction ne peut provenir que des personnes sanctionnées et que, par conséquent, seules les autres décisions de l'autorité de régulation, par exemple les décisions d'autorisation, peuvent faire l'objet d'un recours par d'autres personnes que l'intéressé direct (les actionnaires minoritaires en cas de recevabilité d'un retrait obligatoire, par exemple). Si la décision a été rendue à l'occasion d'un recours contre une décision de sanction de la COB, elle est évidemment transposable aux sanctions prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF.

AMF – Sanction – Commissaire aux comptes – Manquement à la bonne information du marché – Sanction de la société de commissaires aux comptes et du commissaire aux comptes personne physique qui a agi au nom de la société de CAC

Com. 11 juillet 2006, deux arrêts, X... c/ AMF. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1050 et s.

Le commissaire aux comptes participe à l'information du public.

Doit être sanctionné le commissaire aux comptes qui savait ou aurait dû savoir que l'information communiquée était inexacte ou trompeuse et avait faussé le fonctionnement du marché.

La participation à la mauvaise information du public permet à l'AMF de poursuivre tant la société de commissaires aux comptes titulaire du mandat que le professionnel qui a été chargé de la mission.

Voilà deux arrêts très importants, qui ont déjà fait l'objet de commentaires autorisés et approfondis²¹. Ils confirment au plus haut niveau que la rétroactivité in mitius s'applique aux règlements de l'AMF et, sans doute, plus largement à ceux de toute autorité administrative indépendante, comme aux lois pénales, que les commissaires aux

comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne participent à l'information du marché peuvent donc être sanctionnés pour avoir collaboré à la communication d'une information inexacte ou trompeuse, enfin que, en ce cas, non seulement la société de commissaires aux comptes titulaire du mandat peut être poursuivie, mais également le professionnel qui, en son sein, était chargé d'accomplir la mission.

Le premier apport de l'arrêt est de confirmer la position de la Commission des sanctions de l'AMF et de la cour d'appel de Paris à propos du nouveau règlement général, qui lui appliquent la rétroactivité attachée aux dispositions pénales nouvelles plus favorables²². En l'espèce, le caractère plus doux du Règlement de l'AMF par rapport au texte antérieur de la COB résulte de la transposition de la directive Abus de marché du 28 janvier 2003 ; en effet, l'art. 3 du règlement n° 98-07 de la COB relatif à l'obligation d'information du public se contentait de définir l'atteinte à la bonne information du public comme *« la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse »*, alors que l'art. 632-1 du règlement général de l'AMF, tout en reproduisant cette formule, ajoute l'exigence que soit démontré *« que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses »*²³.

Le deuxième apport de l'arrêt est de confirmer que les commissaires aux comptes des sociétés faisant appel public à l'épargne participent à l'information du marché, cela par la certification des comptes. Certes, la motivation est un peu rapide, elle n'en est pas moins fondée. Une précédente décision de sanction de l'AMF avait quelque peu explicité ce point en expliquant que la *« certification sans réserve [...] publiée [...] avec les comptes qui en sont le support [...] est une garantie essentielle de la fiabilité des données communiquées aux actionnaires et aux investisseurs »*²⁴. Il nous semble en effet qu'il n'y a pas de doute sur la participation à l'information du marché de l'auditeur qui certifie les comptes d'une société faisant appel public à l'épargne, car la certification est, d'une part, une information publiée avec les comptes, qui fait corps avec ceux-ci, d'autre part, une garantie de fiabilité des comptes pour les actionnaires et les investisseurs. Elle participe donc bien à leur information ; on peut même estimer qu'elle en est un élément important et qu'il est quelque peu curieux de voir des commissaires aux comptes essayer de minimiser la portée de leur rôle. En l'espèce, la Cour de cassation retient que la *« certification reposait sur une évaluation dépourvue de toute justification »* et le commissaire aux comptes savait ou aurait dû savoir *« le caractère fallacieux des comptes qu'il certifiait »* et aurait dû le révéler au marché.

Le dernier apport des deux arrêts n'est pas le moindre : non seulement la société de commissaires aux comptes titulaire du mandat peut être poursuivie et sanctionnée, mais également celui de ses membres qui était personnellement chargé de son exécution. La responsabilité de la société n'a jamais été discutée et le pourrait diffi-

19. CA Paris, 31 octobre 1991, D. 1992, IR, p. 29 ; Bull. Joly Sociétés 1992, p. 52, note N. Decoopman.

20. N. Decoopman, note précitée.

21. Voir en particulier B. Garrigues et S. Bonfils : Bulletin Joly Bourse, juillet-août 2006, à paraître. Voir également A. Lienhard : D. 2006, AJ, p. 2035.

