

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER

### ■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Directeur  
juridique  
Calyon



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



**BERTRAND DE SAINT MARS**  
Délégué  
général adjoint  
AFEI



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

**Offre publique d'échange initiée par une société étrangère – Différends avec des minoritaires – Responsabilité contractuelle ou délictuelle – compétence des tribunaux français (non) – Nature et portée des engagements de la banque garante présentatrice de l'offre.**

Cass. Com., 23 octobre 2007, Ofivalmo et autres c/ DAB AG, Citigroup, affaire SelfTrade. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés Financiers*, Litec 2001, 3<sup>e</sup> éd. n° 1241,

Dès lors que la demande principale des actionnaires minoritaires lors d'une OPE initiée par une société étrangère dont ils contestent les conditions a pour objet la réparation du préjudice résultant de l'absence de liquidité des actions nouvellement émises, les tribunaux français ne saurait être compétents aux motifs d'une part, que l'engagement principal qui sert de base à la demande réside dans l'engagement pris par l'initiateur de droit étranger d'émettre des actions nouvelles, et d'autre part que les demandes des requérants sont fondées tant sur la responsabilité contractuelle que délictuelle et ne peuvent dès lors être considérées comme présentant un lien de connexité pour l'application du règlement 44/2001 du 22 décembre 2000.

L'obligation de la banque de garantir à l'égard des tiers la teneur irrévocable des engagements de la société initiatrice est de nature réglementaire et ne peut être considérée comme de nature délictuelle à l'égard des actionnaires.

Les décisions de droit international privé en matière boursière sont rares. Celles intéressant les questions de détermination de la compétence judiciaire à l'intérieur de l'Union européenne le sont encore plus, surtout lorsqu'il s'agit d'interpréter le règlement du 22 décembre 2000<sup>1</sup>, lequel s'est substitué à la convention de Bruxelles du 27 septembre 1968.

Le débat principal dans cet arrêt porte sur la compétence des tribunaux français à connaître d'un différend entre actionnaires minoritaires d'une société cible française par un initiateur de droit étranger au cas d'OPE. En l'espèce, les actionnaires majoritaires de la société de droit fran-

çais SelfTrade ont conclu avec la société de droit allemand DAB, ayant également pour activité le courtage boursier en ligne, un accord cadre aux termes duquel les parties sont convenues d'une opération d'apport de la totalité des actions SelfTrade à une augmentation de capital de DAB puis d'une OPE pour les titres n'ayant pas fait l'objet des apports. Cet accord était conclu sous des conditions suspensives, dont celle de l'approbation de l'augmentation de capital par l'assemblée de DAB. La société Citigroup a alors déposé pour le compte de DAB une OPE sur les titres de la société SelfTrade, la note d'information prévoyant alors que les actions nouvelles porteraient jouissance le 1<sup>er</sup> janvier 2000 et seraient assimilées aux actions anciennes dès leur émission. Un nombre important d'actionnaires minoritaires, dont les requérants, ont alors apporté leurs titres à l'offre. Cependant, suite à un différend avec l'actionnaire majoritaire, deux actionnaires minoritaires de DAB ont déposé devant les tribunaux compétents en Allemagne une demande d'annulation de l'AG ayant approuvé l'augmentation de capital au motif de l'insuffisance d'informations résultant des documents mis à disposition, ceux-ci étant en langue anglaise et française. Du fait de cette procédure judiciaire, Euronext a admis aux négociations les actions nouvelles mais en les séparant des actions anciennes sur une ligne de cotation ad hoc. Bien que les tribunaux allemands leur aient donné raison, les deux actionnaires minoritaires se sont finalement mis d'accord dans le cadre d'une transaction avec l'actionnaire majoritaire de DAB le 3 mai 2001. En conséquence, les deux lignes de cotation ont été fusionnées le 27 décembre 2001. Estimant avoir subi un préjudice important du fait de l'existence de ces deux lignes de cotations ayant entraîné une décote importante des actions nouvelles par rapport aux actions anciennes et une absence de liquidité des actions nouvelles, un certain nombre d'anciens actionnaires de Selftrade ayant reçu des actions nouvelles DAB ont assigné les sociétés DAB et Citigroup devant les tribunaux français.

Si, dans un premier temps, le tribunal de commerce s'est déclaré compétent pour connaître de ce litige tout en déboutant les requérants de leurs demandes, la cour d'appel s'est estimée non compétente le 10 mars 2006<sup>2</sup> en la matière au motif que le différend est une question relevant du droit des sociétés allemand régissant les relations entre un actionnaire et sa société. C'est cette décision qui a fait l'objet d'un pourvoi. Celui-ci est articulé en deux moyens et plusieurs branches, seules certaines d'entre elles étant ici étudiées.

1. Règlement CE 44/2001 du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, JOCE du 16 janvier 2001, L.12/1 et suiv.

2. Bull. joly Bourse 2006, § 74, p. 320, obs. L. Faugerolas.

Dans le premier moyen, les requérants contestent la décision de la cour d'appel d'avoir dit que le juge français n'était pas compétent pour statuer sur ce litige les opposant à la société DAB. La première branche du moyen est articulée autour du caractère contractuel de l'obligation principale qui sert de base à la demande ; en l'espèce, il était estimé par les demandeurs que dans une demande en justice ayant pour objet la réparation du préjudice qui résulte de défauts affectant les titres transférés dans le cadre d'une OPE, l'obligation principale au sens de l'article 5-1 du règlement CE 44/2001 qui sert de base à cette demande est celle de transférer les titres remis à l'échange en procédant à leur livraison. On se souvient qu'aux termes du règlement Bruxelles I, si l'article 2-1 prévoit que « les personnes domiciliées sur le territoire d'un État membre sont atraites, quelle que soit leur nationalité, devant les juridictions de cet État membre », l'article 5-1 du même texte prévoit qu'une personne domiciliée sur le territoire d'un État membre peut toutefois être atraite dans un autre État membre en matière contractuelle devant le tribunal du lieu où l'obligation qui sert de base à la demande a été ou doit être exécutée. Aux termes de ce texte, le juge doit, pour apprécier sa compétence, déterminer quelle est l'obligation principale servant de base à la demande et en rechercher le lieu d'exécution. L'article 5-1 du Règlement vise deux cas, celui de la vente de marchandises, et celui de la fourniture de services. Alors que la cour d'appel est muette sur ce point, il semble clair que celle-ci fasse référence au deuxième tiret de l'article 5.1 du règlement en cas de fourniture de services lequel prévoit que le lieu d'exécution est le lieu où les services ont été ou auraient dû être fournis. Mais peut-on considérer que l'échange de titres dans une OPE et plus généralement la création de titres dans le cadre d'une augmentation de capital doivent être qualifiés de « fourniture de services » ? Rien n'est moins sûr. À cet égard, on relèvera que la doctrine considère – malgré un texte peu clair – que les contrats d'émission de titres (tout au moins lorsqu'il s'agit de titres de capital, la question étant plus débattue pour les titres de dette) sont exclus du champ de la Convention de Rome sur la loi applicable en matière contractuelle – laquelle convention consacre comme on le sait la *lex contractus* –, et doivent en conséquence l'être de façon explicite du projet de règlement Rome II. En effet, il est considéré que le droit applicable en la matière est nécessairement la *lex societatis* en raison de l'attraction des éléments qui sont constitutifs du titre de capital (une action n'est pas qu'un contrat). Or, la *lex societatis* n'est pas la *lex contractus* (cf. par exemple en matière obligataire). C'est donc la question de la détermination de l'obligation qui sert de base à la demande qui est au centre des discussions. Or, c'est une question complexe et difficile, controversée tant en doctrine que dans la jurisprudence des États membres qui a donné lieu à des renvois préjudiciels. C'est donc à la jurisprudence de la Cour de justice qu'il est revenu d'apprécier cette notion. De nombreuses décisions sont venues préciser ce qu'il convenait d'entendre par cette expression. Relevons qu'à la suite des affaires *De Bloos c/ Bouyer*<sup>3</sup> et *Shenavai c/ Kreisler*<sup>4</sup>, on a pu estimer que la Cour de Luxembourg lisait l'article 5-1 du règlement 44/2001 comme

désignant la compétence du tribunal du lieu où l'obligation contractuelle principale qui sert en pratique de base à la demande en justice a été ou doit être exécutée. Reste à déterminer ce fameux « contrat de base ». Pour les requérants, il s'agissait de l'OPE (l'obligation résidait dans le transfert des titres effectué en application de l'OPE litigieuse, lequel transfert se confond aux termes de l'article L. 431-2, 1<sup>er</sup> alinéa du c. mon. et fin. avec la livraison) alors que pour les défendeurs, le contrat de base à l'aune duquel la compétence du juge français devait être examinée était l'augmentation de capital. Pour sa part, la cour d'appel, suivant les conclusions des défendeurs, avait considéré que l'obligation principale résidait dans l'émission des titres, et non dans leur livraison, dès lors que l'échange recouvre une augmentation de capital par apports en nature et que les titres attribués aux apporteurs ne préexistent pas à l'opération. Les demandeurs au pourvoi estimaient que la cour d'appel avait opéré une confusion entre le concept d'obligation qui sert de base à la demande en justice – à savoir le transfert par livraison des titres DAB en échange des titres SelfTrade – et celui d'objet de la demande – à savoir la réparation du préjudice qui trouvait sa cause dans les circonstances de l'émission des titres DAB. La Cour de cassation ne suit pas l'argumentation des requérants et reprend à son compte l'analyse des juges du fond, considérant « qu'ayant relevé que la demande principale [du requérant] avait pour objet la réparation du préjudice résultant de l'absence de liquidité des actions nouvellement émises par la société DAB, la cour d'appel a pu en déduire que l'obligation principale qui servait de base à la demande résidait dans l'engagement pris par cette dernière d'émettre des actions nouvelles entièrement assimilables aux actions anciennes ». L'argumentation sous-jacente consiste à considérer que si préjudice il y a, il réside dans le fait d'un tiers (Euronext). Cette analyse n'emporte cependant pas la conviction. En effet, l'on peut au contraire considérer que l'engagement principal qui sert de base à l'action en justice réside dans l'engagement prix par DAB d'émettre des actions pouvant être intégralement assimilées aux actions anciennes dès leur émission. On reste aussi dubitatif devant l'analyse de la cour d'appel reprise par la Cour de cassation considérant que le lieu d'exécution du contrat est celui des formalités d'enregistrement des actions nouvelles. L'exécution du contrat entre l'émetteur et l'actionnaire n'est pas l'enregistrement des actions nouvelles, mais l'admission à la cote de la Bourse de Paris (en théorie, une société cotée peut créer des actions sans les admettre à la cotation). Il y a là une confusion. Certes, cette admission ne peut avoir lieu qu'une fois les formalités d'enregistrement accomplies. Mais il s'agit de deux actes distincts : l'enregistrement relève de la *lex societatis*, lorsque l'admission relève de *lex contractus* : l'enregistrement est une formalité nécessaire et indispensable à la création des titres. Il ne s'agit pas de l'exécution d'une obligation contractuelle. Par contre, la demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé relève bien de la sphère contractuelle. Le raisonnement de la Cour paraît ainsi vicié, et la conclusion erronée.

