

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique et conformité
Groupe Crédit Agricole

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Devoir de conseil – Mise en garde du client – Prêt in fine adossé à un contrat d'assurance vie.

Cass. Com., 16 juin 2009, Mme X c/ Caixa Bank France.

La Cour de cassation confirme la décision d'une cour d'appel qui n'a pas recherché si le montage considéré comme classique proposé par une banque à une cliente, consistant à adosser un contrat d'assurance vie à un prêt, était bien en adéquation avec la situation de la cliente. Elle a considéré que l'information précise portant sur le produit d'assurance commercialisé dispensée à la cliente justifiait des obligations de la banque.

Cette décision, bien que se situant aux lisières des thèmes traités dans cette chronique est intéressante car elle ajoute une nouvelle pierre à la construction par la Cour de cassation de son dispositif propre à la responsabilité civile des établissements financiers commercialisant des produits d'épargne. Au cas d'espèce, l'affaire considérée a trait au domaine de l'assurance vie qui, comme on le sait, répond dorénavant à des règles proches de celles intéressant la commercialisation des instruments financiers. Le dispositif développé par la chambre commerciale de la Cour de cassation peut ainsi être transposé à la commercialisation des instruments financiers. Parallèlement, cet arrêt répond à la question essentielle de la validité de certains montages patrimoniaux utilisant des contrats d'assurances qui pouvaient apparaître comme fragilisés par certaines décisions des juges du fond.

Le montage, objet de cette décision, proposé à une cliente qui disposait d'un patrimoine important suite à la vente de son fonds de commerce, était simple et relativement courant. Il consistait à proposer à cette cliente, qui désirait investir le placement des sommes issues de la vente de son fonds dans un bien immobilier, de le placer dans un contrat d'assurance sur la vie. Parallèlement, la banque prêtait à la cliente la somme nécessaire à l'investissement immobilier projeté à travers un prêt spécifique, un prêt in fine dont seuls les intérêts étaient remboursés à chaque échéance, alors que le capital restant dû était remboursé lors de fin de l'opération. Et comme la date d'échéance du prêt correspondait à celle du contrat d'assurance vie souscrit, la cliente pensait pouvoir aisément

satisfaire à son obligation de remboursement à l'aide des sommes versées à l'échéance finale de son contrat d'assurance. Il était même escompté un remboursement bien supérieur aux sommes dues puisque l'intérêt du montage résidait dans la rémunération des sommes placées dans le contrat d'assurance, rémunération escomptée comme bien supérieure au coût des intérêts du prêt. Ce montage se rencontre également dans le financement de parts de SCPI ou de SCI à crédit où le placement parallèle des sommes dans un contrat d'assurance conjugue un meilleur rendement avec une fiscalité avantageuse née de la déduction des frais d'emprunt voire de la fiscalité incitatrice propre à certains placements immobiliers. Il est vrai que notre pays a connu depuis bon nombre d'années plusieurs générations de dispositions fiscales spécifiques dédiées à l'investissement immobilier, considérées d'ailleurs comme des niches.

Cette cliente, parmi les supports proposés au titre du contrat d'assurance qu'elle a souscrit, a opté pour le profil de gestion correspondant à une espérance de gain important, le profil croissance, auquel tout naturellement était associé un risque potentiel non négligeable de perte des sommes investies correspondant aux chances de gain escomptées. L'évolution des marchés financiers n'ayant pas correspondu aux prévisions de cette épargnante, elle assigna la banque en responsabilité pour manquement à son devoir de conseil. La cour d'appel de Nîmes ne donnât pas suite à ses prétentions au motif que la cliente avait été correctement informée des risques pris en souscrivant un produit d'assurance dont l'évolution était tributaire de l'évolution des valeurs boursières. La décision de la Cour était fondée sur les documents contractuels communiqués lors de la souscription du contrat d'assurance, documents qui comportaient un descriptif des instruments financiers sur lesquels reposait le contrat d'assurance. La Cour de cassation dans sa décision du 16 juin 2009 confirme la décision de la cour d'appel au motif que la cliente, compte tenu de la documentation contractuelle du contrat d'assurance auquel elle avait souscrit, avait été exactement et complètement informée des risques inhérents au placement qui lui était proposé, risques qui constituaient la contrepartie des gains espérés par elle.

Cette décision est intéressante car elle contribue à circonscrire le devoir de conseil de l'intermédiaire. Ainsi, et il est utile de le rappeler tant cette notion semblait devenir comme progressivement absente des décisions



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué général adjoint
Amafi



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

des tribunaux, les magistrats considèrent que le devoir de conseil s'arrête là où l'immixtion dans les affaires du client commence. À vouloir trop conseiller, l'on risque de s'immiscer dans la décision du client. Comme il l'a déjà été indiqué dans cette chronique, le conseil suppose bien une immixtion, mais une immixtion intellectuelle de la banque car elle doit se mettre « intellectuellement » à la place de son client. C'est pourquoi elle ne peut délivrer un conseil qu'à partir des informations et renseignements que ce dernier lui a fournis, et ce afin de lui délivrer un conseil adapté. Pour autant cette immixtion intellectuelle, consubstantielle à la notion même de conseil, ne se confond pas avec l'immixtion économique et juridique. La décision d'investissement revient toujours au client qui a le dernier mot. En l'espèce, l'information délivrée par la banque telle qu'elle apparaissait à travers la documentation contractuelle liée au produit d'assurance souscrit est apparue aux magistrats comme suffisamment complète pour permettre à l'intermédiaire de satisfaire à ses obligations. La prise de risque indissolublement liée aux espérances de gains était suffisamment décrite dans cette documentation contractuelle. Toute autre action aurait relevé de l'immixtion. Dans le fil de cette observation, la décision de la Cour de cassation précise fort opportunément le champ de cette obligation : « Le devoir du banquier est de porter à la connaissance de son client les données lui permettant de prendre la mesure du risque auquel son choix expose son placement ».

Pour autant, et même si nous approuvons cette décision, il nous semble qu'un champ de la responsabilité potentielle de l'intermédiaire a été omis, du fait peut-être des parties dans la conduite de leur dossier. Cette décision est rendue sur le seul fondement des obligations de l'intermédiaire lors de la souscription du contrat d'assurance. L'insertion de cette souscription comme l'un des éléments du montage qui faisait également intervenir la souscription d'un contrat d'assurance à remboursement *in fine* n'apparaît pas réellement. Ou, plus exactement, elle apparaît rapidement dans cette décision dans la description par les magistrats du montage immédiatement qualifié comme classique. Or, on pourrait s'interroger sur la nécessité pour la banque de documenter le montage en tant que tel, obligation qui ne se confondrait pas avec la seule documentation contractuelle liée à la souscription du contrat d'assurance et à celle propre au contrat de prêt. Ce montage relie les deux opérations. En conséquence, il aurait peut-être nécessité en tant que tel, une information spécifique qui aurait permis à la cliente de mieux apprécier les conséquences de son choix d'investir sur un support risqué qui présentait le risque d'obérer sa capacité de remboursement à l'échéance de l'intégralité de la somme constitutive du capital emprunté. Ce montage lie indivisiblement deux opérations distinctes qui ne se comprennent qu'appréciées ensemble. Elles forment un tout proposé aux clients. Dès lors l'on pourrait admettre que la nature de l'information – devoir de conseil ou mise en garde du client – porte bien sur cet ensemble. Mais la décision est muette sur ce point, faute sans doute d'avoir été clairement soulevé par les parties. Plus généralement, cette observation s'inscrit en dernière analyse comme relevant du devoir de mise en garde de la banque quant

aux conséquences du choix de cette cliente.