22. Voir B. Garrigues et S. Bonfils, commentaire précité.

23. Voir C. Ducouloux-Favard, *« Allègement de la répression du manquement à la bonne information financière »* : D. 2005, Point de vue, p. 946.

24. Décision de sanction de l'AMF du 18 novembre 2004 : Bull. Joly Sociétés 2005, p. 768, note J.-J. Daigre.

cilement dans la mesure où les art. L.621-15-II.c) du Code monétaire et financier et 632-1 du règlement général de l'AMF visent "toute personne", sans restriction, et dans la mesure où la société de commissaires aux comptes est titulaire du mandat. L'ancienne réticence à admettre la responsabilité des personnes morales en droit pénal ne s'est jamais semble-t-il étendue aux sanctions administratives. Il est vrai qu'on est essentiellement dans un monde de personnes morales dans les secteurs concernés.

Mais la question se posait de savoir si la personne physique qui exécute la mission pour le compte de la personne morale pouvait également être poursuivie et sanctionnée. Là était le point dur de l'affaire, car si la Commission des sanctions de l'AMF n'avait pas hésité à sanctionner le professionnel, la cour d'appel de Paris avait annulé cette partie de la condamnation au motif que "dans le cas où un mandat de commissaire aux comptes est confié à une société exerçant cette activité, chaque acte accompli par l'un des associés, actionnaires ou dirigeants, salariés ayant la qualité de commissaire aux comptes, l'est au nom et pour le compte de la société, seule titulaire du mandat", et que par conséquent "le sujet de droit de la réglementation boursière, susceptible d'être concerné, ne pouvait être que le commissaire aux comptes, titulaire du mandat, soit la société [de commissaires aux comptes]". Mais l'arrêt est cassé sur ce point, pour deux motifs. Le premier s'appuie sur les textes déjà cités, qui visent "toute personne", ce qui s'entend tant des personnes physiques que des personnes morales ; la cour régulatrice ajoute qu'il importe peu que la personne morale soit également sanctionnée, il faut donc en déduire que les deux peuvent l'être cumulativement ou alternativement ; les textes ne permettent pas d'autre analyse. Le second motif de cassation vient au soutien du premier et repose sur les règles du droit des sociétés. L'art. L. 822-9 du Code de commerce (art. L. 225-218 au moment des faits) précise que "dans les sociétés de commissaires aux comptes inscrites, les fonctions de commissaire aux comptes sont exercées, au nom de la société, par des commissaires aux comptes personnes physiques associées, actionnaires ou dirigeants de cette société". Or, la cour d'appel en avait tiré deux arguments contre la possibilité de sanctionner le commissaire aux comptes personne physique, d'une part, parce qu'il agissait au nom et pour le compte de la société, d'autre part, parce qu'en l'espèce il avait la qualité de salarié. Sans revenir sur le premier point, qu'elle a réglé précédemment, la cour régulatrice écarte le second argument en retenant que peu importe que le commissaire aux comptes ait par ailleurs la qualité de salarié, l'essentiel étant qu'il avait professionnellement agi, au regard des textes régissant sa profession, en qualité d'associé, d'actionnaire ou de dirigeant de la société de commissaires aux comptes, seuls titres pouvant donc lui permettre d'intervenir au nom de celle-ci. La qualité de salarié est donc indifférente et ne masque ni n'absorbe la qualité d'associé ou de dirigeant de l'intéressé. Telle est bien la solution organique imposée par les textes qui régissent l'activité des commissaires aux comptes. Aussi y a-t-il une légère inadéquation du droit boursier, dans la mesure où, lorsque l'art. L. 621-15-II du Code monétaire et financier vise les professionnels (a), il prend soin d'ajouter que peuvent également être poursui-

vies "b) Les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte" de ceux-ci, mais ne dispose pas de même pour "c) Toute personne qui [...] s'est livrée ou à tenté de se livrer [...] à la diffusion d'une fausse information".