Mais quel que soit l'argument pour réfuter l'analyse de Cour de cassation, la portée de la décision est importante en ce qu'elle oblige les actionnaires français d'une société étrangère initiatrice d'une OPE à porter leurs différends non pas devant les tribunaux français mais devant ceux du siège social de la société initiatrice. Ainsi, d'une ques-

3. CJCE, 6 octobre 1976, aff. 14-76.

4. CJCE, 15 janvier 1987, aff. 266-85.

tion de compétence juridictionnelle, l'on débouche sur une question de droit applicable au contrat. Or, la solution en l'espèce est d'autant plus absurde que le droit retenu était le droit français ! Et l'on ne voit pas pourquoi la question serait différente selon que l'initiateur de l'OPE serait une société de droit étranger ou de droit français. On se souvient ainsi que dans une décision, la cour de Paris avait considéré, en matière de droit applicable, que le droit français s'applique à l'acquisition par une société étrangère de titres d'une société française cotée sur le Bourse de Paris<sup>5</sup>.

Nous aborderons plus rapidement la deuxième branche du premier moyen. Selon les requérants, la cour d'appel aurait violé l'article 6 § 1 du règlement CE 44/2001, lequel permet à une personne domiciliée sur le territoire d'un État membre d'être atraite dans un autre État membre s'il y a plusieurs défendeurs, devant le domicile de l'un d'eux, à condition que leurs demandes soient liées entre elles par un rapport si étroit qu'il y a intérêt à les instruire et à les juger en même temps afin d'éviter des solutions qui pourraient être inconciliables si les causes étaient jugées séparément. C'est donc la question de la connexité des demandes à l'encontre Citigroup et de DAB qui est au centre des discussions, la première au titre de sa responsabilité délictuelle et la seconde au titre sa responsabilité contractuelle, même si les demandes formées contre ces deux sociétés reposaient sur le même préjudice. Reprenant ici sa jurisprudence en la matière, la Cour de cassation suit la cour d'appel en considérant qu'« ayant exactement énoncé que deux demandes dirigées contre deux défendeurs différents et fondées, l'une sur la responsabilité contractuelle et l'autre sur la responsabilité délictuelle, ne peuvent être considérées comme présentant un lien de connexité pour l'application de l'article 6 § 1 du règlement CE n° 44/2001 du 21 décembre 2000 ». Cette solution est conforme à la jurisprudence tant de la CJCE<sup>6</sup> que de la Cour de cassation<sup>7</sup> et emporte la conviction.

Reste à examiner la question de la qualification de l'engagement délictuelle ou non de la banque présentatrice à l'égard des tiers. C'est l'objet du second moyen. Les hauts magistrats considèrent que celui-ci « ne constitue pas une obligation librement assumée par une partie envers une autre et doit donc être considérée comme de nature délictuelle à l'égard [des requérants] ». La question ici était de déterminer la qualification juridique des rapports entre la banque présentatrice et les actionnaires minoritaires. S'il ne fait guère de doute qu'aucun rapport de nature contractuel n'existe, s'agit-il pour autant de rapports de nature délictuelle, une réponse positive permettant à ces derniers de considérer la compétence des tribunaux français pour réparer le préjudice. On ne saurait qu'approuver la Cour de cassation d'avoir écarté toute relation contractuelle ou délictuelle entre l'établissement présentateur et les actionnaires de la société cible. Cet établissement, dont le rôle consiste à garantir sous sa signature la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur, agit comme

mandataire de l'initiateur. La teneur des engagements de l'initiateur vise le prix ou la parité proposée, le nombre de titres en jeu et les conditions de financement, mais ne concerne pas les engagements financiers de l'initiateur de l'offre. Quant à l'irrévocabilité des engagements de l'initiateur, il faut entendre l'obligation de proposer à l'assemblée générale de la société émettrice une résolution de nature à décider l'émission de titres visant à rémunérer les apporteurs de l'offre<sup>8</sup>. Garant de l'irrévocabilité de l'offre, l'établissement présentateur doit garantir l'obligation de vérifier que l'initiateur proposera à l'assemblée des actionnaires une résolution visant à décider de l'émission des titres nécessaires. L'établissement présentateur ne garantit pas plus la cotation des titres et leur date d'entrée en jouissance. Pour le dire autrement, la garantie de l'établissement présentateur se limite principalement aux aspects financiers concernant la solvabilité de l'initiateur<sup>9</sup>. On se demande d'ailleurs s'il pourrait en aller autrement, sauf à rendre l'établissement présentateur solidaire de l'ensemble des engagements de l'initiateur, ce qui reviendrait à le transformer en co-initiateur ! Cela a d'autant moins de sens dans une OPE où la garantie de la banque présentatrice est en pratique vidée d'une partie de sa substance dans la mesure où elle ne saurait se substituer à l'initiateur pour procéder à l'émission des titres nouveaux. Pour l'ensemble de ces motifs, l'établissement présentateur ne saurait donc être poursuivi par des tiers pour une éventuelle faute de son mandant, les règles générales du mandat s'appliquant en la matière. Voilà pourquoi on ne saurait qu'approuver la cour d'appel d'avoir considéré que « l'établissement présentateur doit seulement s'assurer de la conformité de l'offre à la réglementation » avant de vérifier que celui-ci avait bien satisfait à son obligation de garantie de la teneur et de l'irrévocabilité de l'offre. En l'espèce, la société DAB ayant bien respecté la teneur de son offre, la cour d'appel avait considéré avec juste raison que Citigroup ne pouvait voir sa responsabilité engagée sur ce point. Quant à l'irrévocabilité, là encore, les juges du fond ont relevé que l'établissement présentateur avait satisfait à ses obligations (à savoir, « contrôler l'obligation qui est faite à l'initiateur de présenter à l'assemblée générale extraordinaire de ses actionnaires un projet de résolution visant à décider de l'émission de titres, aux clauses et conditions prévues dans l'offre publique »), et écarté de ce fait toute responsabilité de sa part, ce qui permet à la Cour de cassation de considérer qu'« en l'état de ces constatations et appréciations desquelles il résulte que le préjudice invoqué ne trouvait pas sa cause dans un manquement au caractère irrévocable ou à la teneur des engagements pris par la société DAB [...] c'est à bon droit et sans inverser la charge de la preuve que la cour d'appel [...] a retenu que la société Citigroup n'était pas tenue au titre de son obligation de garantie ».

La décision ci-dessus commentée est à rapprocher de celle rendue par la cour d'appel de Paris dans l'affaire LVMH. On se souvient que l'une des questions posées à la cour avait trait à la loi applicable soulevée à l'occa-

5. Paris, 13 janvier 1998, JCP, éd. E, 1999, 1431, obs. J.-J. Daigre.

6. CJCE, 27 octobre 1998, Réunion européenne SA.

7. Cass. Com., 19 novembre 2002, Bull. civ. IV, n° 168.

8. Paris, 13 juillet 1988, D. 1989, p. 160.

9. Trib. com. Paris, 11 septembre 1978, D. 1979, I.R., 364; Paris, 24 juin 1991, Rev. Sociétés 1992, p. 70.

sion de la demande de dommages-intérêts par LVMH. Or, compte tenu que les sociétés appelantes étaient des sociétés de droit anglais et américain, mais surtout du fait que la production des analyses financières litigieuses avait été réalisée et élaborée depuis le siège européen de ces sociétés à Londres et non en France, dans quelle mesure les tribunaux français comme le droit français étaient-ils compétents pour examiner cette affaire? Le fond de l'affaire était certes différent puisqu'il s'agissait de déterminer la compétence du juge français en matière de responsabilité civile lors de l'exercice de la libre prestation de services au sein de l'Union européenne. Mais là encore, la question de la portée du règlement CE 44/2001, en l'espèce l'article 5.3, a été au centre des débats. On sait que cet article permet à une personne domiciliée sur le territoire d'un État membre d'être atraite dans un autre État membre en matière quasi délictuelle devant le tribunal du lieu du fait générateur ou devant le tribunal du lieu de réalisation du dommage, et que d'autre part l'article 46 du NCPC autorise le demandeur à choisir la juridiction dans le ressort de laquelle le dommage a été subi. Dans l'affaire LVMH, la cour a considéré, du fait de l'accord procédural relatif à une prorogation de compétence, que sa compétence se limitait aux seuls faits dont les préjudices ont été subis en France. La décision rendue dans l'affaire LVMH n'est pas novatrice en matière de conflit de droit et s'inscrit dans la lignée de la jurisprudence française qui retient, depuis l'arrêt Lautour du 25 mars 1948<sup>10</sup>, le principe du rattachement du délit civil à la loi du lieu où il a été commis. Certes, la situation est, dans l'espèce commentée du dossier SelfTrade, rendue plus complexe du fait de la dissociation géographique des éléments matériels du délit. Dans l'affaire LVMH, on se souvient que la cour avait affirmé que le principe de la compétence du pays d'origine en ce qui touche à l'organisation du prestataire ne saurait écarter totalement le droit de la responsabilité civile applicable au titre du pays d'accueil. En effet, et de façon symétrique, la responsabilité civile d'un PSI ayant son siège dans un autre État membre ne saurait exonérer celui-ci de sa responsabilité du fait de ses agissements sur le territoire du pays d'accueil, toute autre solution conduisant soit à une application extraterritoriale du droit de la responsabilité civile du pays d'accueil, soit à une irresponsabilité des prestataires étrangers au titre de leurs activités de libre prestation de services dans le pays d'accueil.

En conclusion, l'on retiendra que dans une affaire comme l'autre, la question de la compétence du juge judiciaire est au cœur des débats, ce qui conduit le praticien à mieux tenir compte des règles de droit international privé en matière boursière. C'est là une nouveauté. Mais certainement pas un cas isolé.

## PSI – Responsabilité civile – Obligation d'information – Obligation de couverture – Liquidation d'office

CA Paris, 8<sup>e</sup> A, 13 septembre 2007; CA Grenoble, 3 juillet 2007; CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 11 mai 2007; CA Versailles, 12 octobre 2006<sup>11</sup>; Com. 18 septembre 2007, n° 06-14673<sup>12</sup>. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd. Litec 2001, n° 989 et s., 928 et s.

**Le PSI est tenu d'une obligation d'information et de mise en garde (1<sup>re</sup> et 3<sup>e</sup> espèces) ou d'une obligation d'information et de conseil (2<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> espèces) à l'égard de l'investisseur profane qui réalise des opérations à terme.**

**N'est pas un investisseur averti celui qui n'a pas de compétence particulière en matière boursière et n'a qu'une brève pratique des marchés à terme (4<sup>e</sup> espèce).**

**La preuve de l'exécution de l'obligation d'information et de mise en garde peut résulter des enregistrements des conversations (3<sup>e</sup> espèce).**

**À rempli son obligation d'information et de mise en garde le prestataire qui a signalé l'absence d'analyse et le caractère « hyperspéculatif » de l'investissement (3<sup>e</sup> espèce).**

**Le défaut de couverture ne peut être invoqué par l'investisseur car l'obligation de couverture est édictée dans l'intérêt du marché et des intermédiaires (1<sup>re</sup> et 2<sup>e</sup> espèces), mais cela n'exclut pas la possibilité d'engager la responsabilité de la banque qui sait que son client ne dispose pas des moyens de faire face aux opérations boursières qu'il effectue (1<sup>re</sup> espèce).**

**La liquidation d'office doit intervenir dans le respect des conditions prévues par la convention conclue avec le client (5<sup>e</sup> espèce).**

Ces diverses décisions n'apportent pas de solution inédite mais des informations utiles, et révèlent la persistance d'un contentieux sur trois sujets souvent liés, pour lesquels les solutions de principe sont pourtant maintenant assises, le contenu de l'obligation d'information et de mise en garde, le bénéfice de l'obligation de couverture et les conditions de la liquidation d'office.

