

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



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

I. Actualités jurisprudentielles

Obligation d'information permanente du marché - Obligation relevant par nature des fonctions de dirigeant social

CA Paris, 1^{re} H., 13 septembre 2005, *Macia c/ AMF* : *Revue mensuel AMF*, n° 18, octobre 2005, p. 49. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1070

Le dirigeant d'une société n'est pas exonéré de son obligation, qui relève nécessairement de sa fonction, de veiller à la bonne information du public, par une convention qui le dépouille de tout pouvoir de décision en matière de communication financière, indépendamment de la validité même de celle-ci.

Cette décision doit être relevée car elle refuse d'exonérer un dirigeant de son obligation de bonne information du marché alors que celui-ci en avait été expressément déchargé par une convention conclue avec la société. En l'espèce, la société avait été introduite au Nouveau Marché le 7 avril 2000 et l'intéressé nommé président du conseil d'administration le même jour, une convention étant ensuite conclue le 8 juillet 2000 avec la société (qui la représentait ?), aux termes de laquelle celui-ci était déchargé de la communication financière (à qui avait-elle été confiée ?). La cour rejette ce fait justificatif, estimant qu'*"une telle convention, quelle qu'en soit la valeur, n'[a] pu avoir pour effet d'exonérer M. M..... de l'obligation relevant nécessairement de sa fonction, de veiller à ce que l'information communiquée au public réponde aux exigences du règlement susvisé"*. Cet attendu est important mais quelque peu ambigu. En effet, soit la convention conclue par le dirigeant avec la société avait pour effet de limiter sa mission et ses pouvoirs, et elle était certes valable, mais inopposable aux tiers ; en ce cas, on aurait pu admettre, comme la cour d'appel de Paris, qu'il demeurait responsable de la bonne information du public, cette obligation relevant nécessairement de sa fonction. Soit il s'agissait d'une délégation, ce qui ne semble pas avoir été le cas en l'espèce, c'est-à-dire une délégation de pouvoir du dirigeant à un

délégué, et en ce cas pourquoi n'aurait-elle pas le rôle exonératoire qu'elle joue en matière pénale ? Ainsi que l'écrit notre collègue Thierry Bonneau, *"si la délégation de pouvoir est efficace en matière pénale, elle doit l'être également en matière de sanction administrative"*. Ce qu'il faut néanmoins retenir, c'est que l'arrêt fait de la bonne information financière une obligation consubstantielle aux fonctions de dirigeant, ce qui ne peut viser que le dirigeant pourvu d'un pouvoir de direction générale.

Sanction administrative (AMF) - Décision - Publication - demande de suspension au Conseil d'État - Urgence non démontrée - Rejet

CE, référé, 20 janvier 2006, *Europe, finance et industrie* : inédit au *Recueil Lebon* ; voir *Légifrance*.

La suspension en référé d'une décision administrative faisant l'objet d'une requête en annulation ou en réformation suppose que l'urgence la justifie et qu'il soit fait état d'un moyen propre à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision.

Une société cotée a été sanctionnée par l'AMF le 7 juillet 2005. Cette société a demandé au Conseil d'État, statuant en référé, de suspendre l'exécution de la sanction et d'ordonner sous astreinte son retrait du site Internet de l'AMF. S'agissant d'une demande en référé, le Conseil d'État rappelle qu'elle ne peut être admise qu'à deux conditions, que l'urgence justifie la suspension et qu'il existe un moyen propre à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision, et précise que la condition d'urgence doit être regardée comme remplie lorsque la décision préjudiciale de manière suffisamment grave et immédiate à la situation du requérant ou aux intérêts qu'il entend défendre. Or, en l'espèce, l'intéressé se contentait d'exposer que la publication de la décision mettait en cause le redressement de la société, qui avait connu deux exercices déficitaires en 2002 et 2003 et venait juste de se redresser en 2004 et 2005, et que le cours de son action avait durablement chuté. Le Conseil d'État écarte cet argument, qui était trop général et trop imprécis, le requérant ne faisant état d'aucun élément circonstancié de nature à démontrer

que la publication de la décision pouvait préjudicier de manière grave et immédiate à sa situation.

Si, en l'espèce, le rejet du Conseil d'État paraît justifié en raison des conditions mises au prononcé en référé d'une suspension de la décision de sanction, il n'en reste pas moins que cette affaire soulève la question de la publication immédiate et nominative des décisions de sanction dès lors qu'un recours demeure possible. S'y ajoute l'interférence de la directive du 24 octobre 1995 relative à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et des textes d'application qui ont suivi en France, en particulier de la CNIL, qui invitent à ne pas rendre public par un site le nom de personnes condamnées. Or, le site Internet de l'AMF publie et conserve en mémoire les décisions de sanctions prononcées, avec en général le nom des intéressés. Il y a là une source de difficulté pour les personnes concernées, qui sont ainsi privées du droit à l'oubli.