La portée de cet arrêt va peut-être au-delà du droit boursier. On sait que jusqu'à maintenant la jurisprudence s'est divisée à propos de la responsabilité civile du commissaire aux comptes qui exécute une mission au nom et pour le compte de la société dont il est membre. Un arrêt de la cour d'appel de Versailles du 11 avril 2002 et un autre de la cour d'appel de Paris du 14 mai 2003 n'ont pas hésité à l'engager, mais une décision de la cour d'appel de Rennes du 16 septembre 2005 s'y est refusée, estimant que seule une faute détachable permettrait de retenir la responsabilité personnelle du commissaire aux comptes agissant pour le compte d'une société de commissaires aux comptes²⁵. En décidant, certes à propos d'une sanction administrative, qu'il n'y a pas lieu d'écarter la personne physique qui a exécuté la mission au nom de la société de commissaires aux comptes, la Cour de cassation retient une motivation transposable à la responsabilité civile des commissaires aux comptes. Puisque c'est à titre personnel qu'ils exécutent la mission et non en qualité d'organe social, il n'y a pas, nous semble-t-il, à leur faire bénéficier de la jurisprudence, d'ailleurs discutable, qui réserve l'action en responsabilité civile d'un tiers contre un dirigeant d'une société à la démonstration d'une faute détachable de celui-ci, cela d'autant moins qu'elle ne peut être invoquée par celui qui n'est pas dirigeant.

Délit d'initié – Utilisation d'une information privilégiée – Amende – Profit réalisé – Absence d'indication – Cassation

Cass. Crim., 14 juin 2006, aff. Soros. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n°1008 et s.

A obtenu une information privilégiée celui qui, pour se prononcer en connaissance de cause sur la proposition qui lui avait été faite de prendre une participation dans le capital d'une société, a obtenu des précisions sur l'opération et aussitôt acquis des titres, qu'il a revendus en réalisant une plus-value importante.

La cour d'appel doit préciser le montant du profit réalisé à la suite des opérations critiquées pour permettre à la Cour de cassation d'exercer son contrôle sur le montant de l'amende prononcée.

Ce n'est pas encore l'épilogue de l'affaire de la Société Générale, qui remonte à septembre 1988, mais presque : le principe de la culpabilité de l'initié est définitivement acquis, même si le montant de la condamnation reste à confirmer. En l'espèce, l'intéressé avait été informé le 12 septembre 1988 d'un projet de prise de participation significative dans le capital de la Société Générale et que l'investisseur recherchait des co-investisseurs ; s'étant montré attiré, il avait demandé des précisions pour pouvoir se prononcer en connaissance de cause ; mais, après les avoir obtenues le 14 septembre, il avait renoncé à participer à

25. CA Versailles, 11 avril 2002, Bull. Joly Sociétés 2002, p. 919, note J.-J. Daigre. CA Paris, 14 mai 2003, Bull. Joly Sociétés 2003, p. 1250,

note Ph. Merle ; CA Rennes, 16 septembre 2005, Bull. Joly Sociétés 2005, p. 1351, note Ph. Merle.

l'opération ; cependant, il avait, dès le 22 septembre, commencé à acquérir des titres, qu'il avait revendus en réalisant une plus-value. L'instruction de cette affaire a été longue, bien au-delà de l'acceptable puisqu'elle n'est pas terminée dix-huit ans plus tard. Aussi, le premier moyen de cassation s'appuyait-il sur la durée de la procédure pour faire admettre qu'elle n'avait pas été raisonnable au sens de l'art. 6-1 de la Convention européenne des droits de l'homme et demandait-il que l'arrêt d'appel soit cassé pour n'en avoir pas tiré la conséquence en refusant d'annuler la procédure. Ce premier moyen est rejeté par la Cour régulatrice, qui ne conteste pas le caractère excessif du délai de la procédure, mais se contente d'écarter la nullité parce que "la connaissance du délai raisonnable [...] permet seulement à celui qui subit un préjudice d'en solliciter la réparation devant la juridiction nationale compétente". On n'ira pas au-delà sur ce point s'agissant d'une question étrangère au droit des marchés financiers. Peut-être la Cour européenne des droits de l'homme sera-t-elle saisie.