Depuis l'arrêt Buon de 1991<sup>13</sup>, de la chambre commerciale de la Cour de cassation, qui avait fermement posé le principe « que, quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque, celle-ci a le devoir de l'informer des risques encourus dans les opérations spéculatives sur les marchés à terme, hors le cas où il en a connaissance », la jurisprudence s'est alignée sur cette position<sup>14</sup>. L'obligation d'information des clients profanes a même été expressément étendue aux banques lorsqu'elles distribuent du crédit et la Cour de cassation l'a, à cette occasion, qualifiée d'obligation de mise en garde<sup>15</sup>. Mais, s'agissant de la responsabilité

11. Juris-data n° 342184; Juris-data n° 342640; Juris-data n° 340794; Juris-data n° 340536.

12. À paraître au Bulletin.

13. Com. 5 novembre 1991 : Bull. IV, n° 327, p. 227; JCP E 1992, n° 158, note Ch. Gavalda et J. Stoufflet.

14. Voir, par exemple : Com. 28 juin 2005 : RJDA 2/06, n° 101, p. 102; Com. 20 mars 2007 : RJDA 6/07, n° 623, p. 602, 1<sup>re</sup> espèce; Com., 6 février 2007 : RJDA 5/07, n° 495, p. 471, 1<sup>re</sup> espèce; Com., 19 septembre 2006, quatre arrêts (affaire Benefic) : RJDA 1/07, n° 59, p. 58; CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 15 mars 2007 : RJDA 10/07, n° 976, p. 940, 2<sup>e</sup> espèce; CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 8 février 2007 : RJDA 6/07, n° 623, p. 602, 2<sup>e</sup> espèce; CA Paris, 1<sup>re</sup> A, 28 novembre 2006 : RJDA 5/07, n° 495, p. 471, 2<sup>e</sup> espèce. Voir cette chronique : Banque & Droit n° 115, p. 39.

15. Civ. 1<sup>re</sup>, 12 juillet 2005, quatre arrêts : RJDA 3/06, n° 319 et n° 453; Civ. 1<sup>re</sup>, 13 février

10. D. 1948. 357, note P. Lerebours-Pigeonnière

des prestataires de services d'investissement, le standard n'est pas pleinement fixé, le vocabulaire flottant quelque peu : quand la Cour de cassation s'en tient, semble-t-il, à une obligation d'information<sup>16</sup>, les juridictions du fond retiennent, soit l'expression « obligation d'information et de conseil », soit l'expression « obligation d'information et de mise en garde », cette dernière ayant été forgée par la chambre spécialisée de la cour d'appel de Paris, la 15<sup>e</sup> B<sup>17</sup>. Mais, en vérité, il s'agit de la même réalité, l'obligation faite au prestataire d'alerter ses clients non-avertis des risques courus pour les opérations à terme. Même les juridictions qui continuent de parler d'obligation d'information et de conseil ne donnent pas de substance à l'obligation de conseil, l'expression semblant utilisée par habitude. Ainsi, la cour d'appel de Versailles dans l'arrêt du 12 octobre 2006 (4<sup>e</sup> espèce) et la cour d'appel de Grenoble dans celui du 3 juillet 2007 (2<sup>e</sup> espèce), retiennent-elles encore l'expression, la première pour impliquer un prestataire qui n'avait donné aucune information à un opérateur profane qui avait réalisé des opérations sur les marchés à terme, la seconde pour écarter la responsabilité du prestataire face à un investisseur averti. Dans l'arrêt de la cour d'appel de Versailles, les magistrats estiment que le client avait bénéficié d'une gestion assistée, de sorte que le manquement au devoir « d'information et de conseil » qu'ils imputent au prestataire se centre en réalité sur le défaut d'alerte du client profane des risques encourus sur les marchés à terme, et dans l'arrêt de la cour de Grenoble la question ne se posait pas, le client étant un investisseur averti et n'étant donc créancier d'aucune obligation d'information et de mise en garde ou de conseil. En revanche, la chambre spécialisée (15<sup>e</sup> B) de la cour d'appel de Paris continue sur sa lancée et impose une obligation d'information et de mise en garde, du moins pour les opérations à terme et au profit des investisseurs profanes (3<sup>e</sup> espèce).

C'est souvent la preuve de l'exécution de cette obligation qui fait problème. S'agissant d'une obligation qui pèse positivement sur le PSI, il appartient à celui-ci de rapporter la preuve de sa mise en œuvre<sup>18</sup>. S'agissant des moyens de preuve recevables, la question se pose de la nécessité d'une préconstitution par écrit, dès lors que le client n'est pas un commerçant et que la somme en jeu est supérieure à 1 500 euros<sup>19</sup>. Cependant, outre que la preuve peut malgré tout être faite par tout moyen dès lors qu'il existe un commencement de preuve par écrit (C. civ., art. 1347), il est classiquement admis que des relations d'affaires suivies et des rapports de confiance peuvent justifier une exception<sup>20</sup>. Néanmoins, rien n'est assuré par avance et il faut que les prestataires demeurent prudents et prennent les devants. Ils doivent d'autant plus le faire que la réglementation issue de la directive MIF

les oblige à conserver la trace, donc la preuve, de l'exécution des nombreuses obligations qui s'imposent à eux à l'entrée en relation avec un client, obligation de s'informer, de l'informer et de lui offrir un service adapté<sup>21</sup>. Certains ont pensé pouvoir inscrire des clauses générales stipulant la reconnaissance par le signataire de sa parfaite connaissance des risques, mais la cour d'appel de Paris a jugé que, s'agissant de clauses de style, elles étaient insuffisantes à établir l'exécution de son obligation d'information et de mise en garde par le prestataire ; seule une clause expresse, clairement exprimée et acceptée, figurant dans les conditions particulières et visant spécialement et précisément la situation du client, peut être admise<sup>22</sup>. Un arrêt de la cour de Paris du 13 septembre 2007 (1<sup>re</sup> espèce), vient confirmer cela, en constatant que le prestataire n'avait pas mis en garde le client par écrit, solution que retient également la cour d'appel de Versailles dans son arrêt du 12 octobre 2006 (4<sup>e</sup> espèce). La 15<sup>e</sup> chambre B de la cour d'appel de Paris vient cependant offrir une aide au prestataire dans son arrêt du 11 mai 2007 (3<sup>e</sup> espèce), en admettant, à titre de preuve de l'exécution de l'obligation d'information et de mise en garde, les enregistrements téléphoniques des conversations avec le client, enregistrements transcrits en l'espèce dans un acte d'huissier ; mais elle prend soin de relever que ces enregistrements avaient été réalisés en conformité avec la convention et la réglementation.

Une autre question est la détermination de l'investisseur averti. La charge de la preuve en revient également au prestataire, de sorte que le client n'a pas à démontrer qu'il est un profane. Mais, la notion d'opérateur averti est entendue de manière large. Il ne s'agit pas seulement de celui qui a des compétences particulières en matière boursière, mais plus largement de celui qui a pu prendre conscience des risques courus dans les opérations à terme, ce qui résulte le plus souvent du fait qu'il a déjà mené des opérations de même nature, même si elles lui ont été favorables. Dès lors, à défaut de compétence particulière en matière boursière, la brièveté de la pratique antérieure des opérations à terme n'est pas une preuve suffisante du caractère averti du client, ce que rappelle la cour d'appel de Versailles dans l'arrêt du 12 octobre 2006 (4<sup>e</sup> espèce).

S'agissant enfin de l'information à donner à l'investisseur, la cour d'appel de Paris en donne un exemple dans l'arrêt du 11 mai 2007 (3<sup>e</sup> espèce). Elle estime que le prestataire a, en l'espèce, rempli son obligation au profit d'un client qui avait investi dans une société récente admise au Nouveau Marché, dès lors qu'il lui avait signalé l'absence d'analyse sur la société et le caractère « hyperspéculatif » de l'investissement.

Pour l'obligation de couverture, la 8<sup>e</sup> chambre A de la cour d'appel de Paris rappelle, une fois de plus, dans son arrêt du 13 septembre 2007 (1<sup>re</sup> espèce), qu'elle n'est pas

2007 : RJDA 8-9/07, n° 881 ; Chambre mixte, 29 juin 2007, deux arrêts : JCP G 2007, II, 10146, note A. Gourio ; JCP E, 2105, note D. Legeais.

16. Voir les références citées, note 14.

17. Voir cette chronique : Banque & Droit n° 115, p. 39.

18. Com., 6 février 2007 : RJDA 5/07, n° 495, p. 472, 1<sup>re</sup> espèce.

19. Art. 1341 C. civ. et décret n° 80-533 du 15 juillet 1980, plusieurs fois modifié.

20. L'art. 1348 du Code civil vise l'impossibilité (matérielle ou morale) de se procurer une preuve littérale, ce que les juges du fond apprécient souverainement ; voir, par exemple, Civ. 1<sup>re</sup>, 9 mai 1996 : Bull. I, n° 191, p. 134.

21. S. Neuville, Les prestataires (entreprises d'investissement et entreprises de marché) et les services d'investissement, et B. Bréhier, Marchés réglementés, MTF : la best execution, in « De la loi MAF à l'ordonnance MIF : une nouvelle étape dans la modernisation des marchés financiers », Bull. Joly Bourse, sept.-oct. 2007, p. 559 et s. et p. 602 et s.

22. Voir cette chronique, Banque & Droit n° 115, p. 39.

édictee dans l'intérêt de l'investisseur mais dans celui du marché et de l'intermédiaire (également l'arrêt de Grenoble, 2<sup>e</sup> espèce). Cependant, l'arrêt ajoute que la finalité de la couverture n'exclut pas la possibilité pour le client de rechercher la responsabilité civile de l'intermédiaire. L'arrêt Buon de 1991 avait pourtant semblé écarter cette possibilité ; en effet, alors que le pourvoi reprochait à l'arrêt d'appel de n'avoir pas recherché « si, en s'abstenant d'exiger de son client la couverture réglementaire, et en manquant par là même à son obligation de conseiller son client sur les risques du marché à terme et de s'assurer de la connaissance, par M. Buon, des mécanismes de ce marché, la banque n'avait pas engagé sa responsabilité envers ce dernier », la chambre commerciale avait répondu « qu'en décidant que M. Buon ne pouvait se prévaloir du défaut d'exigence, par la banque, d'une couverture pour l'exécution de ses ordres à terme, la cour d'appel n'a donc pas méconnu le sens et la portée du texte susvisé et n'était pas tenue de procéder à la recherche alléguée ». Mais, en réalité, les deux décisions ne sont pas en contradiction. Ce que l'arrêt Buon a écarté, c'est la tentation pour le client, qui ne peut invoquer en soi le défaut d'appel à la couverture, de se rattraper en invoquant, de ce seul fait, une insuffisance d'information ; s'il y a eu insuffisance d'information au profit d'un client profane, la preuve doit en être rapportée par des éléments distincts du simple défaut d'appel à la couverture. Dans l'arrêt du 13 septembre 2007 de la cour de Paris, il s'agissait d'autre chose : du reproche fait à la banque de n'avoir pas averti ses clients profanes des risques pris sur le marché à règlement mensuel, cela d'autant plus qu'ils avaient des revenus modestes et étaient des profanes en matière boursière.