Accessoirement, l'on précisera que cet arrêt de la chambre commerciale reconnaît fort légitimement la validité des montages dits « prêts *in fine* adossés à des contrats d'assurance » alors même que la grande presse s'est fait l'écho de décisions de justice les sanctionnant. Mais il s'agit là de contrats d'assurances annulés pour défaut d'information du fait de l'absence de remise des documents d'information au client entraînant, d'une part, l'annulation du contrat d'assurance en vertu d'une jurisprudence constante et, d'autre part, celle du contrat de prêt en raison de l'indivisibilité constatée entre la souscription du contrat d'assurance et celle du contrat de prêt *in fine*. Situation hâtivement et à tort résumée par des journalistes non au fait des subtilités juridiques de l'indivisibilité comme une condamnation de ce montage¹.

PSI – Ouverture d'un compte-titres – Vérification de la qualité d'opérateur averti – Mise en garde de l'opérateur non averti contre les risques courus dans les opérations spéculatives – Moment – Ouverture du compte.

Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-17827.

C'est à l'ouverture du compte que le prestataire doit vérifier si le client a la qualité d'opérateur averti et, dans la négative, le mettre en garde contre les risques courus dans les opérations spéculatives.

La Cour de cassation maintient fermement sa ligne, ce qui justifie un signalement de cet arrêt même s'il n'est pas destiné à être publié au *Bulletin*. Des clients avaient conclu avec un premier PSI une convention de services et de compte courant ayant pour objet la réception, la transmission et l'exécution d'ordres de bourse, ainsi que la compensation et la tenue de compte. Le même jour, ils avaient conclu avec un second PSI un mandat de transmission d'ordres. Des pertes ayant finalement été réalisées, les clients ont tenté de s'en faire indemniser. Ils ont soulevé un premier argument, tenant au fait que le second PSI n'avait pas révélé qu'il était le mandataire exclusif du premier et que, si l'on comprend bien, le mandat qu'il lui avait confié était incompatible avec l'exclusivité du mandat conclu avec le premier PSI ; la cour répond qu'il avait pu « pour l'exécution de son mandat exclusif, conclure un mandat de transmission d'ordres avec ses clients, une telle convention n'étant contraire ni à une disposition particulière du droit des marchés financiers, ni aux règles générales du mandat ». Le PSI intermédiaire disposait donc d'un double mandat, du premier PSI et des clients, et n'avait pas révélé à ces derniers l'existence d'un mandat exclusif entre les deux PSI. La cour régulatrice, comme la cour d'appel, n'y voit pas une cause de nullité des ordres transmis. Il est vrai que le double mandat est admis largement, spécialement dans le secteur financier².

1. TGI Paris 30 juin 2009, non publié mais repris dans *Le Point* du 30 juillet 2009.

2. Ph. Pétel, « Les obligations du mandataire », préface M. Cabrillac, bib. De droit de l'entreprise, t.20, Litec, 1988, n° 220 et s.

La seconde critique soulevée par les clients a porté sur l'information. La cour d'appel avait rejeté leur argument tenant à une insuffisante information des risques courus dans les opérations spéculatives réalisées, estimant qu'ils étaient des opérateurs avertis, et avait induit cette qualité de leurs conversations téléphoniques, dont il résultait, selon les juges du fond, qu'ils suivaient attentivement les évolutions des marchés financiers, qu'ils étaient désireux de gérer leur portefeuille de manière spéculative en recourant à des opérations sur des produits risqués, qu'ils étaient toujours restés seuls maîtres de leurs comptes, et avaient donc, au résultat, agi seuls en prenant des risques boursiers en connaissance de cause. La Cour de cassation casse l'arrêt sur ce point, au visa habituel de l'art. 1147 du Code civil. Elle le fait par un attendu quasi-identique à celui de l'arrêt Buon de 1991³ et toujours repris depuis lors : « Attendu qu'en se déterminant ainsi, sans rechercher, ainsi qu'elle y était invitée, si, lors de l'ouverture des comptes, M. X avait la qualité d'opérateur averti et, dans la négative, si la société P. l'avait mis en garde contre les risques encourus dans les opérations spéculatives, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision ». On retrouve les mêmes conditions et distinctions : c'est à l'ouverture des comptes que le prestataire doit vérifier les connaissances du client et c'est à ce moment-là que, s'il s'agit d'un opérateur non-averti, il faut le mettre en garde contre les risques encourus dans les opérations spéculatives. La Cour de cassation maintient sa position, du moins pour l'obligation prétorienne de mise en garde, qui s'impose à tout intermédiaire.

Reste toujours à délimiter ce qu'il faut entendre par « opérations spéculatives ». Il s'agit évidemment des opérations à terme, mais cette précision n'en est pas une, la notion étant elle-même floue. En l'espèce, la cour régulatrice prend soin de rappeler les éléments retenus par la cour d'appel : recours à des opérations sur des produits risqués à effet de levier. La présence d'un effet de levier est un critère possible de l'opération spéculative. Peut-être, dans ce prolongement, peut-on proposer l'idée qu'est spéculative une opération dont le risque maximum n'est pas connu au jour où elle est conclue ou dont la perte potentielle peut être supérieure au montant engagé ?

Dernière remarque : seul le devoir prétorien de mise en garde attaché par la jurisprudence Buon à l'art. 1147 du Code civil était en cause ici. Pour obtenir un contrôle de l'information qui avait été délivrée, il aurait fallu explicitement invoquer, en plus, les textes particuliers du Code monétaire et financier (Comofi), car c'est seulement la combinaison des deux qui, selon la Cour de cassation, permet au juge de vérifier, non seulement la mise en œuvre du devoir général de mise en garde du droit civil, mais également des devoirs professionnels d'information découlant des règles de bonne conduite imposées par le droit des marchés financiers⁴ (voir le commentaire suivant).

PSI – Ouverture d'un compte-titre – Vente de parts de FCP – Pertes – Omission par le client d'invoquer les règles de bonne conduite.

Cass. com., 7 juillet 2009, n° 08-17424.

Les juges n'ont pas à suppléer l'omission par les parties d'invoquer les règles de bonne conduite.

Cet arrêt n'est pas non plus destiné à être publié au Bulletin et paraît rédigé comme un simple arrêt d'espèce. Il est pourtant important car il précise les conditions à remplir pour faire contrôler par les juges le respect, non seulement de l'obligation prétorienne de mise en garde dérogée par la jurisprudence Buon depuis 1991 à partir de l'art. 1147 du Code civil⁵, mais également les règles de bonne conduite du droit des marchés financiers, qui imposent au prestataire des obligations professionnelles renforcées du point de vue de l'information à demander, de l'information à donner et de la nature du service à rendre. On sait en effet que depuis le revirement opéré en 2008 par la Cour de cassation, le client peut invoquer la faute commise par le prestataire qui n'a pas fait appel à la couverture au fur et à mesure de l'évolution du cours du titre⁶. Mais, pour cela, il faut invoquer ensemble l'article 1147 du Code civil, qui fonde l'action en responsabilité civile contractuelle du client, et les articles L. 533-11 et s. du Comofi (version actuelle), qui imposent des obligations professionnelles (règles de bonne conduite) au prestataire.