Le second moyen comportait de nombreuses branches, dont deux seulement sont discutées par la Cour de cassation. Le premier argument du demandeur au pourvoi consistait à prétendre que les informations qu'il avait reçues ne présentaient pas les caractères requis par la loi pour la réalisation du délit, en partie le caractère précis de l'information. Mais la cour régulatrice rappelle que les juges du fond ont constaté que l'intéressé avait été sollicité de participer à la prise de contrôle de la Société Générale et avait lui-même demandé des précisions sur cette opération, et que c'est après les avoir obtenues qu'il avait commencé d'acquérir des titres. Aussi, considère-t-elle que les juges du fond avaient suffisamment caractérisé l'obtention d'une information privilégiée. Le second argument principal du même moyen est en revanche accueilli par la Cour de cassation. Il était reproché à la cour d'appel d'avoir maintenu l'amende prononcée par le tribunal correctionnel, alors qu'elle avait écarté les achats opérés par l'intéressé à Londres et ne l'avait condamné que pour ceux réalisés à Paris, et de ne pas avoir modifié le montant de la peine d'amende, pourtant prononcée par le tribunal correctionnel en considération de la totalité des achats. Aussi reproche-t-elle aux juges du fond de ne pas avoir précisé le montant du profit réalisé à la suite des seules opérations retenues dans la prévention et de ne l'avoir pas mise en mesure d'exercer son contrôle sur le montant de l'amende. En effet, l'art. 10-1 de l'ordonnance du 23 septembre 1967, en vigueur à l'époque, précisait que l'auteur du délit encourait une amende dont le montant pouvait atteindre le quadruple du profit éventuellement réalisé, sans qu'il puisse être inférieur à ce même profit. Aussi, en ne ventilant pas les profits entre ceux résultant des achats londoniens, qui étaient hors de cause, et ceux réalisés à Paris, qui seuls demeuraient dans la prévention, la cour d'appel n'avait pas justifié le montant de l'amende retenue. La règle est demeurée la même depuis l'instauration du Code monétaire et financier et l'introduction de la directive Abus de marché, même si le montant possible de l'amende a été augmenté jusqu'au décuple (mais le plancher demeure le même, le montant du profit réalisé ; art. L. 465-1). Il en résulte que la Cour de cassation contrôle la légalité des amendes retenues et que, par voie de conséquence, la cour d'appel doit contrôler le montant de celles prononcées par l'AMF.

Introduction en Bourse – PSI – Obligation de conseil – Obligation de vigilance à l'égard du sous-traitant – Négligence dans la recherche d'investisseurs – Dommages et intérêts – Remboursement des honoraires – Clause pénale

Paris, 25^e B, 16 juin 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 906 et s.

Commet une faute et engage sa responsabilité le prestataire qui manque à son obligation de conseil à l'occasion d'une introduction en Bourse, ne vérifie pas l'agrément du sous-traitant auquel il fait appel pour le placement des titres et commet des négligences dans la recherche des investisseurs. Le report de l'opération due à ces manquements justifie la résiliation du mandat par l'émetteur, la condamnation du prestataire au remboursement des sommes reçues à titre d'acompte et sa condamnation au paiement de la clause pénale prévue par le contrat, qui doit recevoir application en l'absence d'une faute lourde.

L'introduction en Bourse est une aventure pour l'émetteur et pour son prestataire. La cour d'appel de Paris précise que ce dernier est tenu d'une obligation de conseil, qu'il doit veiller à ce que le sous-traitant qu'il choisit pour le placement soit agréé et faire toute diligence dans la recherche des investisseurs. En l'espèce, l'introduction avait dû être reportée en raison de l'insuffisance des souscriptions et la société émettrice avait résilié le mandat et agi en responsabilité contractuelle contre le professionnel. La cour d'appel fait droit à ses demandes, valide la résiliation anticipée du contrat, condamne le professionnel à rembourser les acomptes reçus et à payer le montant de la clause pénale prévue par le contrat. À cette occasion, les magistrats affirment que le prestataire qui intervient dans une introduction a une obligation de conseil, mais précise que celle-ci ne pèse sur le professionnel que face à un client profane. La distinction du client profane et du client averti se généralise donc, en droit boursier comme en droit bancaire. Il faut également noter que, face à un client profane, l'introduit a "une obligation de conseil sur la stratégie et les modalités de l'offre", ce qui va bien au-delà du simple devoir d'information. En l'espèce, la responsabilité du professionnel est également admise pour ne pas avoir vérifié si le sous-traitant auquel il avait fait appel pour le placement des titres était agréé. Il y a là, en effet, une négligence coupable. Enfin, elle est également retenue pour les insuffisances commises par le professionnel dans la recherche des investisseurs.