Reste enfin la question de la sanction particulière du défaut de couverture, la liquidation d'office. Pure voie d'exécution privée exorbitante du droit commun, elle est obligatoire en cas d'OSRD et d'instruments financiers à terme et il doit y être procédé immédiatement<sup>23</sup>. Encore faut-il que les conditions en soient remplies, c'est-à-dire que le prestataire ait procédé à l'appel de la couverture ou du complément de couverture et encore faut-il que, en ce cas, il ait respecté le processus prévu par la convention des parties. Voilà la raison pour laquelle la cour d'appel de Versailles, dans son arrêt du 12 octobre 2006 (4<sup>e</sup> espèce), engage la responsabilité de la banque qui n'avait que tardivement procédé à la liquidation. À l'inverse, la chambre commerciale de la Cour de cassation, dans son arrêt du 18 septembre 2007 (5<sup>e</sup> espèce), retient la responsabilité de l'intermédiaire qui avait procédé à la liquidation immédiatement après l'expédition d'un avis au titulaire du compte, alors que la convention exigeait le respect d'un délai avant de vendre ou de faire racheter les titres affectés à la couverture.

### Gestion privée – Gestion autonome par un salarié – Nullité de l'« apport de clientèle » à la société de gestion – Restitutions

CA Paris, 25<sup>e</sup> A, 18 mai 2007, GSD Gestion et Ethique et Performances<sup>24</sup>. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 296.

**Doit être annulée la convention d'apport de clientèle à une société de gestion qui déguise une gestion déléguée à des gérants non-agrérés, et doivent être, en conséquence, restituées les sommes versées de part et d'autre.**

La décision de la cour d'appel de Paris est rendue à propos d'une gestion privée réalisée dans des circonstances très particulières. Elle fait suite à une décision de sanction de l'AMF<sup>25</sup>, décision confirmée par le Conseil d'État pour ce qui concerne la question qui va être évoquée ici, celle de la gestion déléguée à des personnes non autorisées<sup>26</sup>. En l'espèce, une société de gestion privée, pour alimenter son portefeuille de clients, avait accepté que certaines personnes, au carnet d'adresses sans doute intéressant, « apportent » leur clientèle. Le problème est né des accords conclus entre la société et les « apporteurs » : il avait été convenu d'embaucher ceux-ci en qualité de salariés gérants, mais de leur laisser toute liberté d'organisation de leur activité, de leur permettre de maintenir un lien individuel avec leurs clients et de leur verser 80 % des produits réalisés par leur truchement ; s'ajoutait à cela la refacturation des coûts salariaux. L'AMF a sanctionné la société de gestion et son dirigeant pour diverses raisons, dont celle-ci : « Considérant qu'il résulte des débats et des pièces du dossier que M. J [...] G [...] a permis à des personnes extérieures à la société G [...] G [...], ayant la qualité apparente de « gérant salarié », d'exercer, sous le couvert de la société G [...] G [...] une activité de gestion des portefeuilles qu'ils apportaient<sup>27</sup> ».

La cour d'appel vient, elle, statuer sur la validité des relations établies entre la société de gestion et l'un de ses gérants salariés. Estimant que l'objet du contrat conclu entre eux était entaché d'illicéité, elle l'annule et ordonne la restitution des sommes versées de part et d'autre. Pour les faits, les juges se calent sur les constatations de la commission des sanctions de l'AMF. Ils se résument à ceci : le gérant salarié en cause avait constitué une EURL, dont il était l'associé unique et le dirigeant ; l'EURL avait conclu un contrat d'« apport de clientèle » avec la société de gestion, c'est-à-dire, sans doute, la mise à disposition d'une liste de clients potentiels, en contrepartie du versement d'une rétribution variable, formant un pourcentage des commissions que percevrait la société de gestion des opérations qu'elle conclurait avec la clientèle présentée. À cela s'ajoutaient les particularités suivantes : la rétribution était égale à 80 % des produits perçus par la société de gestion ; l'associé unique avait été embauché en qualité de gérant salarié par la société de gestion, mais il n'exerçait son activité de salarié qu'à temps partiel, avait conservé

24. Juris-Data, n° 341414

25. Décision de sanction du 16 mars 2004 à l'encontre de la société GSD Gestion et de M. Jacques Gautier.

26. Conseil d'État, 4 février 2005, n° 269001 : Recueil.

27. Décision de sanction précitée.

23. Art. 516-5 et 516-15 du RG de l'AMF.

un lien privilégié avec la clientèle apportée et exerçait son activité auprès de celle-ci de manière autonome et hors de toute subordination ; de plus, l'EURL remboursait à la société de gestion le montant du salaire et des charges sociales du gérant salarié, qui plus est sous la forme déguisée d'honoraires, semble-t-il. À l'évidence, ce montage permettait à une personne qui n'était pas agréée d'exercer l'activité de gestion de portefeuille.

Le défaut d'agrément du gérant, donc la violation du monopole des sociétés de gestion, aurait-il pu être invoqué par l'une ou l'autre des parties pour faire annuler leurs relations contractuelles ? Ainsi que l'estime notre collègue Thierry Bonneau, l'invocation de cette irrégularité n'aurait probablement pas entraîné la nullité des conventions « tout au moins si l'on considère que la solution consacrée à propos du monopole bancaire... par l'assemblée plénière de la Cour de cassation dans son arrêt du 2 mars 2005... doit être transposée au monopole financier »<sup>28</sup>. Mais, en l'espèce, le demandeur s'est habilement situé sur un autre terrain, celui de l'illégalité de l'objet de la convention d'apport de clientèle et des accords connexes. Ce n'est donc pas la violation du monopole des sociétés de gestion qui est sanctionnée, celle-ci n'étant invoquée que comme un fait ; c'est la violation du droit commun des contrats et de l'exigence d'un objet licite qui l'est. C'est adroit et bien vu.

### **AMF – Commission des sanctions – Comportement d'initiés – Notion d'influence sensible sur le cours – Application sur le marché obligataire (oui) – Information privilégiée – Absence de défaut de mise en place d'une procédure de Muraille de Chine et « Watch list »**

AMF, Commission des sanctions, décision du 27 septembre 2007 à l'égard de la société Ixis Corporate et Investment Bank et de MM Patrick Inatia et Denis Prouteau. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés Financiers*, Litec 2001, 3<sup>e</sup> éd., n°1064

**Pour être constitué, un manquement d'initié implique à titre de condition préalable que celui auquel il est imputé dispose d'une information précise. Une lettre de consultation préalable à une opération financière adressée à dix banques de la place, comportant des indications relatives à une opération de restructuration de la dette obligataire d'un émetteur comprises au sein de larges fourchettes, ne possède pas un caractère de précision suffisante caractérisant le manquement.**

Les textes relatifs au comportement d'initié visent tous les instruments financiers y compris les titres obligataires. Les particularités du marché obligataire ne font pas obstacle à la constatation d'un comportement d'initié concernant des titres obligataires. L'analyse de l'évolution du « spread » du titre permet de retracer l'évolution de la valeur attribuée par le marché à une obligation et permet en conséquence de mesurer l'influence que peut avoir l'utilisation d'une

L'application de la réglementation sur le marché obli-

gataire en matière d'abus de marché, que ce soit au cas de manipulation de marché ou d'utilisation d'information privilégiée, constitue un problème épineux pour le régulateur dans sa lutte contre les abus de marché. Il est vrai que ce marché repose sur un mode de fonctionnement fondamentalement différent de celui du marché des actions, terrain d'autant plus naturel de la lutte contre les abus de marché pour le régulateur que les notions et concepts en matière d'abus de marché, que ce soit en droit communautaire ou en droit français, ont été pensés et élaborés principalement au cas des marchés actions et non des marchés obligataires. D'où une certaine difficulté à transposer les analyses habituellement utilisées pour qualifier l'abus de marché sur des marchés qui offrent la particularité de voir les opérations traitées principalement, si ce n'est quasi exclusivement, de gré à gré entre professionnels, même si les titres font l'objet d'une cotation, qu'il faudrait mieux dénommer ici « listage », c'est-à-dire simple admission sur un marché réglementé (ou organisé, comme au Luxembourg) avec très peu de transactions.

Nous avons commenté lors de la précédente chronique le cas de la notion de « prix de référence » pour apprécier la situation d'un abus de marché sur le marché obligataire<sup>29</sup>. L'espèce commentée ici fournit un autre exemple en matière d'information privilégiée avec la notion « d'influence sur le cours ». Dans un cas comme dans l'autre, on sent une réelle difficulté pour le régulateur à manier des concepts inadaptés à la situation particulière du marché obligataire<sup>30</sup>. Mais si dans l'affaire précédente la commission des sanctions a privilégié une lecture stricte des textes et donc une approche prudente de la réglementation de l'AMF, au cas présent elle a retenu une lecture plus lâche des textes, et partant, une approche favorisant une extension de ses moyens de répressions.

En l'espèce, il est reproché à un prestataire de services d'investissement, alors qu'il avait été retenu par l'émetteur, pour une série d'offres publiques à venir, d'assurer le rôle de coordinateur global en charge de centraliser la rédaction de la documentation, et deux de ses préposés, d'avoir utilisé une information privilégiée lors de l'OPE sur différents emprunts obligataires émis par la Caisse Nationale des Autoroutes. Il était ainsi fait grief à IXIS CIB d'avoir réalisé de très nombreuses opérations sur les titres objets des OPE à venir alors que la société et les personnes poursuivies, l'un en sa qualité de responsable du desk secondaire obligataire, l'autre responsable de l'origination obligataire, détenaient une information précise sur la préparation d'une opération obligataire d'envergure par la CNA. Il est aussi fait reproche de l'inefficacité des procédures de « murailles de Chine » au sein de l'activité obligataire chez IXIS CIB et sur l'absence d'inscription des titres CNA sur la liste d'interdiction, ou à tout le moins

29. AMF, Pollak et autres, 25 janvier 2007 : cette chronique, Banque & droit n° 115, sept.-oct. 2007, p. 34.

30. Dans son rapport sur le marché obligataire, la COB indiquait déjà que « le marché obligataire est un marché très particulier de par sa structure, son mode de fonctionnement et sa volumétrie [...]. [Il] est très particulier au regard de l'importance jouée par les opérations de gré à gré et la notion de prix qui est plus difficile à appréhender que sur un marché centralisé », Bull. COB, n° 357, mai 2001, « Le marché obligataire : évolutions et risques observés ».

28. Th. Bonneau, chronique, n° 200 : RDBF septembre-octobre 2007, p. 61. Ass. Plén., 4 mars 2005 : JCP E 2005, 690, note Th. Bonneau.

sur la liste de surveillance.

