

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

I Actualités jurisprudentielles

Appel public à l'épargne – Démarchage – SCI.

Cass. com. 8 mars 2005, *Époux X... c/SCI Holdimmo*.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*,
3^e éd., Litec, 2001, n° 368 et s.

Fait appel public à l'épargne la SCI dont les titres font l'objet d'un placement par démarchage, et dont les cessionnaires ne connaissaient ni le démarcheur, ni les dirigeants, ni les autres associés.

Le présent arrêt ne restera pas dans les annales et n'est d'ailleurs pas destiné à être publié au Bulletin. Il rejette le pourvoi contre un arrêt qui a décidé que faisait appel public à l'épargne une société dont les titres avaient fait l'objet d'un démarchage. Les faits sont originaux, selon ce que la décision des juges du fond permet de reconstituer¹. Les parts d'une SCI ordinaire issues d'une augmentation de capital ont, semble-t-il, fait l'objet d'un placement par démarchage, ainsi que trois parts cédées par un associé. Quelques années plus tard, les acquéreurs de ces dernières notifièrent leur intention de se retirer et, en réaction, la société leur demanda le règlement d'appels de fonds. Plutôt que de contester le droit pour la société de leur réclamer ce qui s'analysait en une contribution aux pertes² – mais peut-être s'y étaient-ils engagés par une clause statutaire – ils prétendirent que la cession des parts devait être annulée car elle avait été irrégulièrement réalisée par appel public. Le jugement les suivit, annula la cession, rejeta la demande de la société et condamna celle-ci à rembourser le prix des parts. La Cour d'appel de Caen

confirma la décision, mais uniquement en ce qu'elle avait débouté la société de sa demande de paiement des appels de fonds ; en revanche, elle exonéra celle-ci du remboursement des parts. La Cour de cassation rejette le pourvoi au motif que, bien que les acquéreurs aient acheté les parts à un associé, la cession avait eu « pour acteur et bénéficiaire la seule SCI ». Si l'on s'en tient au cœur de ce qui fait difficulté, la cession de trois parts d'un associé, la question est celle de l'appel public à l'épargne dissident, celui qui résulte d'une opération de diffusion des titres par un associé³. Mais, en l'occurrence, la situation n'était pas aussi simple, pour plusieurs raisons : la cession de trois parts ne réalisait évidemment pas une diffusion dans le public et n'est qualifiée d'opération d'appel à l'épargne qu'en raison de l'intervention d'un démarcheur ; le texte applicable à l'époque, l'art. 72 de la loi du 24 juillet 1966, ne prévoyait d'appel public à l'épargne que provenant de la société ; la cession des trois parts n'était pas intervenue de manière isolée, mais concomitamment au placement de parts nouvelles issues d'une augmentation de capital social.

L'arrêt essaie en premier de régler une difficulté soulevée par le commentateur de l'arrêt d'appel, notre collègue Francois-Guy Trébulle⁴, qui avait pointé un hiatus entre l'art. 1841 du Code civil, qui interdit de faire appel public à l'épargne aux sociétés qui n'y ont pas été autorisées et cantonne l'appel public à celui réalisé par la société, et l'art. L.411-1 du Code monétaire et financier qui, depuis une loi du 2 juillet 1998, dispose que l'appel public peut également résulter de la cession de titres par un associé et s'appliquer à une société demeurée passive. À vrai dire, à l'époque des faits, il n'y avait pas contradiction entre les deux textes, l'art. 72 de la loi du 24 juillet 1966, alors applicable, limitant l'appel public à l'épargne aux sociétés qui avaient elles-mêmes pris l'initiative de pla-

1 Caen, 13 mai 2003 : RJDA 1/4, n° 55, p. 47 ; Droit des sociétés, août-septembre 2003, comm. 139, p. 11, note F.G. Trébulle.

2 Qui ne peut être exigée, dans les rapports de la société et des associés, qu'à la liquidation de celle-ci : Civ. 3^e, 6 juillet 1994 : Bull. July 1994, p. 1105, note Y. Dereu ; Rev.sociétés. 1995, p. 39, note D. Saintourens.

3 Voir B. François, *L'appel public à l'épargne, critère de distinction des sociétés de capitaux*, thèse de doctoral soutenue le 12 septembre 2003 devant l'Université Panthéon-Assas (Paris II), sous la direction de M. Paul Didier, n° 239 et s., p. 263 et s.