Il est vrai que les prestataires de services d'investissement sont tenus de "s'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs en ce qui concerne les services demandés" (art. L.533-4.4 C.mon.fi.), ce qui justifie de détendre leurs obligations déontologiques lorsque les prestataires sont face à un autre professionnel, mais de les appliquer strictement lorsqu'ils sont confrontés à un client profane. Ainsi sont-ils obligés de "se comporter avec loyauté et [d'] agir avec équité au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché" et d'"exercer leur activité avec compétence, le soin et la diligence qui s'imposent, au mieux des intérêts de leurs clients et de l'intégrité du marché" (art. L.533-4.1 et 2 C.mon.fi.). Pour les prestataires qui inter-

viennent dans une opération d'introduction, le Conseil des marchés financiers a précisé leurs obligations dans une décision générale n° 2000-01, qui figure aujourd'hui aux art. 321-110 et s. du règlement général de l'AMF. À ce titre, le prestataire doit pleinement informer l'émetteur du déroulement de l'opération d'introduction et des obligations légales et réglementaires qui lui incombent, de la nature et du coût des prestations qu'il se propose de lui assurer, tant au titre de la préparation de l'introduction que de sa réalisation et du suivi du marché une fois la société introduite; il doit préciser les tâches qui incombent à la société en propre dans le cadre de l'introduction; il doit également convenir précisément avec la société les modalités d'allocation des titres. Le vrai est que ces exigences sont plus d'ordre formel que d'ordre substantiel et qu'elles ne viennent pas vraiment préciser le contenu des règles de bonne conduite. Aussi, l'arrêt de la cour d'appel de Paris présente-t-il l'intérêt de venir affirmer l'existence d'une obligation légale de conseil à la charge du prestataire et de définir son contenu: la stratégie et les modalités de l'offre des actions en public.

En l'espèce, outre le remboursement des acomptes reçus par le prestataire en raison de la résiliation du mandat, résiliation jugée légitime par la cour, le prestataire est également condamné à payer la clause pénale prévue par la convention (la clause pénale survit à la résiliation du contrat qui la comporte). Mais la cour rappelle que cette clause est applicable "en l'absence de faute lourde du prestataire", ce qui laisse entendre qu'elle pourrait être écartée dans cette hypothèse. En effet, le juge peut non seulement dépasser le plafond de la clause si celui-ci est manifestement dérisoire, selon l'art. 1152 C. civ., ce qui se mesure non par rapport à la faute du professionnel mais par rapport au préjudice de la victime, mais également écarter la clause en cas de dol ou de faute lourde du débiteur²⁶. En l'espèce, la pénalité avait été fixée à 10 % du montant des honoraires.

Actualités réglementaire et législative

Analyse financière indépendante – Commissions partagées – Codes professionnels

L'AMF consulte actuellement sur des propositions de modifications de son règlement général, qui visent notamment à introduire le dispositif de la commission partagée. Cette consultation fait suite à la publication en juillet dernier d'une charte de la profession sur le sujet.

À la fin du mois de juillet dernier, l'AMF a lancé une consultation publique sur un projet de modification de son règlement général et un projet d'instruction relatifs à l'analyse financière. Cette consultation, qui prendra fin le

31 octobre, a pour objet de mettre réglementairement en œuvre la plupart des recommandations contenues dans un rapport de l'Autorité des marchés financiers publié en juillet 2005 ("*Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante*"²⁸). Ce rapport, qui avait lui-même fait l'objet d'une consultation publique à cette époque²⁹, avait, selon les termes de la lettre de mission adressée par le président de l'AMF, pour objet plus notamment d'"*émettre des propositions quant à la nécessité et aux moyens de donner un statut à [l'analyse financière indépendante] et d'assurer sa viabilité économique en liaison avec les différents acteurs de la place*".