II. Actualités réglementaires

Recommandations d'investissement : définition - Déclaration à l'AMF des transactions réalisées par les dirigeants sur les instruments financiers émis par leur société : notion de "personnes ayant des liens personnels étroits" avec les dirigeants

Décret n° 2006-256 du 2 mars 2006 portant application des articles L. 621-7 et L.621-18-2 du Code monétaire et financier: JO n° 55 du 5 mars 2006, p. 3366.

Le décret du 2 mars 2006 définit les notions de "recommandation d'investissement" et de "production et diffusion" de recommandation. Il définit également la notion de "personnes ayant des liens personnels étroits" avec celles qui sont tenues de déclarer à l'AMF les transactions opérées sur les instruments financiers des sociétés qu'ils dirigent ou contrôlent.

1. L'article 1^{er} du décret du 2 mars 2006 a été pris en application de la loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie. L'art. 29 de cette loi est en effet venu ajouter un paragraphe IX à l'art. L. 621-7 du Code monétaire et financier relatif aux "recommandations d'investissement destinées au public" et indiquer qu'un décret en Conseil d'État viendrait préciser les cas dans lesquels une information financière donnée au public constituerait la production ou la diffusion d'une telle recommandation. Le nouveau texte dispose depuis lors que le règlement général de l'AMF doit déterminer "*Les règles relatives aux recommandations d'investissement destinées au public et portant sur tout émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un instrument financier qu'il émet, lorsqu'elles sont produites ou diffusées par toute personne dans le cadre de ses activités professionnelles*", et ajoute qu' "*Un décret en Conseil d'État précise les cas dans lesquels une information financière donnée au public constitue la production ou la diffusion d'une recommandation d'investissement telle que mentionnée à l'alinéa précédent*". L'art. 1^{er} du décret du

2 mars 2006 vient préciser ce qu'il faut entendre par "*recommandation d'investissement*" et par "*production ou diffusion*" d'une telle recommandation.

a) **Définition des recommandations d'investissement.** L'art. 1^{er} du décret crée un nouvel art. R.621-30-1 dans le Code monétaire et financier, qui définit la notion de recommandation d'investissement de la manière suivante: "*toute étude, information ou opinion, produite dans un cadre professionnel et destinée à être rendue publique, recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement relative à une personne faisant appel public à l'épargne ou aux instruments financiers qu'elle émet*". Cette définition rejoint celle de l'analyse financière, mais s'en distingue quelque peu. L'analyse financière est en effet définie par l'art. L.544-1 C.mon.fi. (depuis la loi du 1^{er} août 2003) comme l'activité exercée par "*toute personne qui, à titre de profession habituelle, 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*". Il en résulte, d'un côté, que l'activité d'analyse financière vise une activité exercée en tant que telle, qu'il s'agisse du service d'analyse d'un prestataire de services d'investissement ou d'une entreprise indépendante, mais que d'autres peuvent émettre des recommandations sans relever de ces deux catégories, ce qu'a pris en considération la loi du 26 juillet 2005 en demandant à l'AMF de réglementer également leur activité de ce chef pour protéger les investisseurs et éviter les distorsions de concurrence. D'un autre côté, la notion de recommandation d'investissement est plus étroite que celle d'analyse financière: la recommandation doit suggérer une stratégie d'investissement là où l'analyse financière peut se contenter de formuler une opinion sur l'évolution prévisible du cours d'un instrument financier, voire simplement sur l'évolution prévisible d'une société. Par conséquent, celui qui n'est ni un prestataire de services d'investissement, ni une entreprise ayant pour activité principale l'analyse financière mais qui produit et diffuse des recommandations d'investissement, va bientôt être soumis à des règles édictées par l'AMF, dont on peut penser qu'elles devront faire en sorte d'assurer le caractère équitable des recommandations et d'imposer la révélation des conflits d'intérêt ou des risques de conflits d'intérêts, selon ce qu'exige la directive du 22 décembre 2003 relative à la présentation des recommandations d'investissement².