4 Droit des sociétés août-septembre 2003, comm. 139, p. 12 et s.

cer leurs titres dans le public, ce que soulevait le moyen du pourvoi. La cour d'appel avait quelque peu répondu à cette objection, en notant que celui qui avait procédé au démarchage dirigeait une association membre de la SCI et que le démarchage avait coïncidé avec une augmentation de capital, ce qui laissait entendre que le démarcheur avait, semble-t-il, non seulement placé les trois parts cédées, mais surtout les parts nouvelles issues de la modification du capital, selon du moins ce que l'on croit comprendre. La Cour de cassation reprend ces constatations à son compte et en induit que « la cession avait pour acteur et bénéficiaire la seule SCI, l'opération de démarchage qui a coïncidé avec l'augmentation du capital de la SCI ayant été réalisée par M. Z., directeur de l'AGERN, associé fondateur de la SCI ». Mais les faits dégagés par la cour d'appel étaient-ils suffisants pour en venir à une telle conclusion ? Que le placement des parts issues de l'augmentation de capital ait eu lieu à l'initiative de la société ne fait évidemment aucun doute, de sorte que tant l'art. 1841 du Code civil que l'art. 72 de la loi du 24 juillet 1966 de l'époque trouvent à s'appliquer. Mais, pour autant, peut-on traiter de la même manière la cession des trois parts ? En quoi a-t-elle eu « pour acteur et bénéficiaire la seule SCI » ? Suffit-il que le démarchage ait porté tant sur le placement des parts nouvelles que sur celui des parts existantes, ait eu lieu tant dans l'intérêt de la société que dans celui du cédant ? La Cour de cassation veut-elle dire que, dès lors que le démarchage emportait appel public à l'épargne pour le placement des parts nouvelles, il emportait également et indivisiblement appel public à l'épargne pour la cession des parts existantes ? À s'en tenir aux éléments rapportés, le fondement de la solution, si c'est bien celui-ci, n'est pas parfaitement assuré. Même si, ce que l'on croit pouvoir conjecturer – les décisions manquent de clarté à cet égard – le démarcheur avait proposé indistinctement les parts nouvelles et les trois parts existantes, il n'en reste pas moins que les textes de l'époque conditionnaient l'appel public à l'épargne à une initiative de la société et ne permettaient pas de le faire découler de la seule initiative d'un associé, aussi faut-il distinguer les deux. Or, en l'espèce, quand le démarcheur plaçait les parts nouvelles, il agissait au nom et pour le compte de la société, quand il plaçait les quelques parts à céder, il agissait au nom et pour le compte du cédant. Peut-être le dossier comportait-il d'autres aspects qui suffisaient à justifier la position de la cour d'appel et qui ont conduit la cour régulatrice à cette décision, dont il est évident qu'elle est de pure espèce. On regrettera néanmoins l'imprécision et l'insuffisance des motifs. Au surplus, la Cour de cassation ne critique pas la cour d'appel d'avoir refusé d'annuler la cession. Sans doute ne pouvait-elle le faire, le pourvoi ne le lui demandant pas, semble-t-il. Il n'y en a pas moins là un élément de contradiction : il est difficile d'admettre en logique que la cession des parts s'inscrivait indivisiblement dans le placement des parts nouvelles, mais que la sanction en découlant ne peut lui être appliquée.

Un deuxième aspect mérite qu'on s'y arrête. Le moyen du pouvoir invoquait aussi le fait que le nombre d'associés de la SCI n'excédait pas 300 personnes, ce que la Cour de cassation écarte sans s'y arrêter, expliquant qu'il s'agissait de la critique d'un motif surabondant. Le motif était relatif au fait que la cour d'appel avait retenu que « le nombre (130) et la dispersion géographique des associés ne permettent de retenir l'intuitu personae, essentiel dans toutes les sociétés civiles ». Certes, l'appréciation relative à l'absence d'intuitu personae était, non seulement contestable en droit des sociétés⁵, mais surtout étranger à la question de l'appel public à l'épargne. Aussi, était-ce suffisant pour en faire un motif surabondant et refuser, par voie de conséquence, de s'arrêter à la critique qui en était faite par le moyen du pourvoi. Il n'en reste pas moins que la solution est au final en contradiction avec ce qui était admis par la COB à l'époque, que seule la présence de 300 personnes faisait présumer la diffusion des titres dans le public⁶. Il est vrai, que la réunion de moins de 300 personnes ne valait pas, ipso facto, absence d'appel public à l'épargne, et qu'au surplus, en l'espèce, l'intervention d'un démarcheur emportait présomption inverse.