En l'espèce, l'intéressé avait ouvert un compte auprès d'un prestataire et avait souscrit des parts de fonds commun de placement (FCP) proposées par ce dernier. Ayant perdu près du tiers du capital, le client a tenté d'engager la responsabilité de l'intermédiaire. Mais il a fondé son action sur la seule violation de l'article L. 214-42 du Code monétaire et financier, qui interdit toute publicité et tout démarchage incitant à la souscription de parts de fonds constitués en vue d'intervenir sur les marchés à terme. Les juges du fond, estimant que la notice remise au client lui avait donné des informations suffisantes sur les caractéristiques du produit financier, ont rejeté sa demande. Le second moyen du pourvoi, le seul intéressant, était fondé sur le fait « que la publicité délivrée par la personne qui propose à son client de souscrire des parts de fonds communs de placement doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés, et l'obligation d'information qui pèse sur [le] professionnel ». Il reprochait à l'arrêt un manque de base légale « au regard des articles 1147 du Code civil et 33, alinéa 2, du règlement n° 89-04 de la Cob modifié par le règlement n° 98-04 ». La Cour de cassation le rejette au motif que « M. X, s'étant seulement borné à faire valoir, dans ses écritures, la méconnaissance par la banque de l'interdiction de la publicité en application de l'art. L. 214-42 du Code

3. Cass. com. 5 novembre 1991 : B, IV, n° 327, p. 227.

4. Cass. com. 26 février 2008, n° 07-10761 : Bull. IV, n° 42, Banque et Droit n° 118, 2008, p. 24 ; Bull. Joly Bourse, 2008, p. 164, § 18, note Ph. Goutay et C. Sando ; D. n° 12, 2008, p. 776, obs. X. Delpéch ; D. n° 18, 2008, p. 1238, obs. M.L. Bélevar, I. Orsini et R. Salomon ; Dr sociétés, 2008, comm. n° 161, p. 30, note Th. Bonneau ; RDBF, 2008, comm. n° 91, obs. A.C. Muller ; RTD Com., 2008, p. 371, obs. M. Storck ;

« Dr sociétés », 2009, comm. n° 35, p. 33, note Th. Bonneau. Cass. com. 7 juillet 2009, n° 08-17424. Banque et Droit, 2008, n° 121, sept-oct., p. 35.

5. Cass. com. 5 novembre 1991 : B, IV, n° 327, p. 227.

6. Cass. com. 26 février 2008, n° 07-10761, B, IV, n° 42.

monétaire et financier, la cour d'appel, n'avait pas à procéder à une recherche qui ne lui était pas demandée ».

La morale procédurale de cette histoire est que la violation des règles professionnelles de bonne conduite ne peut être prise en compte par les juges du fond que si elle est expressément soulevée, c'est-à-dire que si, outre l'art. 1147 du Code civil, le demandeur prend soin d'invoquer expressément les textes pertinents du droit des marchés financiers, principalement aujourd'hui l'art. L. 533-11, qui pose les principes (agir « d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients »), et l'art. L. 533-13, qui précise dans le détail les obligations des professionnels.

Parts de FCP – Commercialisation – Obligation de s'informer et de proposer un placement adapté.

Cass. com., 23 juin 2009, n° 07-22032.

La personne qui commercialise des parts de fonds communs de placement doit s'enquérir de l'objectif, de l'expérience en matière d'investissement ainsi que de la situation financière de la personne sollicitée, et faire en sorte que les placements proposés soient adaptés à la situation de cette dernière.

Cet arrêt ne sera pas non plus publié au Bulletin. En l'espèce, la notice remise au souscripteur de parts de FCP révélait qu'il s'agissait d'un placement comportant des risques liés à l'évolution de la bourse. La Cour ne s'en contente pas, à la différence de la cour d'appel, et constate que les juges du fond n'ont pas recherché si l'intermédiaire s'était suffisamment informé et avait proposé des produits congruents. Elle le fait par un attendu qui reprend les termes de l'art. 33 bis de l'ancien règlement n° 89-02 de la Cob : « Attendu que la personne qui commercialise des parts de fonds commun de placement doit s'enquérir des objectifs, de l'expérience en matière d'investissement ainsi que de la situation financière de la personne sollicitée et que les placements proposés doivent être adaptés à la situation de cette dernière ». L'introduction de la Mif n'a pas modifié ces exigences, elle les a simplement fait remonter dans la loi (Comofi, art. L. 533-13, II), et donc renforcées. En l'espèce, le client avait pris soin d'invoquer tant l'art. 1147 du Code civil que le texte spécifique, c'est-à-dire le règlement Cob.

AMF – Mauvaise information du marché – Obligation de bonne information du marché pesant de plein droit sur les dirigeants sociaux – Principe de légalité des délits et des peines.

Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-16973 ; Cass. com., 23 juin 2009, n° 08-17092 ; Cass. com., 7 juillet 2009, n° 08-17541.

Il importe peu que les textes ne visent plus expressément les dirigeants de l'émetteur, car une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne physique ou morale ayant manqué aux obligations d'information du public, ce qui suffit à permettre de les sanctionner. L'obligation de bonne information du marché est une obligation générale, qui doit être appliquée loyalement par les dirigeants des émetteurs.

Ces trois décisions traitent d'abord d'une question commune, celle relative à la responsabilité personnelle des dirigeants sociaux quant au respect de l'obligation de bonne information du marché. La troisième aborde également une autre difficulté, dont il sera question in fine.

La question commune est relative à la possibilité de sanctionner le dirigeant d'un émetteur pour mauvaise information du marché. En l'espèce, les intéressés se fondaient sur la disparition, dans le nouveau Règlement général de l'AMF (RG AMF), du texte de l'ancien règlement n° 98-07 de la Cob, qui prévoyait, à propos des obligations d'information des émetteurs, que « les dispositions de la présente section sont également applicables au dirigeant de l'émetteur de l'entité ou de la personne morale concernée ». La Cour répond chaque fois que peu importe puisque le Comofi prévoit maintenant, de manière très générale, « qu'une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne, physique ou morale, ayant manqué aux obligations d'information du public définies par ce règlement (art. L. 621-14 et L. 621-15), ce qui permet à l'AMF de poursuivre et sanctionner les dirigeants comme la société émettrice au titre des manquements à la bonne information du marché ». Telle est la position déjà acquise⁷, déjà confirmée par la Cour de cassation.

La motivation la plus complète se trouve dans les arrêts du 23 juin 2009. Dans les deux, la Cour de cassation estime que le dirigeant d'un émetteur est « dans l'obligation, relevant de ses fonctions, de veiller au respect des dispositions du Code monétaire et financier et du règlement n° 98-07 de la Cob sur la qualité de l'information délivrée au public par la société ». Elle ajoute cependant que le dirigeant peut exceptionnellement se dégager de sa responsabilité s'il démontre « que des circonstances particulières l'auraient privé de l'exercice total ou partiel de ses fonctions, justifiant qu'il ait légitimement ignoré le caractère fallacieux des informations délivrées ». Le point est donc le suivant : l'obligation de bonne information du marché pèse de plein droit sur les dirigeants sociaux ; ils peuvent cependant s'en dégager à condition de démontrer qu'ils n'ont pas été en mesure d'exercer leurs fonctions à cet égard, situation certainement exceptionnelle et probablement très rare.