La commission des sanctions décide de ne pas sanctionner les intervenants. Cette décision est essentiellement fondée sur la nature de l'information transmise par la CNA dans le cadre de l'étude qu'elle avait confiée à plusieurs établissements dont IXIS CIB. La commission des sanctions relève en effet que cette information était insuffisamment précise et notamment que sur les treize lignes d'émissions obligataires initialement envisagées dans l'étude, seules cinq avaient été retenues. Par ailleurs, les fourchettes retenues dans le cadre de cette étude, très larges, ne permettraient pas aux opérateurs consultés de détenir une idée suffisamment précise et claire des intentions de l'émetteur. Seule l'information relative à la perspective d'une opération de restructuration de sa dette obligataire par la CNA était révélée par cette étude. Or, comme il est de tradition que les émetteurs importants du marché obligataire restructurent périodiquement leur dette obligataire, cette information en elle-même ne possédait pas le caractère de précision requis par les textes. La commission considère en conséquence que ce projet tel qu'il était décrit dans le document de consultation n'était pas suffisamment défini pour avoir une chance raisonnable d'aboutir<sup>31</sup>.

Mais plus que ce point fondé sur l'analyse du caractère précis de l'information confidentielle détenu par l'intermédiaire, c'est le champ d'application du dispositif relatif au manquement d'initiés et la confirmation de son application aux titres obligataires qui confère à cette décision son intérêt et lui confère l'aspect d'une décision de principe que le communiqué publié par l'AMF le 22 octobre 2007 confirme.

Aucune décision de sanction relative aux marchés obligataires sur le terrain du manquement d'initiés n'a jusqu'ici prospéré. Pour autant la commission des sanctions précise expressément que l'article 621-1 du règlement général de l'AMF vise de façon indifférenciée tous les instruments financiers, et est donc applicable non seulement à des actions mais également à des obligations. Cette déclaration de principe, dont on ne peut qu'approuver l'orientation, doit cependant respecter le principe de légalité du droit pénal qui s'applique en matière de sanctions administratives. Si les modalités propres au fonctionnement de ce marché ne devraient pas, en principe, faire obstacle à l'application des textes sanctionnant les comportements d'initiés, encore faut-il que les dispositions du règlement général de l'AMF soient sans ambiguïté, ce qui n'était pas le cas en l'espèce. Les particularités du marché obligataire sont à l'origine de la discussion doctrinale.

À la différence du marché des actions encore assez concentré avec l'existence de marchés directeurs, le marché obligataire est un marché atomisé dont l'essentiel des transactions est effectué de gré à gré. Si la concentration du marché des actions permet l'établissement d'un prix « unique » représentatif des transactions, il n'en est pas de même du marché obligataire. Mieux, le prix d'une

action ou de tout instrument donnant accès au capital est déterminé par l'anticipation que se font les investisseurs des résultats futurs ou des flux de la société. L'offre et la demande sur une action reflètent ainsi ces anticipations financières, lesquelles dépendent tant de facteurs macro que micro-économique. Au contraire, sur le marché obligataire, d'une part, les transactions procèdent de négociations bilatérales entre un vendeur et un acheteur, l'établissement d'un prix unique est délicat, voire impossible, puisqu'il résulte de l'existence de multiples micro-marchés autonomes ; d'autre part, le prix d'une obligation ne ressort pas principalement de la confrontation de l'offre et de la demande mais de son taux actuariel qui représente son rendement. Ce taux est déterminé à partir des conditions générales constatées sur le marché des taux au moment de son expression. C'est pourquoi, le prix d'une obligation à taux fixe varie essentiellement en fonction du niveau des taux d'intérêts. Ce prix objectif, déterminé actuariellement à partir d'indices de référence ou d'autres titres obligataires de référence (taux des emprunts d'État ou des *swaps*), appelé par la commission des sanctions « taux actuariel de référence », ne rend toutefois pas compte de l'appréciation de la qualité de l'émetteur ou des caractéristiques précises des titres obligataires émis. Il appartient au « *spread* » d'adapter ce taux actuariel de référence en ajustant la valeur définitive du titre à celle calculée à partir du taux de référence. Le « *spread* » est l'écart mesuré entre le taux actuariel du titre et le taux actuariel observé sur l'instrument de même échéance servant de « *benchmark* ». Comme le précise la Commission des sanctions, le « *spread* » constitue l'élément qui différencie le taux actuariel auquel correspond le prix d'une obligation de son taux actuariel de référence. Exprimé en points de base en fonction de données propres à l'émetteur et au titre obligataire visé, le « *spread* » retrace l'évolution de la valeur attribuée par le marché à une obligation et permet en conséquence, pour reprendre les termes de la décision de la commission des sanctions de « *mesurer l'influence que peut avoir l'utilisation d'une information privilégiée* ». Mais le « *spread* » ne saurait se confondre avec le cours.

En résumé, la valeur d'un titre obligataire procède d'éléments complexes, tant objectifs « le taux actuariel de référence », que subjectifs, « le *spread* », éléments centrés pour les premiers sur les données du marché des taux et pour le deuxième sur celles propres à l'émetteur et à son titre. Dès lors, l'AMF considère que l'évolution du « *spread* », et la comparaison de cette évolution avec d'autres titres obligataires voisins car de caractéristiques financières proches, permet de révéler l'influence de la détention d'une information privilégiée. Cette affirmation, que l'on peut comprendre dans le sens d'une politique répressive, suscite cependant une réserve importante, même si en l'espèce la commission des sanctions a considéré que « *l'information litigieuse ne revêtait pas le caractère de précision requis pour déterminer le caractère privilégié de l'information* » et que dès lors le grief ne saurait être retenu.

En premier lieu, elle semble confondre le cours de l'obligation avec son « *spread* ». Si ce dernier entre dans le mécanisme de formation du cours, il ne se confond avec lui. Or, l'article 621-1 du règlement général de l'AMF vise

31. Sur les critères de l'information privilégiée, Crim. 14 juin 2006, JCP Ed entreprises, 1146, n° 5 du 1<sup>er</sup> février 2007. Cette chronique, Banque & Droit n°109, sept.-oct. 2006, p. 61.

bien le « cours » dans le texte de l'incrimination et non le « spread » ou le prix. Dès lors, l'on s'interrogerait légitimement sur la légalité d'une sanction prononcée sur l'évolution du « spread » et non sur le cours en tant que tel. Cette observation doit cependant être relativisée car une sanction prononcée sur ce point ne manquerait certainement pas de relever que le « spread » constitue l'une des composantes de la formation du cours de l'obligation. La méthode de formation du cours d'une obligation se révèle plus fine que celle d'une action puisqu'elle permet d'isoler l'incidence des informations relatives à l'émetteur et au titre détenu par les opérateurs. Il n'en demeure pas moins que le « spread » d'une obligation n'est ni le cours, ni le prix. La décision de l'AMF semble donc manquer de base légale pour avoir considéré qu'elle pouvait sanctionner au titre d'une influence sur le « spread » alors que le règlement général exige la preuve d'une possible influence sur le cours. Il appartient à l'AMF de respecter le règlement qu'elle édicte et de ne pas engager de poursuite pour des faits que son règlement ne couvre pas. Il en va de la crédibilité même de l'institution, et au-delà, des conditions dans lesquelles les intervenants sont amenés à travailler : les différents acteurs ont besoin de certitude quant à la règle de droit applicable, surtout lorsque celle-ci fait l'objet d'une sanction en cas de non-respect. Il suffit à l'AMF de modifier son règlement de façon à ce qu'il prévoie, dans le respect du principe de légalité, les faits qu'elle entend réprimer.

La deuxième observation a trait à l'importance que semble conférer cette décision à l'influence sur le titre de la détention d'une information privilégiée. En se concentrant sur l'influence de la détention d'une information privilégiée sur l'évolution du cours, cette décision semble oublier qu'en la matière c'est bien le manquement à l'obligation d'abstention qui est répréhensible (au contraire, la décision précise que « M. X n'était pas tenu d'une obligation d'abstention »). Peu importe que ce manquement soit à l'origine ou non d'un profit. Par contre le montant des profits éventuellement réalisés entre en ligne de compte pour fixer le montant de la sanction<sup>32</sup>.

La troisième observation découle du débat sur la référence au « spread », dont on a vu qu'il constituait l'élément subjectif dans l'appréciation de la valeur d'un instrument de dette. Il semble que sous cet aspect s'ouvre le débat de la conception subjective du délit ou manquement d'initié, que la Cour de cassation a rejeté dans l'affaire La Ruche Méridionale<sup>33</sup>, même si la décision de la commission des sanctions ne mentionne rien de précis à cet égard. Il est donc difficile de déterminer si cet aspect a constitué ou non un débat lors de la procédure, mais il convient de rappeler avec force le principe édicté par la Cour de cassation et éviter tout revirement subreptice en la matière au motif que le marché obligataire serait un

marché de professionnels où tous les intervenants seraient en mesure d'apprécier la qualité de l'information reçue, et partant, de juger de son influence sur le cours de l'instrument financier.

La dernière observation tient à l'appréciation des mesures de Murailles de Chine par la commission des sanctions. Il s'agissait de savoir si l'organisation matérielle de la salle de marché de CIB IXIS permettait ou non d'assurer la séparation des activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts, en particulier alors que sont présents dans la même salle tant les originateurs que les traders. Or, c'est un satisfécit que délivre ici la Commission en estimant que l'organisation matérielle de la salle de marché distinguait les différents métiers par « baignoires » afin que les conversations ne se diffusent pas d'une baignoire à l'autre grâce à la mise en place d'un dispositif d'isolation phonique.

Au final, les motifs de cette décision quant à l'appréciation de l'influence sur le cours du titre, dont l'AMF a tenu à souligner l'importance par la publication d'un communiqué, ne sauraient être approuvés tant ils remettent en cause le principe même de légalité des sanctions. Regrettons alors presque qu'il n'y ait pas sanction, offrant au travers de l'appel la possibilité au Conseil d'État de trancher ce point de droit particulièrement important.

## ■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### AMF – Alternext – Appel public à l'épargne – Placement privé – Investisseurs non qualifiés – Accès au marché – Responsabilité des PSI

Voir H. de Vauplane et J.-P. Borner, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3<sup>e</sup> éd., n° 368 et s.

**Par communiqué du 15 octobre 2007, l'AMF a indiqué que des investisseurs non qualifiés pouvaient, mais à leur seule initiative, acquérir des titres introduits sur Alternext par voie de placement privé. Face à une telle demande, il appartient toutefois au prestataire de service d'investissement concerné de faire toute diligence pour s'assurer que l'investisseur est bien au fait des risques particuliers que comportent ces titres. Il faut en outre, pour ne pas tomber sous le coup des dispositions propres à l'appel public à l'épargne, que l'investisseur cédant et les prestataires s'abstiennent de tout acte de commercialisation, notamment sous forme de publicité ou démarchage, à destination des investisseurs particuliers.**

Alternext, lancé par Euronext Paris, le 17 mai 2005 est un marché qui présente deux caractéristiques notables. La première est d'appartenir à la catégorie des systèmes multilatéraux de négociation organisés (SMNO). On rappelle que cette catégorie, identifiée par l'AMF (RG AMF, art. 524-1) et constituant une spécificité française, est destinée à regrouper les systèmes qui remplissent trois critères additionnels par rapport à ceux que doivent, depuis le 1<sup>er</sup> novembre 2007, respecter tous les systèmes multila-

32. TGI Paris, 29 octobre 1975, JCP G, 1976, II, 18329.

33. Cass. Crim., 26 juin 1005, cassant Paris 15 mars 1993 qui avait estimé que le « caractère privilégié de l'information doit s'apprécier en fonction du degré de connaissance de celui qui la reçoit » ; la Cour de cassation a condamné cette approche subjective en jugeant que le « caractère privilégié des informations [...] ne saurait résulter de l'analyse que peut en faire celui les reçoit et les utilise, mais doit s'apprécier de manière objective, excluant tout arbitraire, et en fonction de leur seul contenu ».

téraux de négociation<sup>34</sup>. Ces trois critères, d'application cumulative, prévoient que de tels systèmes disposent de règles de fonctionnement approuvées par l'AMF, qu'ils sont soumis aux dispositions du Livre VI du règlement général (Abus de marché) et, enfin, qu'ils ont mis en place une procédure de garantie de cours pour les titres de capital<sup>35</sup>. De ce point de vue, et comme c'était d'ailleurs la volonté de ses promoteurs, Alternext constitue ainsi un modèle de marché intermédiaire par rapport au marché réglementé dont il fournit certaines des protections aux investisseurs. La seconde caractéristique d'Alternext qu'il faut relever est que l'admission des titres sur sa plateforme de négociation ne déclenche pas obligatoirement l'entrée dans le régime de l'appel public à l'épargne, avec notamment les contraintes qui y sont associées pour les émetteurs en termes d'information financière. Une possibilité de placement privé existe en effet qui conduit à réserver le placement des titres admis sur Alternext, soit à des investisseurs qualifiés, soit à un cercle restreint d'investisseurs, conformément à ce que prévoit la loi (Comofi, art. L. 411-2, II, 4°).