Le décret vient définir les recommandations et les personnes qui en émettent. Il s'agit, d'abord, de tout document qui recommande ou, même, se contente de suggérer, directement ou indirectement une stratégie d'investissement et qui est produit par une entreprise d'investissement, un établissement de crédit, ou toute autre personne dont l'activité professionnelle principale est de produire de tels documents, ainsi qu'aux personnes physiques travaillant pour leur compte; il s'agit, d'autre part, de tout document produit par toute personne qui recommande directement une stratégie d'investissement. Il en résulte une différence importante: quand la recommandation est émise par un service d'analyse financière d'un prestataire de services d'investissement ou d'un analyste indépendant,

la notion est entendue largement, même une recommandation simplement suggérée entrant dans son champ ; en revanche, quand elle est produite par toute autre personne et notamment par un journaliste professionnel, elle ne tombe sous les règles de l'AMF que s'il s'agit d'une recommandation directe et, par conséquent, expresse. Là se marque la volonté de préserver la liberté de la presse. Précisons que la notion de journaliste professionnel est définie par l'art. L.761-2 du Code de travail (celui "qui a pour occupation principale, régulière et rétribuée l'exercice de sa profession dans une ou plusieurs publications quotidiennes ou périodiques ou dans une ou plusieurs agences de presse et qui en tire le principal de ses ressources"), mais que la réglementation des recommandations directes ne vise pas que les journalistes professionnels et s'étend à toute personne qui en émet, quel qu'en soit le cadre, journal ou pas.

Le décret prend soin de préciser ce qu'il faut entendre par recommandation directe ou indirecte. Une recommandation directe est une "indication explicite", telle que l'invitation "d'acheter, de conserver ou de vendre". Était-il bien nécessaire de le dire ? Le souci de précision concrète du rédacteur du décret, louable en soi, confine à l'excès et manifeste une certaine condescendance à l'égard des interprètes et utilisateurs des textes, ce qui finit par être un peu insupportable, d'autant qu'emporté par son mouvement, il ajoute qu'une recommandation indirecte "s'entend d'une indication implicite", ce qui n'apporte pas grand-chose, et précise qu'il peut en aller ainsi "notamment par la référence à un objectif ou à une projection de cours, à l'évolution de la situation d'un émetteur ou de toute autre manière de la décision d'investissement recommandée", ce qui n'ajoute rien. Quand le soleil brille, il fait beau... Le seul intérêt de cette énumération est de confirmer, ce que chacun savait, qu'une analyse financière a toujours pour objectif de suggérer une recommandation, même si elle ne se conclut pas par une invitation expresse, bien que l'art. L.544-1 ne prenne pas soin de la préciser.

b) Définition de la production et de la diffusion d'une recommandation. Le décret vient d'abord préciser la notion de production. Il indique que, pour le journaliste professionnel, ne constitue pas la production de recommandations la publication d'informations portant sur un émetteur ou les instruments financiers qu'il émet, ni la publication d'une recommandation produite par un tiers, même si celle-ci n'a pas encore été rendue publique, à la condition de ne pas en modifier la substance. Il n'est peut-être pas mauvais que le décret ait pris soin d'écarter expressément les informations publiées par la presse économique et financière sur les sociétés et leurs titres, mais l'intérêt véritable du texte est ici d'indiquer que la publication d'une recommandation produite par un tiers, un service d'analyse financière en particulier, ne vaut pas recommandation pour le journal, la responsabilité en restant à la charge du producteur initial. Il faut surtout remarquer que le journaliste demeure hors du champ de la réglementation même si la recommandation qu'il publie n'a pas encore été rendue publique, ce qui est peut-être plus discutable. Cela dit, le décret prend soin de préciser que si le journaliste en modifie la substance, il est alors soumis à la réglementation AMF à venir. Il est évident que le luxe de précisions données par le décret tient à la crainte d'une réaction des journalistes et de la presse économique et financière.

Le texte s'attache ensuite à la notion de diffusion. La diffusion est "le fait pour toute personne de diffuser, dans le cadre de sa profession, une recommandation d'investissement directe ou indirecte", ce qui ne fait pas vraiment progresser la réflexion, s'agissant d'une pétition de principe. L'intérêt est surtout que le décret vienne dire que ne constitue pas une diffusion "le fait pour tout média de diffuser une information de presse, élaborée par un journaliste professionnel... dès lors que cette information de presse n'apporte aucune modification substantielle de la recommandation dont elle rend compte, notamment au sens de celle-ci". Il ne s'agit donc ni de la production ni de la diffusion d'une recommandation, de sorte que, en ce cas, le journaliste est totalement exonéré des règles à venir de l'AMF.

Enfin, le décret précise que ne constitue ni une production ni une diffusion de recommandation d'investissement "la fourniture de conseils sous la forme d'une recommandation personnalisée à un client ou de recommandations commerciales informelles, adressées par une entreprise d'investissement ou un établissement de crédit à un groupe limité de clients, concernant une ou plusieurs opérations sur des instruments financiers, qui ne sont pas destinés à être rendus publics". Il fallait, en effet, préserver la liberté de l'activité de conseil en investissement et, plus largement, l'activité commerciale des établissements de crédit. Le décret précise cependant que le conseil qui échappe à la notion de recommandation d'investissement est celui qui est personnalisé, c'est-à-dire destiné à un client déterminé ; de même, l'activité commerciale des établissements de crédit qui échappe à la notion est celle qui porte sur des recommandations informelles adressées à un groupe de clients limités, ce qui laisse entendre qu'il doit s'agir d'un groupe de clients déterminés, l'important étant que ces conseils et recommandations ne soient pas rendus publics.