L'autre moyen intéressant, abordé seulement par l'arrêt du 7 juillet 2009, s'attaque à l'imprécision des règles de l'AMF. Cette autorité avait reproché au dirigeant de s'être borné à communiquer sur l'endettement net de l'émetteur sans faire état de la dette totale incluant les engagements hors bilan. L'intéressé contestait l'application d'une sanction dans ce cas, dans la mesure où aucun texte ni recommandation de la Cob ou de l'AMF ne prescrivait une telle communication et dans la mesure où la Cob n'avait formulé aucune mise en garde sur les communiqués précédents, qui n'avaient jamais mentionné les engagements hors bilan. Il semblait au dirigeant que la sanction prononcée l'avait été au mépris du principe de

7. P. Clermontel, « Le droit de la communication financière », préface de N. Molfessis, Editions Joly, Pratique des affaires, n° 619 et 662 et s. C. Arzouze, « Procédures boursières », p. 354, éd. Joly. Voir également le très intéressant commentaire de B. Garrigues et S. Bonfils sous Com. 11 juillet 2006 : Bull. Joly Bourse 2006, p. 443 et s. Com. 19 décembre 2006, deux arrêts : RTDF 2007/1, p. 122, note B. Garrigues, Bull. Joly Sociétés 2007, p. 580, note C. Arzouze, Bull. Joly Bourse 2007, p. 175, note A. Déppez-Graff, Banque et Droit 2007, n° 112, p. 35, chronique de droit financier et boursier.

la légalité des délits et des peines, rappelé par la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme ; il expliquait que « le dirigeant d'une entreprise ne saurait être tenu de connaître le caractère faux ou trompeur d'une information quand ce caractère résulte de l'absence d'une mention qui n'est exigée par aucune norme ou réglementation ». La Cour de cassation répond par un attendu qu'il suffit de citer : « Mais attendu qu'après avoir retenu qu'une bonne et loyale information du marché requérait que les différentes composantes de la dette totale, laquelle inclut les engagements hors bilan, fussent portées à la connaissance du public dans des conditions permettant d'apprécier la situation financière et patrimoniale de la société R., et relevait que tant celle-ci que son dirigeant savaient ou auraient dû savoir que la communication de la société était à cet égard affectée d'une carence ayant porté atteinte aux intérêts des investisseurs ». En effet, au-delà des exigences formelles et de détail des normes administratives de mise en œuvre, le principe est général : l'information donnée au marché doit être permanente, exacte, précise et sincère⁸. Le droit boursier n'est pas fait que de règles concrètes, il comporte également une armature de principes qui doivent trouver toute leur extension, qu'ils soient précisés ou non par des textes réglementaires ou infraréglementaires.

Couverture – Composition – Nécessité d'être déposée dans les livres du prestataire habilité à recevoir les ordres ou dans les livres du prestataire conservateur.

Cass. com., 9 juin 2009, Brieznt c/ HSBC CCF Securities France.

La Cour de cassation précise que pour recevoir la qualification de couverture, les sommes déposées doivent l'être dans les livres du prestataire habilité à recevoir les ordres ou dans les livres du prestataire conservateur. En conséquence, une promesse de nantissement de fonds constitués au titre d'un contrat d'assurance vie ne peut pas être constitutive d'une couverture.

Cet arrêt de la Cour de cassation permet de revenir sur les règles de couverture sous un angle original qui, s'agissant des règles de sa composition, répond aux préoccupations des praticiens. Les règles de composition de la couverture, en l'espèce celle relative aux ordres « OSRD », ont été à l'origine fixées par la décision 2000-04 du CMF. L'article 3 de cette décision fixait la composition réglementaire de la couverture en énumérant limitativement les actifs recevables à titre de couverture : espèces, titres de créances et titres de capital. En conséquence, il n'était pas possible de retenir les livrets comme les Codevi, les CEL, PEL... et encore moins les promesses de découvert, dans la composition de la couverture. Ces règles figurent dorénavant au sein de l'instruction n° 2007-04 du 15 mai 2007 prise en application de l'article 517-6 du RG AMF.

Ces dispositions très restrictives se comprennent au regard du caractère liquide et exigible que doivent, par

construction, revêtir les actifs retenus pour composer la couverture. C'est pourquoi, il est précisé que l'essentiel des titres de capital et de créances retenus dans cette énumération font l'objet d'admission aux négociations sur un marché réglementé. Toujours pour répondre au même impératif, sont seuls admis comme actifs représentatifs de couverture ceux dont la liquidité est par définition certaine. C'est ainsi que dans une analyse publiée par l'AMF⁹, il est précisé : « Un prestataire a inséré dans la convention qu'il signe avec ses clients une clause selon laquelle la banque peut prendre en couverture tous les actifs en dépôt sur l'ensemble des comptes ouverts par un même client dans ses livres. Une telle disposition n'appelle pas de commentaire, pour peu que les avoirs enregistrés sur lesdits comptes soient liquides et ne soient pas grevés de passifs fiscaux latents (cas du PEA par exemple). Dans ce dernier cas, la convention devra comporter une mise en garde claire au client sur les conséquences possibles de cette situation ». Il revient à l'arrêt de la Cour de Cassation du 9 juin 2009 de compléter la doctrine afférente à la composition de la couverture en précisant que la couverture doit en outre exister dans les livres du prestataire habilité à recevoir les ordres ou dans les livres du teneur de compte conservateur. Cette précision contribue ainsi à conforter les règles applicables à la composition de la couverture au travers d'une doctrine jurisprudentielle qui permettra leur bonne application par les praticiens.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Offre publique – Initiateur – Cible – Établissements conseils – Interventions pour compte propre – Restrictions d'intervention.

Arrêté du 10 juillet 2009 portant homologation de modifications du RG AMF, JO du 17 juillet 2009.

Le dispositif des restrictions d'intervention pour compte propre réalisées, en période d'offre publique, par les intervenants impliqués (initiateur, cible et établissements qui les conseillent) vient d'être modifié par l'AMF. Le nouveau dispositif prend en compte un certain nombre d'évolutions accomplies ces dernières années et assouplit en conséquence diverses contraintes. Pour les établissements financiers, son intérêt principal est de leur permettre de continuer pendant la période de pré-offre et d'offre leurs interventions du moment qu'ils peuvent justifier que celles-ci s'inscrivent dans la continuité de leurs pratiques habituelles. Certaines difficultés d'interprétation sont toutefois apparues qui devraient conduire l'AMF à apporter prochainement des précisions.

C'est au JO du 17 juillet 2009 dernier qu'a été publié l'arrêté du 10 juillet portant homologation de modifications du RG AMF concernant le régime applicable aux interventions pour compte propre réalisées, en période d'of-

8. Art. 220-1 du RG AMF. Voir P. Clermontel, « Le droit de la communication financière », Joly éditions, Pratique des affaires, préface de N. Molfessis, p. 84 et s., n° 112 et s.

9. Cf. Contrôle de la provision des comptes par les prestataires de services d'investissement : analyse des rapports adressés au Conseil des Marchés Financiers en 2003, Rev. mens. AMF, février 2005, n° 11, p. 14.

fre publique, par les intervenants impliqués dans celle-ci, qu'il s'agisse de l'initiateur, de la cible ou des établissements qui conseillent l'un ou l'autre. Cette homologation était particulièrement attendue par les professionnels de marché, non seulement parce qu'il s'agit d'un dispositif sur lequel une évolution substantielle était demandée depuis longtemps déjà, mais aussi parce la consultation publique menée par l'AMF sur cette question avait été close plus d'un an plus tôt, à la mi-mai 2008.

Il faut en effet rappeler que le régime antérieurement édicté par le RG AMF était particulièrement strict pour les établissements financiers en venant réduire de façon importante leur capacité à réaliser des transactions pour compte propre pendant la période d'offre. Pour le régulateur de marché, sa préoccupation, au travers de ce régime strict, était d'assurer que les interventions pour compte propre d'un intermédiaire ne puissent venir fausser, au profit ou au détriment de la société qu'il conseille, le résultat final de l'offre conformément au principe général de respect du libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des actionnaires, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition qu'il a posé par ailleurs (RG AMF, art. 231-3).