C'est dans ce contexte, que l'AMF a été interrogée sur la possibilité pour un investisseur non qualifié de se porter acquéreur de titres précédemment admis sur Alternext dans le cadre d'une procédure de placement privé, et en conséquence sur la possibilité pour un intermédiaire financier de prendre en charge l'ordre reçu à cet effet. La réponse de l'Autorité figure dans un communiqué du 15 octobre 2007 qui doit être apprécié à un quadruple niveau.

Tout d'abord, sur son effet direct qui est de rappeler « que la mise d'instruments financiers sur le marché dans le cadre d'un placement réservé à des investisseurs qualifiés ne prive pas les autres investisseurs du droit d'acquérir de tels instruments financiers ». Cette solution ne peut qu'être approuvée : on voit mal d'ailleurs à quel titre l'AMF aurait pu interdire une telle acquisition, surtout alors que rien de tel n'est prévu par les règles de fonctionnement d'Alternext, dont il faut rappeler qu'elles ont été approuvées par l'Autorité ...

Ensuite, il faut considérer, mais on y reviendra aussi plus loin sous un autre angle, le rappel qu'en « tout état de cause, les actionnaires cédants comme les prestataires de services d'investissement doivent s'abstenir de toute commercialisation notamment sous forme de publicité ou démarchage, à destination des investisseurs particuliers ». En d'autres termes, si l'investisseur qualifié a effectivement la possibilité d'acquérir sur Alternext des titres issus d'un placement privé, encore faut-il que la décision d'acquisition résulte de la seule volonté de cet investisseur, sans être la conséquence d'une incitation extérieure, la publicité et le démarchage n'étant que l'une des traductions possibles – « notamment » indique le communiqué – de cette sollicitation.

Le troisième niveau d'appréciation concerne la responsabilité des prestataires de services d'investissement. L'AMF précise en effet que la prise en charge d'un ordre

permettant cette acquisition n'est possible par un prestataire de services d'investissement que s'il a « fait toute diligence pour s'assurer que l'investisseur est bien au fait des risques particuliers que comporte ledit instrument financier », en avertissant notamment les investisseurs particuliers « des particularités de ce marché ». La solution fait d'autant moins de doute qu'elle n'est pas novatrice, comme le rappelle d'ailleurs aussi l'AMF<sup>36</sup>. Si, avec l'entrée en vigueur du nouveau cadre juridique résultant de la transposition de la directive MIF, l'AMF appuie cette solution seulement sur les articles 314-43 et suivants de son règlement général, il faut toutefois préciser que son fondement est d'abord légal. C'est en effet la loi qui établit que les « prestataires de services d'investissement communiquent à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, les informations leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférents, afin que les clients soient en mesure de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause » (Comofi, art. L. 533-12, II). Certes, ce principe général fait ensuite l'objet d'une déclinaison plus précise par le règlement général, notamment en termes d'éléments de connaissance du client qui doivent être pris en compte par le prestataire pour mesurer la pertinence et la profondeur de l'information qu'il doit délivrer, ces éléments concernant aussi bien le type de services, transactions et produits « familiers au client », que la nature, le volume et la fréquence de ses opérations, ainsi que son niveau de connaissances et sa profession, voire éventuellement son expérience professionnelle (RG AMF, art. 314-51).

S'agissant de l'acquisition par un investisseur de titres cotés sur Alternext dans le cadre d'une procédure de placement privé, nul doute donc que ce dernier prend ici un risque particulier qui oblige l'intermédiaire à vérifier que le client en mesure bien la teneur et la portée. Si l'intérêt des émetteurs à recourir à cette procédure est bien compris – ne pas subir, comme on l'a déjà souligné, les contraintes particulières que déclenche l'entrée dans le champ de l'APE –, il n'en reste pas moins que l'intérêt de l'un, l'émetteur, se traduit par une perte de protection de l'autre, l'investisseur, qui justifie que ce dernier ait une claire conscience de ce fait et de ses conséquences. L'objet du communiqué est donc d'alerter les prestataires de services d'investissement, mais sans doute aurait-il gagné à le faire plus clairement, sur la nécessité de bien informer l'investisseur non qualifié sur cet aspect, et cela quand bien même cet investisseur aurait l'habitude d'intervenir sur des titres cotés sur Alternext.

On observera sur ce point que l'AMF ne précise pas que cette obligation d'information ne pèse pas sur le prestataire lorsque le client est un « client professionnel », c'est-à-dire un client qui « possède l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre ses propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus » (Comofi, art. L. 533-16). Il est vrai qu'à l'occasion de la transposition de la directive MIF, la définition des investisseurs qualifiés a été notablement rapprochée de celle des

34. Désormais reconnus par le Code monétaire et financier en application de la directive MIF, cf. art. L. 424-1 et s.

35. Depuis la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 qui a modifié l'article L. 433-3 du Code monétaire et financier relatif à l'obligation de déposer un projet d'offre publique et donné compétence à l'AMF pour organiser la mise en place d'une procédure de garantie de cours sur des marchés non réglementés.

36. Voir article 321-48 du règlement général de l'AMF en vigueur antérieurement au 1<sup>er</sup> novembre 2007.

clients professionnels<sup>37</sup>. Mais, d'une part, ce rapprochement n'aboutit pas à une confusion totale, d'autre part, l'investisseur, même réunissant les qualités nécessaires, n'est pas toujours irrévocablement rattaché à la catégorie qui devrait être la sienne<sup>38</sup>. Ainsi, on ne peut exclure qu'un investisseur non qualifié soit dans le même temps un client professionnel auquel aucune information particulière n'est due par le prestataire sur le risque particulier qu'il prend en choisissant d'acquérir des titres cotés sur Alternext par une procédure de placement privé. On observera aussi que l'exonération de l'obligation d'information du client sur son niveau de risque, prévue en cas d'utilisation d'un service d'exécution simple des ordres<sup>39</sup>, ne peut bien sûr s'appliquer : pour que ce soit le cas, l'une des conditions est en effet que l'ordre porte sur des instruments non complexes, ce que ne sont pas les instruments non admis sur un marché réglementé, comme les titres cotés sur Alternext.

Ces trois premiers niveaux d'appréciation doivent conduire à attirer l'attention des prestataires de services d'investissement sur l'importance de rassembler et conserver les éléments de preuve établissant qu'ils ont bien respecté leurs obligations. En premier lieu, il faut qu'ils puissent faire la preuve de la manifestation de volonté du client au travers de l'ordre émis par celui-ci. Cette preuve ne peut bien sûr aller jusqu'à devoir établir l'absence de toute incitation de sa part, puisqu'il s'agirait alors d'une « preuve négative », le client devant ici, en cas de litige, établir l'existence d'une telle incitation. En second lieu, il faut que les prestataires soient en mesure d'établir la réalité et le caractère approprié de l'information délivrée sur le niveau de risque particulier que comporte l'acquisition de titres cotés sur Alternext dans le cadre d'une procédure de placement privé. Ces éléments de preuve sont nécessaires pour que les prestataires ne puissent voir leur responsabilité civile et/ou disciplinaire engagée, et cela d'autant plus que les textes nouvellement en vigueur, pris pour la transposition de la directive MIF et de ses textes d'application, édictent des obligations renforcées en la matière.

Le quatrième et dernier niveau d'appréciation du communiqué de l'AMF concerne les conséquences, par rapport au régime de l'APE, de l'achat par des investisseurs non qualifiés de titres initialement cédés ou émis par voie de placement privé. Sur ce point, le communiqué AMF est quelque peu sibyllin puisqu'il se contente d'énoncer, comme on l'a déjà indiqué, qu'en « tout état de cause, les actionnaires cédants comme les prestataires de services d'investissement doivent s'abstenir de toute commercialisation notamment sous forme de publicité ou démarchage, à destination des investisseurs particuliers ». Pour décrypter cet aspect de l'avertissement, il faut rappeler que l'une des opérations<sup>40</sup> déclen-

chant l'application du régime de l'APE est « l'émission ou la cession d'instruments financiers dans le public en ayant recours soit à la publicité, soit au démarchage, soit à des établissements de crédit ou à des prestataires de services d'investissement » (Comofi, art. L. 411-1, 2). Il faut aussi souligner que l'on connaît quelques cas de sociétés qui, introduites sur Alternext dans le cadre d'une procédure de placement privé, ont vu au fil du temps leurs transactions sur le marché évoluer de telle façon que manifestement il ne s'agissait pas seulement d'échanges entre des investisseurs qualifiés. Observons d'ailleurs que, sans que l'on sache précisément si l'initiative est venue de la société elle-même ou du régulateur, certaines de ces sociétés<sup>41</sup> ont par la suite établi un prospectus.

Tout d'abord, l'attention de l'AMF portée à ce point ne s'explique que parce que l'utilisation de la publicité ou du démarchage caractériserait une entrée dans l'APE de la part de la personne qui y recourrait pour céder dans le public des titres cotés sur Alternext dans le cadre d'un placement privé. On rappelle en effet que l'entrée dans l'APE ne résulte pas seulement du fait de l'émetteur lui-même mais également de celui d'un cédant actionnaire qui se défait de tout ou partie de sa participation dans le public en utilisant l'une des voies prévues par l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. Cette possibilité, baptisée appel public à l'épargne « dissident » lorsque la volonté du cédant rejait sur l'émetteur contre son gré<sup>42</sup>, a été maintenue, malgré l'opposition des émetteurs, par le législateur avec l'appui de la Commission des opérations de Bourse, en raison notamment de sa faible occurrence. De ce point de vue, il est certain que les opérations sur Alternext renouvellent les termes de la discussion.