2. L'art. 2 du décret du 2 mars 2006 est la suite de la loi du 20 juillet 2005 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers. En effet, cette loi a créé un art. L.621-18-2 dans le Code monétaire et financier (art. 3 de la loi), qui exige, en application de la directive du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché³, que les dirigeants des émetteurs et diverses autres personnes communiquent à l'AMF, qui les rend publiques, les transactions qu'ils effectuent sur les instruments financiers de l'émetteur. La loi distingue trois groupes de personnes : les dirigeants, dont elle arrête la liste, les autres personnes détentrices d'un pouvoir de gestion au sein de l'émetteur (que l'on appellera ci-après, par simplification de langage, les "fondés de pouvoir"), dont la liste sera précisée par l'AMF, et les personnes ayant "des liens personnels étroits" avec les précédents, dont la liste devait être définie par un décret. En application de ce qui précède, l'art. 2 du décret vient préciser ce qu'il faut entendre par personne ayant "des liens personnels étroits" avec les dirigeants et fondés de pouvoir définis par l'art. L.621-1-2 C.mon.fi. Le décret distingue deux groupes, les personnes physiques et les personnes morales.

Pour les personnes physiques, il s'agit, selon le nouvel art. R.62143-1 C.mon.fi., des personnes suivantes : conjoint non séparé de corps ou personne (dénommée "partenaire", liée par un PACS) ; enfants sur lesquels ils exercent l'autorité parentale ou qui résident chez eux habi-

tuellement ou en alternance ou dont ils ont la charge effective et permanente; tout autre parent ou allié résidant à leur domicile depuis au moins un an à la date de la transaction concernée. La difficulté n'était pas très grande pour les personnes physiques, s'agissant de faire des choix assez simples en opportunité (le conjoint, le "partenaire", les enfants, les autres parents ou alliés vivant au domicile).

Elle était beaucoup plus grande pour les personnes morales, car les entités qui peuvent être concernées sont très diverses, de plus s'agissant d'englober des entités étrangères. Le décret vise ainsi, de manière générale, toute personne morale ou entité, autre que l'émetteur, constituée sur le fondement du droit français ou d'un droit étranger, ce qui est très large en soi (même les "entités" sans personnalité morale des droits étrangers sont concernées). Mais une restriction vient ensuite, le décret se limitant aux personnes morales ou entités suivantes :

- personnes morales ou entités dont la direction, l'administration ou la gestion est assurée par l'un des dirigeants ou fondés de pouvoir ou par l'une des personnes physiques qui ont avec ceux-ci des liens personnels (selon la définition donnée ci-dessus pour les personnes physiques) et agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes ;
- personne morale ou entité contrôlée, directement ou indirectement, par l'une des personnes précédentes ;

- personne morale ou entité constituée au profit de l'une des personnes précédentes ;
- personne morale ou entité pour laquelle l'une des personnes précédentes bénéficie au moins de la majorité des avantages économiques.

Cette énumération mérite précision. La première catégorie est apparemment bien définie, même si l'on pourrait discuter de la notion de personne "agissant dans l'intérêt de l'une de ces personnes", la deuxième également, qui renvoie à la définition générale du contrôle de l'art. L.233-3 du Code de commerce. En revanche, la troisième et la quatrième sont plus floues : qu'est-ce qu'une personne morale ou entité "constituée au bénéfice" d'une personne? ; qu'est-ce que détenir "la majorité des avantages économiques" d'une personne morale ou d'une entité? Sans doute faut-il voir là le souci du rédacteur du décret d'englober le plus largement possibles les hypothèses de contrôle indirect, voire simplement économique, et plus encore les formules juridiques étrangères irréductibles à la typologie française, par exemple les *trusts*. Mais il va au-delà du contrôle, qui consiste à maîtriser le pouvoir, et introduit un concept nouveau, de bénéfice ou avantage économique, qui suscitera certainement des gloses doctrinales et surtout des difficultés pratiques. ■

1. Note sous l'arrêt : Droit des sociétés, février 2006, Comm.25, p. 26.

2. Directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 : JOUE n° L.339 du 24 décembre 2003, p. 0073.

3. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) : JOUE n° L.096 du 12 avril 2003, p. 0016.