Mais cette rigueur était aussi excessivement pénalisante pour la plupart des établissements accompagnant de telles offres. Souvent de grande taille, ceux-ci conduisent en effet de multiples activités différentes tout en ayant de nombreux clients : leur capacité à servir « normalement » leurs autres clients pendant la période d'offre se trouvait ainsi significativement réduite, et notamment pour ceux ayant une activité sur dérivés actions puisque l'émission de tels produits suppose qu'une action de couverture sur le marché du sous-jacent soit simultanément réalisée. Cette rigueur était d'autant moins appropriée qu'elle avait des sources anciennes, directement tirée d'une doctrine mise en place par le Conseil des marchés financiers, et qu'elle ne prenait pas en compte les nombreuses évolutions intervenues depuis lors, et notamment en application de la directive Abus de marché¹⁰ et de la directive Mif¹¹.

L'établissement de murailles de Chine ou de barrières à l'information comme les dénomme désormais le RG AMF, le renforcement et la formalisation des règles de détection et de gestion conflits d'intérêts, les obligations de surveillance des transactions pour compte propre, la mise au point de listes d'initiés sont quelques-unes de ces règles qui forment un cadre d'exercice exigeant, certes d'application générale, mais qui nécessairement trouve son application particulière dans le moment sensible que constitue par essence la période d'offre. La difficulté se trouvait encore amplifiée par le constat que le dispositif français était très atypique par rapport aux réglementations pouvant exister dans d'autres pays, comme les États-Unis, le Royaume-Uni, ou l'Italie, l'Allemagne n'ayant quant à elle pas de règles spécifiques.

La revue du dispositif posé par l'AMF était donc instamment demandée par les professionnels de marché.

C'est ce que fait l'AMF au travers des dispositions homologuées le 10 juillet 2009 qui, à partir du 1^{er} octobre, ont assoupli un certain nombre des contraintes antérieures. On peut toutefois regretter que l'Autorité ne soit pas allée aussi loin que cela aurait pu être envisageable. Le principe général d'une interdiction assujettie d'exceptions est en effet maintenu alors que le dispositif aurait pu être renversé pour poser un principe général de liberté d'intervention dans la limite du respect des autres principes généraux que sont l'intégrité de l'offre, la prévention des conflits d'intérêts et la limitation de la circulation de l'information privilégiée.

Dans ce contexte, les principales nouveautés introduites dans le dispositif s'articulent autour de deux notions distinctes créées pour la circonstance :

– la notion de « période de pré-offre » qui permet de préciser le moment à partir duquel le dispositif de surveillance renforcée, voire d'interdiction de certaines opérations doit être mis en place, cette période se définissant comme celle s'écoulant entre la publication faite par l'AMF pour informer le marché, tout d'abord, que les caractéristiques d'un projet d'offre lui ont été communiquées, ensuite, qu'un projet d'offre a été déposé ou, à défaut, qu'il a été renoncé audit projet (RG AMF, art. 231-1, 5° et 223-34) ;

– la notion de « prestataires concernés » qui vise « les prestataires de services d'investissement ou les établissements, français ou étrangers, présentateurs de l'offre ou conseillant les personnes concernées par l'offre » (RG AMF, art. 231-1, 4°), l'identité de ces différents prestataires devant être déclarée « sans délai » par les « personnes concernées » que sont l'initiateur, la société visée ainsi que les personnes agissant de concert avec l'un ou l'autre (RG AMF, art. 231-45).

Sur cette base, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ont des obligations qui varient selon la période concernée.

■ **En période de pré-offre**, ils ne peuvent acquérir aucun titre de la société visée « sauf lorsque leurs acquisitions résultent d'un accord de volonté antérieur au début de la période de pré-offre, dont ils tiennent informée l'AMF » (RG AMF, art 231-38, I).

■ **Du début de la période d'offre et jusqu'à l'ouverture de l'offre**, ces mêmes personnes peuvent acquérir des titres de la société visée mais « dans la limite du tiers des titres visés par l'offre, sans que celles-ci placent l'initiateur, seul ou de concert, en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre » (RG AMF, art 231-38, II).

■ **De la clôture de l'offre à la publication de son résultat**, l'initiateur et les personnes agissant de concert avec lui ne peuvent acheter des titres de la société visée à un prix supérieur à celui de l'offre, ces achats devant même être effectués au prix de l'offre dans le cas d'une procédure simplifiée d'offre publique, d'une garantie de cours ou d'une offre publique de retrait. Dans le même temps, ils ne peuvent céder aucun titre de la société visée (RG AMF, art. 231-39).

■ **Pendant toute l'offre, y compris la période de pré-offre**, la société visée et les personnes agissant de concert avec elle ne peuvent intervenir directement ou indirectement sur ses titres de capital ou donnant accès à son capital de la société (RG AMF, art. 231-40).

10. Directive 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et sa directive d'application 2004/72/CE.

11. Directive 2004/39/CE et sa directive d'application 2006/73/CE.

Par ailleurs, lorsque l'offre comporte en tout ou partie la remise de titres, les personnes concernées ne peuvent intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital de la société visée pendant la période de pré-offre et d'offre. Elles ne peuvent pas plus intervenir sur les titres de capital ou donnant accès au capital émis par la société dont les titres sont proposés en échange depuis le début de la période pré-offre jusqu'à la clôture de l'offre (RG AMF, art. 231-41).

Les prestataires concernés sont soumis au même régime en ce qui concerne leurs interventions pour compte propre que celles-ci soient leur fait propre ou celui d'une autre société de leur groupe (RG AMF, art. 231-42). Ils doivent surveiller quotidiennement le respect de ces restrictions, et tenir les résultats de leurs diligences et de leurs contrôles à la disposition de l'AMF. Par dérogation (RG AMF, art. 231-43), ils peuvent toutefois intervenir sur les titres concernés par l'offre ou leurs dérivés s'ils respectent cinq conditions cumulatives :

- les interventions doivent relever d'équipes ayant des moyens, des objectifs et des responsabilités distincts de ceux mobilisés pour l'offre et séparées par une barrière à l'information ;
- les interventions s'inscrivent dans la continuité de leurs pratiques habituelles en matière de couverture des risques liés aux opérations effectuées à la demande d'un client ou liés à la tenue de marché ;
- la position et l'évolution des engagements résultant des interventions en compte propre ne s'écartent pas sensiblement de celles constatées habituellement ;
- toutes les dispositions nécessaires ont été prises pour évaluer préalablement à toute intervention pour compte propre l'effet de leurs interventions pour éviter d'influer sur le résultat de l'offre et ne pas peser indûment sur les cours des titres concernés ;
- les interventions respectent le libre jeu des offres et de leurs surenchères, d'égalité de traitement et d'information des détenteurs des titres des personnes concernées par l'offre, de transparence et d'intégrité du marché et de loyauté dans les transactions et la compétition.

En outre, et contrepartie sans doute de la nouvelle liberté accordée, les prestataires concernés sont tenus d'adapter leurs procédures internes aux caractéristiques de chaque offre ainsi qu'à celles du marché des titres de la société visée et, le cas échéant, des titres proposés en échange. Ils doivent notamment fixer, s'ils les autorisent, les conditions d'intervention pour compte propre sur les instruments financiers concernés.

Parmi les autres points que l'on relèvera spécifiquement, il faut noter tout d'abord l'extension du périmètre des listes d'initiés que sont tenus de dresser les prestataires concernés aux cas où l'initiateur est une société dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché réglementé, cette extension permettant de particulièrement viser les offres portant sur des titres cotés sur Alternext (RG AMF, art. 231-50). Il faut noter également les déclarations¹² concernant les opérations d'achat et de vente, mais également « toute

opération susceptible d'avoir pour effet de transférer la propriété des titres ou des droits de vote » qui doivent être effectuées chaque jour par :

- les personnes concernées et les membres de leurs organes d'administration, de surveillance ou de direction ;
- les personnes détenant, seules ou de concert, au moins 5 %, soit du capital ou des droits de vote de la société visée, soit des titres visés par l'offre, autres que des actions ;
- les personnes ayant acquis, seules ou de concert, dès l'ouverture de la période de pré-offre, au moins 1 %, soit du capital de la société visée, soit des titres visés par l'offre, autres que des actions (RG AMF, art. 231-46).