Notons que la directive « Prospectus » du 4 novembre 2003⁷ devrait faire évoluer la notion d'appel public à l'épargne dans un sens plus libéral et élargir la notion de placement privé, en particulier en excluant du champ de l'appel public les offres sans cotations inférieures à 2 500 000 euros sur une période de douze mois⁸, ce que le « *Projet de loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* » présenté par le ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, adopté en Conseil des ministres le 13 avril 2005, entend introduire en droit français⁹.

AMF – Commission des sanctions – Président ayant notifié les griefs et participé à la décision – Défaut d'impartialité (non).

CE 4 février 2005, n° 269001, Soc. GSD Gestions et Gautier.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 1072.

Ne porte pas atteinte au principe d'impartialité le fait par le président de la Commission des sanctions qui a participé à la décision d'avoir précédemment notifié les griefs en qualité de président du Conseil de discipline de la gestion financière, dès lors qu'à cette occasion il n'a pas présenté les faits comme établis ni pris partie sur leur qualification.

On sait que la loi du 1^{er} août 2003 a transféré au Conseil d'État une partie des attributions précédemment dévolues à la Cour de cassation en matière de contentieux des sanctions administratives. S'il ne s'agit là, juridiquement, que d'un retour au bloc de compétence originel de la Haute juridiction administrative, on a pu regretter les conséquences de cette dévolution¹⁰. Reste maintenant à examiner si ce changement de compétence

⁵ Voir F.-G. Trébulle, note sous l'arrêt de la cour d'appel, précitée.

⁶ Bulletin COB, novembre 1969. Voir, postérieurement, le Règlement n° 88-04, puis l'art. 4 du Règlement n° 92-02.

⁷ Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières en vue de l'admission de valeurs mobilières

à la négociation : JOCE, 31 décembre 2003, L.345/64 (précisé par le Règlement 809/2004 du 29 avril 2004 : JOCE, 30 avril 2004, L.149/1).

⁸ Th. Bonneau et F. Drumond, *Droit des marchés financiers*, Economica, 2^e éd., 2005, n° 439, p. 397.

⁹ Voir le dossier de Presse figurant sur le site web du ministère.

¹⁰ J.-J. Daigre, *Recours contre les décisions de la future Autorité des mar-*

va s'accompagner d'une évolution de la jurisprudence, tant au fond qu'en matière procédurale. L'espèce commentée était la première à être examinée par le conseil d'État depuis la loi du 1^{er} août 2003^{10 bis}. Au cas présent, il était demandé à la Haute juridiction de statuer à nouveau sur l'application et la portée du principe d'impartialité de la Convention européenne des droits de l'homme à la procédure de sanction devant l'autorité de régulation des marchés financiers.

Rappelons brièvement les faits. Après avoir fait l'objet d'un contrôle par la Cob, une société de gestion se voit notifier l'ouverture d'une procédure de sanction disciplinaire par le Conseil de discipline de la gestion financière. L'examen de cette procédure intervient cependant pendant l'examen de la Loi sécurité financière. On sait que l'article 49-III de cette loi prévoit que l'AMF succède à l'État dans ses droits et obligations, notamment au titre des activités du Conseil de discipline, et ce à compter de la première réunion de son collègue. Le IV de l'article prévoit même de façon expresse que les procédures de sanction ouvertes devant le Conseil de discipline sont transférées de plein droit devant la Commission des sanctions de l'AMF.