Ensuite, on relèvera que si la publicité et le démarchage sont visés, il n'est en revanche pas fait mention de la troisième voie que constitue le recours à un intermédiaire, établissement de crédit ou prestataire de services d'investissement. Que déduire de cette absence alors que s'agissant d'une acquisition de titres sur Alternext, il est incontournable de passer par un membre de ce marché pour procéder à cette acquisition ? Plusieurs éléments sont à prendre en compte dans l'analyse. Le premier est que l'intermédiaire qui acquiert sur le marché les titres pour son client n'est pas concerné : au regard du texte, c'est en effet la cession et non l'acquisition qui caractérise l'entrée dans le champ de l'APE. Ceci étant, s'il y a un intermédiaire acheteur, c'est qu'il y a aussi un intermédiaire vendeur. Difficile alors de conclure que le vendeur ne fait pas une opération caractérisant une situation d'appel public à l'épargne, sauf à utiliser une fiction classique, mais commode et non dénuée de réalité, qui consiste à considérer que le vendeur ne cède pas dans le public, mais dans le marché, et qu'ainsi il ne sait pas pour le compte de qui agit l'intermédiaire acheteur :

37. Sur ce point, on renvoie à notre précédente chronique (Banque & Droit n° 114, juill.-août 2007, p. 35).

38. Soit qu'il faille qu'il confirme ce rattachement, soit qu'il ait la possibilité d'en sortir.

39. Voir sur cette question, cette chronique (Banque & Droit n° 113, mai-juin 2007, p. 54).

40. Pour mémoire, on souligne que l'autre série d'opérations ayant le même effet est l'admission d'un instrument financier aux négociations sur un marché réglementé. Cette forme ne soulève toutefois pas de discussion au cas présent : outre qu'il n'y a

pas d'opération d'admission dans les situations visées par le communiqué, il faut aussi considérer qu'Alternext est de toutes les façons un SMNO et non un marché réglementé.

41. GENFIT par exemple, admise sur Alternext par placement privé le 19 décembre 2006 qui a publié le 6 août 2007 un prospectus.

42. Les obligations liées à l'entrée dans le champ de l'APE se traduisent essentiellement en termes d'information ponctuelle et permanente dont certaines impliquent nécessairement l'émetteur.

investisseur qualifié ou non. Certes, il faudrait considérer aussi les cas, moins fréquents mais tout à fait possibles, où l'intermédiaire acheteur et l'intermédiaire vendeur se confondent, étant toutefois précisé qu'ici aussi la fiction du marché peut jouer : la confusion des rôles d'intermédiaire acheteur et vendeur n'est en réalité due qu'aux règles de l'algorithme de traitement du système de négociation qui conduisent les deux ordres à se rencontrer pour matérialiser la transaction.

Mais compliquons un peu plus ! La fiction tient-elle encore si la confusion des rôles provient d'une application qui résulte du seul choix de l'intermédiaire de présenter au marché une transaction qu'il a conclue entre un client vendeur et un client acheteur ? Et puis ne devrait-on pas prendre en compte le statut de l'opérateur de marché ? Le « recours à un prestataire de services d'investissement » prévu par l'article L. 411-1 du Comofi s'entend-il seulement de l'interposition de l'intermédiaire agissant en qualité de commissionnaire du donneur d'ordres ? L'investisseur qui cède ses titres au travers d'une plateforme de négociation opérée par un prestataire de services d'investissement ne « recourt-il » pas aussi à ce prestataire ? Or, Alternext est opéré par une entreprise de marché, Euronext Paris, qui a le statut d'établissement de crédit ? Depuis le 1<sup>er</sup> novembre, les systèmes multilatéraux de négociation, dont les SMNO, peuvent être mis en œuvre par des prestataires de services d'investissement. Et maintenant que les marchés réglementés et les SMN ont la possibilité d'accepter directement en tant que membres des clients finaux, qui peuvent donc acheter et vendre sur le marché sans interposition d'un intermédiaire, faut-il en tirer des conséquences particulières ?

Face aux difficultés dans lesquelles nous entraînent ces multiples niveaux d'analyse, il n'est pas très étonnant que l'AMF n'ait pas abordé cet aspect. Mais son silence est en même temps une reconnaissance : puisqu'elle admet qu'un investisseur non qualifié a toujours la possibilité d'acquiescer à sa seule initiative des titres cotés sur Alternext dans le cadre d'une procédure de placement privé, en relevant seulement la nécessité que cette acquisition ne puisse être liée à une opération de publicité ou de démarchage, c'est qu'à contrario, elle admet que tous les éléments précédemment soulignés sont sans effet aucun sur l'éventuelle soumission de l'opération au régime de l'APE...

Il faut toutefois, surtout en l'absence d'analyse précise à son appui, accepter la prémisse que telle sera aussi l'opinion du juge saisi de la question. Par rapport à la définition de l'APE que donnent les textes, il y a là un élément de fragilité que l'on ne peut ignorer et qui va probablement s'amplifier compte tenu du nouvel environnement de marché que crée la directive MIF.

Cet aspect est d'autant plus crucial que le communiqué du 15 octobre peut être utilement rapproché de la consultation menée en octobre par l'AMF pour permettre à Euronext Paris de « mettre en place un compartiment ouvert aux personnes qui sollicitent l'admission de leurs instruments financiers aux négociations sur un marché réglementé sans émission ni cession dans le public<sup>43</sup> », et en conséquence faire bénéficier

les émetteurs qui accèdent à ce marché sous forme de placement privé de certains allègements par rapport aux contraintes de l'APE tenant, tant aux conditions de réalisation de l'opération d'admission, qu'aux obligations d'information périodique et permanente découlant du statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne.

Sans entrer dans le détail d'un sujet absolument fondamental sur le terrain de la compétitivité de la place, et sur lequel nous reviendrons certainement dans le cadre de cette chronique lorsque les dispositions réglementaires auront été prises, il est nécessaire, avant de souligner ses points de convergence avec le communiqué du 15 octobre, d'en relever tout d'abord une différence fondamentale. En effet, dans le cadre du compartiment professionnel, on est bien par essence dans le cadre d'une opération d'APE puisqu'il y a cotation sur le compartiment professionnel d'un marché réglementé, et l'objectif de l'AMF est seulement d'alléger la réglementation applicable tout en maintenant « toutes les dispositions législatives ou réglementaires applicables aux émetteurs dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé, telles qu'issues des directives européennes, notamment Prospectus, Abus de marché, Transparence ou d'ordre comptable ».

Les points de convergence sont doubles. D'une part, comme ce que confirme le communiqué du 15 octobre, le projet AMF permet l'accès au compartiment professionnel à des investisseurs autres que les investisseurs qualifiés sous réserve que l'acquisition de titres négociés sur ce compartiment se fasse à leur « initiative » et qu'ils aient été dûment informés « des caractéristiques de ce compartiment » (RG AMF, art. 516-19 proposé). D'autre part, le projet AMF établit, d'une manière d'ailleurs ambiguë entre le texte de la disposition proposée et le commentaire qui l'accompagne, que la « cession dans le public » des titres doit alors donner lieu à l'établissement d'un prospectus selon le régime de droit commun...

Et donc de relancer les questions précédemment soulevées avec une acuité d'autant plus forte que l'enjeu du compartiment professionnel est d'attirer à Paris la cotation d'un certain nombre de sociétés étrangères, dont certaines peuvent faire des appels au marché tout à fait significatifs, mesurés en milliards d'euros. À ce niveau, nul doute que la notion de « cession dans le public » prend une autre dimension que sur Alternext, marché d'amorçage<sup>44</sup>. Il semble difficile alors de ne pas enfin envisager la refonte du régime de l'APE pour clarifier définitivement cette question qui fait peser un risque de crédibilité sur la capacité réelle de la Place de Paris à attirer les émetteurs étrangers, mais aussi français, puisque ceux-ci ont toute latitude pour se faire coter sur d'autres Places. La France n'a que trop tardé à cette refonte qui aurait dû être menée à l'occasion de la transposition de la directive Prospectus<sup>45</sup>.

43. Voir Communiqué AMF du 1<sup>er</sup> octobre 2007.

44. Rappelons qu'à fin juin 2007, 100 sociétés, représentant une capitalisation boursière globale d'un peu plus de cinq milliards d'euros, y avaient levé environ 1 milliard d'euros (voir communiqué NYSE-Euronext du 27 juin 2007), soit en moyenne 10 millions d'euros par société ...

45. Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la Directive 2001/34/CE, transposée plus notamment par la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.

## Directive MIF – Ordonnance modificative – Précisions d'application – CESR – AMF

La directive MIF, entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> novembre dernier, est un texte qui rénove profondément le cadre juridique des acteurs de marché. Outre quelques modifications effectuées au niveau de la loi française assurant la transposition de ce dispositif, il n'est pas donc pas inutile de signaler divers documents produits par CESR et par l'AMF qui permettent de mieux apprécier les contours de ce nouveau cadre juridique.

Cela fait plusieurs mois que cette chronique évoque les évolutions du cadre juridique des acteurs de marchés, intermédiaires et marchés, qui résultent de la directive Marchés d'instruments financiers. Nul doute que l'importance de ces évolutions nous amènera à continuer cette évocation pendant de nombreux mois encore, de manière plus ou moins approfondie selon l'intérêt juridique du sujet particulier en cause. Alors que le nouveau dispositif est récemment entré en vigueur, plusieurs éléments paraissent devoir être signalés.

### 1. Ordonnance modificative

Quelques jours avant l'entrée en vigueur du nouveau dispositif résultant de la transposition de la directive MIF, a été publiée au Journal officiel l'ordonnance n° 2007-1490 du 18 octobre 2007 relative aux marchés d'instruments financiers et portant actualisation et adaptation du droit économique et financier applicable à Mayotte, en Nouvelle-Calédonie, en Polynésie française et dans les îles Wallis et Futuna.

Outre l'adaptation du droit économique et financier applicable à l'outre-mer et la correction d'erreurs de plume, cette ordonnance clarifie tout d'abord la définition du service connexe de conseil en opérations de haut de bilan (Comofi, art. L. 321-2, 3°) pour en distinguer les deux composantes que sont, d'une part, le « conseil aux entreprises en matière de structure de capital, de stratégie industrielle et de questions connexes », d'autre part, le conseil et les services « en matière de fusions et de rachat d'entreprises », qui peuvent être fournis ensemble ou séparément. L'ordonnance précise également les obligations de conservation des données reposant sur les succursales. Elle étend enfin le bénéfice de la clause de droits acquis en matière de conseil en investissement aux établissements de crédit (art. 13).

### 2. CESR – Mesures de niveau 3

Peu avant le 1<sup>er</sup> novembre, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières (CESR) a publié une série de documents<sup>46</sup>, dont certains sont des mises à jour de recommandations parues en mai 2007, qui visent à faciliter le fonctionnement du passeport européen, en prévoyant notamment le cas des pays qui n'ont pas encore transposé la directive MIF dans leurs législations nationales et en organisant la supervision des succursales d'établissements bénéficiant du passeport européen par les autorités de régulation européennes :

• « Protocol on the supervision of branches under MiFID » (CESR / 07-672).

• « The Passport under MiFID – Recommendations for the implementation of the Directive 2004/39/EC and Statement on practical arrangements regarding the late transposition of MiFID » (CESR / 07-337b).

• « Protocol on MiFID Passport Notifications » (CESR / 07-317b).

On signalera également le panorama réalisé par CESR sur les conditions dans lesquelles les Etats membres ont exercé les options nationales prévues par MIF : « Overview of national options and discretions under MiFID Level 1 and 2 » (CESR / 07-703).

### 3. AMF – Reporting des transactions

L'AMF a mis en ligne sur son site web le 22 octobre dernier l'instruction n° 2007-06 du 10 juillet 2007 relative à la communication à l'AMF d'informations sur les opérations sur instruments financiers par les prestataires et les succursales.