Par ailleurs, toute personne autre que l'initiateur, agissant seule ou de concert, qui à partir de la période de pré-offre, accroît le nombre d'actions qu'elle possède d'au moins 2 % du capital de la société visée est aussi tenue de déclarer « les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours » (RG AMF, art. 231-47). Dans ce cadre, les établissements qui interviennent dans l'acheminement des ordres doivent si leur client vient à franchir l'un des seuils précités « attirer son attention » sur les obligations déclaratives qui lui sont applicables : on se demande à ce propos qu'elle est l'utilité véritable de cette obligation alors que les établissements concernés n'ont pas de visibilité, sauf cas très marginaux, sur le stock de titres que détiennent leurs clients.

Pour les établissements financiers, l'intérêt principal du nouveau dispositif est de leur permettre de continuer pendant la période de pré-offre et d'offre leurs interventions du moment qu'ils peuvent justifier que ces interventions s'inscrivent dans la continuité de leurs pratiques habituelles. Notamment, s'ils respectent les conditions ouvrant bénéfice aux dérogations instituées, les prestataires concernés ne sont pas tenus par les limites de prix prévu à l'article 231-39 du RG AMF. Cette latitude nouvelle est toutefois accordée au prix de certaines contraintes, comme l'obligation d'élaborer une procédure interne adaptée aux caractéristiques de chaque offre ou l'évaluation a priori des effets de toute intervention sur l'offre, dont la portée est réelle. La parution du nouveau dispositif a d'ailleurs conduit les établissements à faire part à l'AMF de plusieurs difficultés d'interprétation qui devraient conduire à ce que ce dispositif fasse l'objet prochainement de précisions.

AMF – Pouvoir de sanction – Rapport Amafi.

Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers – Trente propositions d'un groupe de travail de l'Amafi – Contribution à la réflexion de place, 20 juillet 2009, Amafi / 09-48.

À la mi-juillet, l'Amafi a publié le rapport d'un groupe de travail qui formule trente propositions d'évolution de la procédure de sanction de l'AMF. Ce rapport traite des différents aspects de la procédure de sanction, de la notification de griefs au recours, en passant par l'instruction, la formation de jugement et la sanction, mais également de la phase de contrôle et d'enquête ainsi que de deux questions d'actualité que sont l'attribution à l'AMF d'un pouvoir de transaction d'une part, d'un pouvoir d'indemnisation des victimes d'autre part.

12. Dont le format est précisé par une instruction de l'AMF et qui sont publiées par celle-ci.

On sait que la loi de modernisation de l'économie a habilité le gouvernement à procéder par ordonnance pour, d'ici février 2010, pour réformer les autorités d'agrément et de contrôle du secteur financier¹³, et particulièrement « adapter les procédures d'urgence et de sauvegarde, les procédures disciplinaires [de ces autorités] et les sanctions qu'elles peuvent prononcer, afin d'en assurer l'efficacité et d'en renforcer les garanties procédurales » (LME, art. 152, 2°, d). On sait également que le pouvoir de sanction de l'Autorité fait l'objet de plusieurs années de diverses réflexions, dont un certain nombre ont conduit à des aménagements du dispositif. Ainsi, en est-il de l'instauration d'une procédure de récusation des membres de la Commission des sanctions¹⁴, de l'élévation sensible du montant des sanctions pécuniaires prononçables¹⁵, de la représentation du Collège aux séances de la Commission des sanctions¹⁶ ou des conditions dans lesquelles les enquêteurs de l'AMF peuvent procéder à des visites domiciliaires¹⁷. D'autres propositions, récemment rappelées dans son Plan stratégique par l'AMF (voir le commentaire suivant), restent en revanche à l'étude en ce qui concerne l'instauration d'une procédure de transaction, le traitement des victimes ou encore la capacité du Collège à faire appel des décisions de sanction. On sait enfin que, ces derniers mois, la problématique d'une meilleure articulation entre la procédure de sanction administrative et la procédure pénale en vue notamment d'éviter le cumul des sanctions a d'ailleurs donné lieu à d'importants débats, parfois passionnés, alimentés notamment par les propositions figurant dans le rapport de Jean-Marie Coulon sur « La dépénalisation du droit des affaires », rendu en janvier 2008 au Garde des sceaux.

C'est dans ce triple contexte que l'Association française des marchés financiers (Amafi) a mené une réflexion sur les évolutions qui lui paraissent souhaitables en matière d'exercice de son pouvoir de sanction par l'AMF. Un groupe de travail, constitué à cet effet début 2009, a ainsi rendu public à la mi-juillet un rapport formulant trente propositions¹⁸ qui se veulent une contribution à la réflexion de place en cours. Ayant choisi de ne pas traiter directement la question de l'articulation de la procédure pénale et de la procédure administrative, compte tenu des travaux menés par ailleurs, le groupe de l'Amafi a organisé sa réflexion autour des différents aspects de la procédure de sanction, de la notification de griefs au recours, en passant par l'instruction, la formation de jugement et la sanction. Mais le rapport traite également de la phase de contrôle et d'enquête qui, bien que constituant une

phase préalable et distincte de la phase de sanction, comporte selon lui « un certain nombre de problématiques qui ne peuvent absolument pas être isolées des autres ». Il examine aussi deux voies d'évolution de la procédure de sanction que sont l'attribution à l'AMF d'un pouvoir de transaction d'une part, d'un pouvoir d'indemnisation des victimes d'autre part.

Comme l'observe lui-même le rapport, toutes les propositions identifiées par l'Amafi n'ont pas la même importance, d'ailleurs quelques unes sont intercorrélées dans la mesure où la mise en œuvre de certaines en rend d'autres moins impératives. Parmi ces trente propositions, il faut particulièrement distinguer les suivantes.

■ **En matière de contrôle et d'enquête** : le renforcement du contradictoire en donnant la possibilité aux personnes concernées de formuler des observations sur le rapport de contrôle ou d'enquête au regard duquel le Collège décidera ou non de notifier des griefs (proposition 2) ; le besoin exprimé d'une clarification du champ respectif des contrôles et des enquêtes (proposition 1) ; la mise en place d'une charte de conduite des enquêtes sur place à l'instar de ce qui a été fait en matière de contrôle (proposition 5).

■ **En matière d'instruction** : pour permettre l'approfondissement du travail d'instruction, l'augmentation du nombre des rapporteurs (proposition 9) et le renforcement du service de l'instruction et du contentieux de la Commission des sanctions qui existe au sein de l'AMF (proposition 10) ; l'extension du délai dont bénéficient les mis en cause pour répliquer au rapport du rapporteur (proposition 13).

■ **En matière de sanction** : la poursuite de l'effort de motivation entrepris afin d'assurer à la décision son plein effet pédagogique (proposition 22), plus particulièrement en ce qui concerne la nature et le quantum des sanctions prononcées (proposition 23) ; le recours accru à l'anonymat dans les décisions de sanction (proposition 25), celui-ci devant d'ailleurs être posé en principe pour les personnes mises hors de cause (proposition 26).

■ **En matière de recours** : le soutien apporté au souhait formulé par l'AMF de se voir reconnaître un droit d'appel (proposition 29).