Parmi les huit axes de recommandation identifiés à l'époque par le rapport AMF, le document aujourd'hui soumis à consultation vise plus particulièrement à:

- permettre l'identification des structures d'analyse dite indépendantes;
- mettre en place, à l'image du dispositif existant pour les conseillers en instruments financiers, une procédure de reconnaissance des associations représentatives d'analystes financiers indépendants;
- affirmer le principe d'égalité d'accès des analystes financiers aux "*sources et canaux d'information*" des émetteurs ou de leurs conseils;
- préciser le cadre de mise en œuvre des mécanismes de commission partagée;
- imposer aux prestataires de services d'investissement l'information de l'AMF sur les dysfonctionnements qui peuvent affecter la production ou la diffusion des analyses financières et qui ne seraient pas réglés par des "*mesures appropriées*".

L'objet à ce stade n'est pas ici de commenter ce qui ne constitue encore que des propositions, celles-ci étant susceptibles d'évoluer assez significativement en fonction des résultats de la consultation de place. En revanche, il apparaît d'ores et déjà utile de donner un éclairage sur le contexte dans lequel s'inscrivent les dispositions relatives à la commission partagée puisque celles-ci s'appuient assez largement sur le fruit d'un travail commun entre l'AFEI et l'AFG qui, ensemble, ont publié mi-juillet une charte de bonnes pratiques fixant le cadre des rémunérations par les sociétés de gestion des services rendus par les intermédiaires de marché²⁹.

Pour bien appréhender la problématique sous-tendant cette charte, deux éléments doivent tout d'abord être rappelés. Le premier concerne le mode de rémunération des intermédiaires de marché, traditionnellement fixé en pourcentage du montant des transactions dans lesquelles ils interviennent. Le second élément concerne la grande diversité des services qui peuvent être couverts par cette rémunération. L'offre de services des intermédiaires de marché envers leurs clients institutionnels, et notamment les sociétés de gestion, est en effet aujourd'hui bien plus large que le seul service d'exécution, entendu traditionnellement comme l'achat ou la vente d'instruments financiers sur le marché pour compte du client. Comme l'indique le guide d'utilisation associé à la charte AFEI-AFG, ces ser-

26. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Les obligations*, Précis Dalloz, n° 605.

27. Rapport d'un groupe de travail présidé par M. de Demandolx Dedons, membre du Collège, mis en consultation publique le 13 juillet 2005; cf. H. de Vauplane, "L'évaluation financière indépendante, nouvelle protection des actionnaires?", *Banque Magazine*, n° 671, juillet-août 2005, p. 98.

28. Et dont l'AMF a publié une synthèse des réponses reçues, disponible sur son site amf-france.org.

29. Disponible sur le site de l'AFEI (afei.com) ou celui de l'AFG (Afg.fr): cf. H. de Vauplane, chronique *Droit des marchés financiers*, *Banque Magazine*, septembre 2006 n° 683.

vices sont aujourd'hui multiples, distinguables en deux grandes catégories³⁰ : les "services d'exécution" qui, outre l'exécution à proprement parler, rassemblent aussi le conseil en stratégie d'exécution ou le suivi des transactions par exemple ; les "services d'aide à la décision d'investissement" qui rassemblent plus particulièrement la recherche (micro et macroéconomique notamment), l'analyse financière et les prestations de vente et de conseil.

Dans ce contexte, la commission partagée est le mécanisme qui, au sein d'une rémunération globalement versée, permet de mettre en œuvre un processus de reversement éventuel d'une partie de cette rémunération à un tiers qui fournit un service non rendu par l'intermédiaire de marché. Il suppose que soit préalablement déterminé avec précision quels services sont rémunérés pour quels montants.

Dans la perspective du rapport de M. de Demandolx, l'intérêt de la commission partagée est de favoriser l'émergence de structures d'analyse financière non intégrées à des structures d'intermédiation, en permettant de rediriger vers celles-ci une partie des flux de rémunération reçus par les intermédiaires de marché. La perspective de la charte AFEI-AFG, si elle ne dénie pas cette possibilité, est toutefois plus large. Elle s'inscrit en effet dans le droit fil des réflexions menées aux États-Unis et particulièrement au Royaume-Uni où l'objectif est d'abord d'assurer qu'en application de leur devoir fiduciaire envers leurs mandants, les gestionnaires recherchent effectivement les meilleurs services auprès des meilleurs fournisseurs³¹. C'est d'ailleurs bien sous cet angle qu'en juillet 2005, pour une entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2006 avec une période de transition courant jusqu'au 30 juin 2006, la Financial Services Authority (FSA) a pris une réglementation (Policy statement 05/9) qui impose aux sociétés de gestion installées au Royaume-Uni de distinguer et d'extérioriser vis-à-vis de leurs mandants, parmi les commissions payées aux intermédiaires de marché, la part qui rémunère les services d'exécution de celle qui rémunère les autres services dont la recherche. Ce nouveau dispositif a alors conduit les associations représentatives des intermédiaires de marché et des gestionnaires à mettre en place des codes de bonnes pratiques définissant les conditions dans lesquelles la transparence nouvelle ainsi exigée des sociétés de gestion était fournie et transmise par les intermédiaires de marché³².