### 4. AMF – Questions-réponses

Le 31 octobre 2007, l'AMF a publié sur son site des questions/réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la MIF. Neuf thèmes y sont traités : les transactions personnelles, le conseil en investissement, la déclaration des transactions, le teneur de compte conservateur, le dépositaire, l'information due aux clients, le contrat client, les rétrocessions de courtage et la fonction conformité. Sans examiner toutes ces réponses de l'Autorité extrêmement enrichissantes et auxquelles nous renvoyons le lecteur, nous en commenterons certaines qui contribuent particulièrement à éclairer le régime juridique des interventions des professionnels depuis l'entrée en vigueur des dispositions de la directive MIF.

#### Régime des transactions personnelles

L'on notera que ce régime est également applicable aux membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance, du directoire ainsi qu'aux directeurs généraux et directeurs généraux délégués des PSI. Ces personnes qui devront déclarer l'intégralité de leurs transactions pour tout de fois le faire auprès du secrétariat du conseil et non directement auprès des RCSI-RCCI, vraisemblablement par souci de discrétion.

Plus importante, est la mesure permettant de limiter le dispositif applicable aux transactions personnelles à certaines activités du PSI. Cette souplesse qui doit être approuvée, laisse la liberté au PSI, et sous son entière responsabilité, de déterminer les secteurs qu'il considère comme concernés par l'application de ces mesures contraignantes.

Enfin, l'AMF rappelle que ce dispositif n'impose pas au PSI de vérifier que toutes les opérations réalisées par une personne concernée lui ont bien été notifiées dès lors que cette personne est soumise à une obligation de déclaration des opérations réalisées. Toutefois, le PSI doit se doter d'une procédure de réaction en présence d'éléments laissant suspecter que des opérations ne lui auraient pas été déclarées. La nature et les contours de cette procédure seront sans doute précisés ultérieurement soit par l'AMF, soit par les associations professionnelles.

46. Disponibles sur son site web : [www.cesr-eu.org](http://www.cesr-eu.org).

### Conseil en investissement

Ce nouveau service d'investissement est à l'origine de discussions tant ses contours sont incertains. Aussi, ces premières réponses de l'AMF, qui sont limitées à la problématique « des clients de détail (dits « non professionnels ») » étaient attendues, notamment quant aux définitions des divers types de recommandations susceptibles d'être rencontrés.

Une recommandation devient personnalisée, et donc à l'origine de la réalisation du service d'investissement de conseil, lorsqu'elle se traduit par la délivrance au client d'une recommandation en opportunité, ou encore si elle consiste à orienter le client vers une décision d'investissement. Une recommandation est expressément qualifiée de « personnalisée » lorsqu'elle est faite auprès d'un investisseur déterminé et qu'elle est présentée comme adaptée à cet investisseur ou encore fondée sur l'examen de sa situation. A travers les exemples illustrant l'interprétation de la notion de recommandation personnalisée par l'AMF, l'on comprend que toute recommandation qui n'est plus impersonnelle car exprimant une opinion sur les produits présentés, ou encore qui oriente le client vers une décision d'investissement, opinion ou orientation présentées comme adaptées à la situation du client et qui, par ailleurs, est bien sûr adressée à un client déterminé (le cas échéant via des envois groupés), est bien constitutive d'une recommandation personnalisée impliquant la fourniture du service de conseil en investissement.

À l'inverse, une recommandation d'investissement au sens de l'article R. 621-30-1 du Comofi intitulée recommandation d'investissement à caractère général (comme précisé par l'article 313-25 du RG de l'AMF) demeure distincte du champ de la recommandation personnalisée. Il peut s'agir d'une analyse financière qui exprime une opinion mais sans que cette dernière soit diffusée et présentée comme adaptée à la situation d'un client en particulier (RG AMF, art. 313-25). Il en est de même des communications à caractère promotionnel considérées comme des recommandations d'investissement à caractère général (RG AMF, art 313-25). Pour conserver leur caractère de recommandation à caractère général, ces communications promotionnelles, lorsqu'elles comporteront un avis, une opinion ou un jugement de valeur devront se garder de le présenter comme adapté à la situation du client auquel elles s'adressent sauf si elles sont diffusées auprès d'un large public et qu'elles possèdent un caractère impersonnel. À défaut, elles entreront dans le champ de la recommandation personnalisée.

### Information due au client – Courrier électronique et mise en ligne des informations

Conformément à l'article 314-86 de son règlement général, l'AMF précise qu'un PSI qui exécute un ordre pour le compte d'un client (hors gestion de portefeuille) est en mesure de transmettre au client l'avis d'opéré par courrier électronique si ce dernier répond aux caractéristiques du support durable au sens de l'art 314-26 du RG.

Comme pour les relevés périodiques de portefeuille, les avis d'opéré doivent toujours être envoyés effectivement,

par courrier papier ou électronique, quand bien même les informations qu'ils retracent sont parallèlement fournies au moyen d'un site Internet auquel le client aurait accès (RG AMF, art 314-27).

### 5. AMF – Meilleure exécution

L'AMF a publié sur son site web une version française des recommandations CESR du 29 mai 2007 sur l'application du dispositif de meilleure exécution des ordres issu de la directive MIF (CESR / 07-320), auxquelles sont annexées des clarifications apportées par les services de la Commission européenne sur le champ d'application de la règle de meilleure exécution, en particulier sur son application sur les marchés dirigés par les prix (dealer markets), aux produits structurés, et aux prestataires de services d'investissement gérant des portefeuilles et à ceux recevant et transmettant des ordres. L'AMF invite les prestataires de services d'investissement à se référer aux recommandations susvisées qu'elle indique avoir fait siennes.

### 6. AMF – Communiqués

Le 31 octobre 2007 dernier, soit la veille de l'entrée en vigueur du nouveau dispositif, l'AMF a publié deux communiqués. L'un pour rappeler que la loi ne laisse désormais plus à l'Autorité la possibilité de s'opposer à l'admission ou à la radiation d'un instrument financier sur un marché réglementé, ce qui a d'ailleurs entraîné la suppression des articles 214-3 à 214-5 du règlement général et rendue caduque l'instruction de la Commission des opérations de Bourse du 13 février 2001 prise en application du règlement n° 96-01 du 13 février 2001 relatif au droit d'opposition. De même, est supprimé l'article 212-35, permettant à l'AMF de demander la notation ainsi que toute garantie appropriée lors d'une opération d'admission ou d'émission d'instruments financiers comportant un élément constitué de titres de créance. Il est toutefois rappelé que l'entreprise de marché est tenue d'informer l'AMF préalablement à toute admission sur le marché réglementé qu'elle gère (RG AMF, art. 214-3). L'autre communiqué précise les conditions applicables à la prestation en France de services d'investissement par des prestataires originaires d'États membres qui n'auront pas transposé les dispositions de la directive MIF dans les délais impartis par les textes communautaires. L'AMF indique ainsi qu'elle considère que les prestataires de services d'investissement dans cette situation qui interviennent en France en libre prestation de services doivent « se conformer aux règles de bonne conduite en vigueur en France depuis cette date » et en conséquence appliquer les articles L. 533-11 à L. 533-16, L. 533-18 et L. 533-19 du Code monétaire et financier ainsi que les dispositions prises en application de ces articles, notamment dans le livre III du règlement général. La solution ne peut qu'être approuvée : il n'est pas envisageable que des acteurs puissent de se prévaloir de la fluidité transfrontalière accrue résultant de MIF sans être placés dans un cadre qui fournissent toutes les garanties, notamment en termes de protection des clients, sur la base duquel cette fluidité accrue a été permise.

## AMF – Meilleure régulation – Commissions consultatives – Contrôles sur place – Chartes

Dans le cadre de son exercice de meilleure régulation, l'AMF a publié récemment deux chartes qui viennent préciser certains aspects de son fonctionnement. L'une concerne le fonctionnement des commissions consultatives, l'autre la conduite des missions de contrôle sur place.

On sait que depuis un peu plus de dix-huit mois, l'Autorité des marchés financiers s'est lancée dans un important exercice de meilleure régulation<sup>47</sup> dont la finalité est d'accroître l'efficacité de l'Autorité tout en renforçant sa lisibilité et son professionnalisme. Après une phase de diagnostic en liaison avec la place et de réflexion sur les conséquences à tirer, vient maintenant le temps des évolutions concrètes. Si un certain nombre de celles-ci sont toujours en cours au sein de groupes de travail pilotés par l'Autorité, et donc pas encore en état d'être commentées dans le cadre de cette chronique, il paraît cependant intéressant de signaler deux chartes récemment adoptées par l'Autorité qui se situent dans le droit fil des enseignements tirés de l'exercice de meilleure régulation.

La première, publiée sur le site web de l'AMF le 22 juin dernier est une Charte de fonctionnement des cinq commissions consultatives instituée par l'Autorité. En fait, c'est même de deux chartes qu'il convient de parler puisque celle applicable à la commission Épargnants est spécifique par rapport à celle qui régit les quatre autres (Marché, Post-marché, Emetteurs et Gestion). Les chartes sont organisées de façon similaire en présentant l'objet, la composition, le type de travaux et le fonctionnement de chaque commission et en rappelant que les membres sont astreints à une obligation de confidentialité. La particularité de la

Charte applicable aux autres commissions que la commission Épargnant est de préciser, en réponse à une attente formulée lors de la consultation de place, l'articulation de ces commissions avec les associations professionnelles. La charte indique ainsi que les « commissions d'experts de l'AMF n'ont pas vocation à dupliquer les relations régulières et les processus de consultation que l'Autorité entretient par ailleurs avec les différentes associations professionnelles. Elles permettent au contraire à l'Autorité de pouvoir se référer à un réseau d'experts opérationnels dont chacun est invité à réagir au nom de son expérience propre, et non en tant que représentant d'une catégorie de professionnels ». Cette précision peut paraître anodine : elle est néanmoins importante alors que l'un des enjeux de la meilleure régulation est d'améliorer la qualité du dialogue entre l'Autorité et les professionnels.

La seconde charte, intitulée *Charte de conduite d'une mission de contrôle sur place*, a été publiée en octobre dernier. Visant à promouvoir la transparence et la rigueur afin de permettre le bon déroulement des missions de contrôle sur place de l'AMF (RG AMF, art. 143-1), elle poursuit un double objectif : d'une part, faire connaître le cadre juridique des contrôles en s'attachant à clarifier les rapports entre les inspecteurs de l'AMF et les personnes entrant dans le champ de leur mission ; d'autre part, poser des principes de bonne conduite que doivent respecter les inspecteurs dans leurs missions. Cette charte, qui répond elle aussi à une préoccupation fortement exprimée lors de la consultation Meilleure régulation, est également importante : l'un de ses enjeux est d'assurer une bonne articulation entre les personnels de l'AMF qui opèrent les contrôles et le responsable du contrôle interne de l'entreprise contrôlée, le RCCI – Responsable de la conformité et du contrôle interne<sup>48</sup>, auquel les textes assignent de lourdes responsabilités. ■

47. Voir le document de consultation soumis à la place en mai 2006 « Pour une meilleure régulation » et le document présentant en novembre 2006 la synthèse de cette consultation et les orientations adoptées en conséquence par l'Autorité.

48. Ou RCSI – Responsable de la conformité pour les services d'investissement pour les sociétés de gestion de portefeuille.