Le rapport prend également partie pour l'introduction d'une procédure de transaction (proposition 30), en proposant qu'au moins dans un premier temps, les manquements pénalement qualifiables ne soient pas concernés. Du point de vue de l'Amafi, l'objectif est en effet d'abord « de "sortir" de la procédure de sanction tous les "petits" manquements, c'est-à-dire ceux concernant d'abord des situations relativement simples, où la réalité du manquement ainsi que la nécessité de mesures correctives ne sont pas contestées par la personne avec laquelle il s'agit de conclure la transaction, et où il sera considéré, tant par cette dernière que par l'AMF, intéressant de faire l'économie des coûts associés à une procédure de sanction ». Le groupe souligne néanmoins qu'un dispositif qui serait fondé sur une reconnaissance préalable de culpabilité est voué à l'échec et qu'il faut en conséquence que la solution retenue soit celle prévue par le système nord-américain où la personne concernée « ne conteste, ni n'admet les constatations factuelles » (*without admitting nor denying findings of facts*) qui la fonde.

13. Voir cette Chronique, *Banque & Droit* n° 121, septembre-octobre 2008, p. 36.

14. V. loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier et décret n° 2008-893 du 2 septembre 2008 relatif à la Commission des sanctions de l'AMF.

15. Loi de modernisation de l'économie n° 2008-776 du 4 août 2008.

16. Le décret n° 2008-893 précité a prévu que « lors de la séance, le collège est représenté par une personne désignée à cette fin par le président de l'Autorité des marchés financiers, qu'elle soit ou non membre du collège ou des services » (Comofi, art. R. 621.40 - 1 bis).

17. V. ordonnance n° 2009-233 du 26 février 2009 réformant les voies de recours contre les visites domiciliaires et les saisies de l'Autorité des marchés financiers. Cette Chronique, *Banque & Droit* n° 125, mai-juin 2009, p. 37.

18. Disponible sur www.amafi.fr.

L'Amafi estime par ailleurs que « si la problématique de l'indemnisation des victimes est indéniablement importante, il est discutable que l'attribution de compétences en la matière à l'AMF soit la solution la plus adaptée ». Après avoir identifié quelques difficultés liées à cette attribution, elle appelle à « une réflexion approfondie avec la place [...] pour que tous les éléments sous-tendant la réflexion soient précisément déterminés et soupesés ».

Il est intéressant de noter que le rapport de l'Amafi, qui contient différents éléments statistiques sur l'activité de la Commission des sanctions, ne formule finalement que peu de propositions de niveau législatif, la plupart relevant du niveau réglementaire ou de la technique de la Commission des sanctions elle-même.

Plan stratégique – AMF – Protection de l'épargne – Meilleure régulation.

Plan stratégique de l'Autorité des marchés financiers – 9 juin 2009.

Le Plan stratégique de l'AMF rendu public fin juin identifie les priorités d'action de l'Autorité pour les années à venir. L'un de ses axes forts est le renforcement de contrôle de la commercialisation.

Fin juin, l'AMF a présenté publiquement son Plan stratégique déclinant ses priorités d'action pour les trois prochaines années. Ce Plan s'articule autour de trois axes principaux :

- le renforcement de la protection de l'épargne et de la confiance des investisseurs individuels ;
- une surveillance accrue des risques, un meilleur contrôle des acteurs, une sanction plus efficace ;
- une participation plus active aux efforts d'attractivité de la place au bénéfice des épargnants et du financement de l'économie.

Chacun de ces axes est ensuite décliné au travers de différents objectifs, eux-mêmes déclinés en plusieurs actions, ces dernières étant au nombre de vingt au total. La feuille de route ainsi tracée est intéressante à examiner car elle identifie, certes de manière assez générale, les points d'attention de l'Autorité de marché au cours des mois à venir. Certains de ces points méritent notre attention.

■ On note l'accent mis sur la protection de l'épargne, avec la volonté affichée de renforcer considérablement le contrôle de la commercialisation (actions 2, 3 et 4) et avec comme conséquence concrète la création, d'une part, d'une direction des relations avec les épargnants (action 8) ayant vocation à regrouper les actions de l'AMF à destination des épargnants (traitement des consultations, médiation, pédagogie), d'autre part, d'un observatoire des produits d'épargne établi en liaison avec l'Acam et la Commission bancaire (action 10). Cette chronique se fait le reflet des exigences croissantes qui pèsent sur les établissements financiers, tant au niveau des règles elles-mêmes que de l'analyse qu'en font l'autorité de marché et les tribunaux. Nul doute donc que ces exigences vont encore être renforcées même si l'on sait que le cadre européen mis en place pour libéraliser l'offre transfrontière de produits et services financiers laisse peu de marges aux États membres pour ajouter des

exigences nationales propres sans instaurer de distorsions concurrentielles au détriment des établissements implantés sur leur territoire.

■ Il faut relever le souci de tirer les conséquences de la crise en cherchant à mieux déceler les risques et à assurer l'efficacité du contrôle des activités et des acteurs qu'elle supervise. Cela passe notamment par la création d'un Comité interne des risques pour mieux identifier en amont les risques, en liaison avec les autres régulateurs, et ainsi mieux paramétrer la surveillance et les contrôles, mais aussi par la surveillance renforcée des marchés OTC où la crise a pris naissance.

■ Il existe une volonté de favoriser un mécanisme de sanction efficace et impartial et une meilleure réparation des préjudices, avec notamment le rappel de son souhait « d'être dotée d'un pouvoir de transaction afin d'améliorer notamment la réparation de préjudices subis par les épargnants et les investisseurs ».

■ L'Autorité affirme enfin sa volonté de défendre ses priorités d'action sur la scène européenne et internationale, dont on sait qu'elles constituent désormais les lieux privilégiés de définition des cadres d'exercice des acteurs. Comme le souligne l'AMF, « en tout état de cause, la déclinaison de ce plan stratégique requiert des ressources complémentaires », signifiant sans doute que les contributions des acteurs placés sous sa tutelle, qui forment la partie recettes de son budget, sont appelées à augmenter dans un proche avenir.

Abus de marché – CESR – Lignes de conduite – Listes d'initiés – Déclarations de soupçon – Stabilisation – Programmes de rachat – Information privilégiée.

Market Abuse Directive Level 3 – Third set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/09-219, 15 mai 2009.

Le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières a publié en mai 2009 un troisième lot de lignes de conduite sur la mise en œuvre de la directive Abus de marché. S'il n'y a pas lieu de commenter ici en détail ces lignes de conduite qui portent sur les listes d'initiés, les déclarations de soupçon, les mesures de stabilisation, les programmes de rachat et la notion d'information privilégiée, il faut néanmoins les signaler puisqu'elles constituent une nouvelle étape du travail entrepris au niveau européen pour assurer l'harmonisation des conditions de mise en œuvre et d'interprétation de la directive Abus de marché dans les États membres, et qu'il s'agit de questions qui sont souvent au centre de cette chronique.

On observa, et on regrettera, que le document final a été peu modifié par rapport à celui présenté à consultation alors pourtant que certaines observations substantielles avaient été formulées par les professionnels dans le processus de consultation. On observera également que CESR prévoit par ailleurs de travailler ultérieurement à l'élaboration d'autres lignes directrices, notamment sur les opérations des dirigeants et sur la définition de l'information privilégiée pour les dérivés sur produits de base.

PSI – Certification professionnelle – Haut comité certificateur de place.

Comme nous l'avions annoncé dans cette chronique, l'AMF a publié le 17 juillet 2009 le contenu des connaissances minimales devant être acquises par les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte de prestataires de services d'investissement et qui exercent l'une des fonctions visées au II de l'article 313-7-1 du RG AMF.