Le principal apport de la charte AFEI-AFG est de permettre une claire valorisation des différents services fournis aux sociétés de gestion par les intermédiaires de marché. Alors qu'en France, la perception de la valeur ajoutée attachée aux services d'intermédiation est souvent plus faible qu'à l'étranger, il apparaissait en effet primordial d'assurer l'adéquation entre, d'un côté, réalité de la valeur apportée au travers des services d'exécution ou d'aide à la décision d'investissement et, de l'autre, niveau de rémunération de ces services. Dans un environnement soumis à

une intense compétition internationale, où la qualité des services est d'abord constituée par la qualité des hommes qui les fournissent, il semble difficile d'espérer maintenir durablement en France des services de marché de haut niveau si leurs acteurs n'étaient pas en mesure d'obtenir une rémunération comparable à celle existant à l'étranger.

Articulée autour de onze principes généraux, la charte AFEI-AFG a ainsi pour objet essentiel de formaliser le processus au terme duquel intermédiaires de marché et sociétés de gestion s'accordent sur la nature des services fournis et la valeur qu'ils procurent. Ce processus de revue doit être institué dès l'instant où "*le montant global des commissions versées pour l'exécution des transactions initiées par une société de gestion dépasse un seuil significatif*". Si la charte ne précise pas ce qui constitue un seuil significatif, le guide d'utilisation établit que sont visées les situations où le montant total des commissions versées annuellement par la société de gestion est supérieur à 1 million d'euros ; il précise également que la société de gestion doit alors mener le processus de revue avec au moins les cinq intermédiaires de marché recevant les montants de commissions les plus importants. La charte précise ensuite les conditions dans lesquelles peuvent être mis en œuvre des contrats de commission partagée par lesquels les sociétés de gestion peuvent demander aux intermédiaires de marché qui exécutent les transactions, de réallouer à des tiers, tout ou partie de la rémunération versée au titre des services d'aide à la décision d'investissement. Elle impose plus notamment que la mise en place d'un contrat de cette nature soit subordonnée à l'existence d'un processus de revue.

Aujourd'hui, l'AMF propose de modifier en conséquence son règlement général sur trois points principaux. Tout d'abord, pour préciser les conditions dans lesquelles les sociétés de gestion peuvent conclure des accords de commission partagée, en leur imposant notamment la mise en place d'un document de nature publique précisant "*les conditions dans lesquelles la société de gestion de portefeuille a eu recours, pour l'exercice précédent, à des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, ainsi que la clé de répartition constatée entre [chacune de ces catégories de services]*". En renforçant ensuite la procédure de sélection des intermédiaires de marché par les sociétés de gestion. Enfin, en précisant au travers d'une instruction, et conformément aux orientations contenues dans la charte AFEI-AFG, les services qui ne constituent, ni des services d'exécution, ni des services d'aide à la décision, ne peuvent faire l'objet de contrat de commission partagée.

Il est à noter que la charte AFEI-AFG constitue un nouvel exemple de ces codes professionnels qui, dans le secteur des activités de marché, connaissent un développement certain. Développement appelé d'ailleurs à s'accroître au terme du projet de loi sur l'épargne salariale qui entre en discussion parlementaire au début du mois d'octobre. ■

30. Sur ce point, voir plus notamment les annexes 3 et 4 de la charte AFEI-AFG.

31. La charte AFEI-AFG recherche d'autant plus la cohérence avec le dispositif mis en place par la FSA qu'une grande majorité de sociétés de gestion et d'intermédiaires de marché installés en France entretiennent des liens importants avec des acteurs britanniques de même nature.

32. Cf. le *Statement of good practice* publié par la LIBA en mars 2005 et le *Pension fund disclosure code* publié par l'IMA en mars 2005 ainsi que le *Unbundling and soft commissions disclosure arrangements for APCIMS' members* publié par APCIMS en novembre 2005.