Les connaissances minimales contenues dans ce document ainsi que leur niveau d'approfondissement forment une base commune qui s'applique obligatoirement aux professionnels concernés. Pour qu'une personne puisse exercer l'une des fonctions clés au sein d'un prestataire de service d'investissement (PSI), celui-ci doit s'assurer que cette personne dispose, en plus des connaissances minimales, d'un niveau de connaissance plus approfondi et plus spécifique correspondant aux aspects particuliers (instruments, services et marchés financiers) caractérisant la fonction clé.

Ce niveau de connaissance minimum à acquérir s'apprécie au regard d'un niveau d'acquisition pour chaque sujet. Ainsi, les lettres « A » pour « Acquis » et « C » pour « Compris » précisent le niveau de connaissance requis.

Afin d'assurer une bonne mise en œuvre de ce dispositif qui entrera en vigueur le 1^{er} juillet 2010, l'AMF a parallèlement publié les critères relatifs aux examens certifiés et aux organismes souhaitant faire passer des examens certifiés.

Lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme – Conseiller en investissement financier – Guide pédagogique AMF.

Deux points intéressent cette matière au titre de la période sous revue.

■ Tout d'abord, la publication du décret n° 2009-1087 du 2 septembre 2009 et celle de l'arrêté du 23 septembre 2009 (JO du 4 septembre 2009). Ces textes précisent notamment les modalités de détermination du bénéficiaire effectif, de l'identification du client préalablement à l'ouverture d'une relation d'affaires, de vérification de l'identité d'un client occasionnel. Le dispositif précise également qu'une convention peut être signée avec un tiers pour préciser les modalités de transmission des éléments recueillis et le contrôle des diligences à mettre en œuvre. Les critères permettant de considérer que des personnes ou des opérations présentent un faible risque de blanchiment sont en outre précisés par ces textes d'application de la troisième directive Européenne.

■ Par ailleurs, la publication d'un guide pédagogique sur les obligations des conseillers en investissements financiers – CIF (Communiqué de l'AMF du 30 juillet 2009).

Franchissements de seuils – Déclaration d'intention.

Arrêté du 27 juillet 2009 portant homologation des modifications apportées au RG AMF, JO du 31 juillet 2009.

L'arrêté du 27 juillet 2009, portant homologation des modifications apportées au RG AMF, achève l'importante modification du régime des franchissements de seuils initiée par l'ordonnance du 31 janvier 2009 et les décrets des 19 et 22 mai.

Plusieurs points sont à noter.

■ **Le délai de déclaration des franchissements de seuils à l'AMF est réduit.** Il est maintenant fixé au plus tard le quatrième jour de négociation suivant le jour du franchissement de seuil, avant la clôture du marché ou du système de négociation.

■ **Le périmètre d'assimilation est élargi** avec la prise en compte, pour le calcul du seuil, des actions déjà émises et que le déclarant est en droit d'acquérir, à sa seule initiative, immédiatement ou à terme, en vertu d'un accord ou d'un instrument financier et ce sans compensation avec le nombre d'actions qu'elle est en droit de céder en vertu d'un autre accord ou instrument financier. Sont ainsi considérées comme « assimilés » les obligations échangeables en actions, les contrats à terme, les options, qu'elles soient exerçables immédiatement ou à terme, et quel que soit le niveau du cours de l'action par rapport au prix d'exercice de l'option. Lorsque l'option ne peut être exercée que sous condition que le cours de l'action atteigne un seuil précisé au contrat, elle est assimilée aux actions dès que ce seuil est atteint.

■ **L'obligation d'information séparée liée aux déclarations de franchissements de seuils est renforcée.** Elle s'étend dorénavant aux accords ou instruments financiers qui portent sur des actions à émettre/créer ou qui permettent d'obtenir un effet économique similaire à la possession d'actions. Sont ainsi visés les contrats financiers qui procurent une position longue sur les actions à la personne tenue à l'obligation de déclaration. C'est notamment le cas des contrats financiers avec paiement d'un différentiel, des contrats d'échange relatifs à des actions ou de tout instrument financier exposé à un panier ou à un indice d'actions de plusieurs émetteurs sauf s'ils sont suffisamment diversifiés.

■ **Les accords et les instruments financiers déclarés sont décrits.**

■ **Le seuil d'exemption de déclaration des actions comprises dans le portefeuille de *trading* a été maintenu à 5 %** à la suite de longues discussions.

■ **Pour Alternext, les seuils devant être déclarés à l'AMF en plus des déclarations à effectuer auprès de l'émetteur sont fixés à 50 % et 95 %.**

L'application de cette réglementation suscite de nombreuses questions au regard notamment du formulaire que l'AMF propose. Nous reviendrons sur ces questions dans une prochaine chronique lorsqu'elles auront été réglées à la suite des discussions actuellement en cours entre les associations professionnelles et l'AMF.

Par ailleurs, le dispositif afférant aux déclarations d'intention, qui faisait l'objet de nombreuses discussions et

difficultés d'application, a été revu sur trois points. Tout d'abord, pour introduire deux nouveaux seuils de 15 % et 25 % comme faits générateurs de l'obligation déclarative. Ensuite, pour réduire, le délai de déclaration à l'AMF et à l'émetteur de 10 à 5 jours. Enfin, pour modifier le contenu et la portée de la déclaration d'intention. Celle-ci doit désormais préciser les modes de financement de l'acquisition et ses modalités : le déclarant précise notamment si l'acquisition a été réalisée par recours à des fonds propres ou à l'endettement, les modalités principales de cet endettement, ainsi que, le cas échéant, les garanties principales consenties ou dont bénéficie le déclarant. Le déclarant précise également la part éventuelle de sa participation obtenue à l'aide d'emprunts de titres ainsi que :

- si l'acquéreur agit seul ou de concert ;
- s'il envisage d'arrêter ses achats ou de les poursuivre ;
- s'il envisage d'acquérir le contrôle de la société ;
- la stratégie qu'il envisage vis-à-vis de l'émetteur ;
- les opérations pour mettre en œuvre cette stratégie, notamment en termes de projet de fusion, de réorganisation, de liquidation, ou de transfert d'une partie substantielle des actifs de l'émetteur ou de toute personne qu'il contrôle au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ; de projet de modification de l'activité de l'émetteur ; de projet de modification des statuts de l'émetteur ; de projet de radiation des négociations d'une catégorie de titres financiers de l'émetteur ; de projet d'émission de titres financiers de l'émetteur.
- tout accord de cession temporaire ayant pour objet les actions ou les droits de vote de l'émetteur ;
- s'il envisage de demander sa nomination ou celle d'une

ou plusieurs personnes comme administrateur, membre du directoire ou du conseil de surveillance.

Parallèlement, le dispositif des déclarations d'intention est assoupli :

- réduction de 12 à 6 mois du délai pendant lequel le déclarant est tenu par sa déclaration d'intention,
- assouplissement des conditions de changement d'intention qui ne sont plus soumises à la survenance de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat des personnes concernées, mais à l'établissement d'une nouvelle déclaration qui fait à nouveau courir le délai de 6 mois.

Commercialisation – Bonnes pratiques – Guide AMF.

Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers, AMF, 31 juillet 2009.

L'AMF a publié le 31 juillet une actualisation de son « Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers ». Ce guide comprend désormais un volet très précis dédié à la communication portant sur des indices financiers. Mais il convient de noter que l'ensemble des principes présentés s'inscrit dans le cadre du principe de proportionnalité. Ainsi, lorsqu'une information diffusée sur un instrument financier ne mentionne que de façon accessoire la possibilité d'exposition à un indice, ou lorsque l'indice ne présente aucune particularité, le prestataire de services d'investissement peut en tenir compte afin d'alléger en conséquence le niveau global d'informations communiquées sur l'indice. ■