Il est acquis que les autorités et organismes successifs chargés de sanctionner les manquements aux obligations imposées par le droit des marchés financiers doivent être assimilés à un « tribunal décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale » au sens de l'art. 6, § 1 de la Convention EDH¹¹. Pour autant, ces autorités et organismes n'étant pas des juridictions au sens institutionnel interne et leurs décisions étant soumises à un recours devant une vraie juridiction dont la composition et la procédure présentent toutes les garanties exigées par la Convention ne sont pas soumis à tous les principes processuels du droit européen, s'agissant par exemple de la publicité de l'audience¹² ou du dépassement du délai raisonnable¹³. La question consistait donc à s'interroger sur l'application de la CEDH à la Commission des sanctions de l'AMF, le Conseil d'État s'étant déjà prononcé dans le passé par l'affirmative concernant le CMF¹⁴ et le Conseil de discipline de la gestion financière¹⁵. On sait que selon la jurisprudence du Conseil d'État, l'inclusion d'une procédure dans le champ d'application de la convention EDH dépend de la combinaison d'un critère matériel (l'autorité décide-t-elle du bien-fondé d'accusation en matière pénale au sens de la jurisprudence de Strasbourg ?) et d'un critère organique (nature et composition de l'organisme en cause). Dès lors, selon les termes du commissaire du gouvernement, il n'existait « guère de doute pour admettre, dans la ligne d'une jurisprudence désormais bien établie, qu'eu égard à sa nature, sa composition et ses attributions, [la] Commission des sanctions doit être regardée comme un tribunal au sens de l'article 6, § 1 de la Convention EDH »¹⁶. C'est ce que confirme le Conseil d'État : « Considérant que,

quand elle est saisie d'agissements pouvant donner aux sanctions prévues à l'art. L.621-15 du Code monétaire et financier, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ; que, compte tenu du fait que sa décision peut faire l'objet d'un recours de pleine juridiction devant le Conseil d'État, la circonstance que la procédure suivie devant elle ne serait pas en tous points conforme aux prescriptions de l'art. 6, §1, de la Convention européenne n'est pas de nature à entraîner dans tous les cas une méconnaissance du droit à un procès équitable ».

Il semble qu'il en aille également ainsi, selon le Conseil d'État, du principe du secret du délibéré. Dans la présente affaire, la Haute juridiction décide en effet que le moyen tiré de la présence du secrétaire de séance au délibéré est inopérant au regard de ce principe, la Commission des sanctions de l'AMF n'étant pas une juridiction au regard du droit interne.

Il en va cependant différemment du principe fondamental d'impartialité, qui doit être respecté par toute juridiction au sens fonctionnel donné à cette expression par la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme, ce que rappelle la Haute juridiction dans la présente affaire : « que, cependant – et alors même qu'ainsi qu'il a été dit ci-dessus, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers n'est pas une juridiction au regard du droit interne –, le moyen tiré de ce qu'elle aurait statué dans des conditions qui ne respecteraient pas le principe d'impartialité à l'art. 6, §1, de la Convention européenne peut, eu égard à la nature, à la composition et aux attributions de cet organisme, être utilement invoqué à l'appui d'un recours formé devant le Conseil d'État à l'encontre de sa décision ». En l'espèce, le président de la section de la Commission des sanctions qui a pris la décision attaquée avait antérieurement, en tant que président du Conseil de discipline de la gestion financière, notifié aux intéressés les griefs retenus à leur encontre. Le Conseil d'État estime que le principe d'impartialité est ici en cause mais que, pour autant, celui-ci n'a pas été malmené. Il constate en effet que l'auteur de la notification n'a « ni présenté comme établi les faits dont il faisait état ni pris partie sur leur qualification d'infractions à différentes dispositions législatives ou réglementaires ». La Haute juridiction paraît donc en déduire que n'ayant pas pris partie, ni directement ni indirectement, au stade du lancement des poursuites, le président de la Commission des sanctions avait conservé son libre arbitre lors du délibéré. C'est du moins ce que l'on peut induire implicitement de la décision, sur ce point conforme à la jurisprudence¹⁷. L'ex-COB pourrait être marrié de cette décision, elle qui, à la suite de l'arrêt KPMG en 2000¹⁸, avait modifié son décret de procédure pour séparer en particulier les fonc-

chés financiers : compétence administrative ou judiciaire?, RD Bancaire et financier, 2003, p. 197 ; H. de Vauplane, *L'Autorité des marchés financiers*, in *Loi sur la sécurité financière*, ouv. coll. Banque éd. 2004, p. 15 et spéc. p. 61.

^{10 bis} Voir *Conclusions du commissaire du Gouvernement*, Petites Affiches n° 82, 26 avril 2005, p. 5.

¹¹ COB : Cass. com. 5 février 1999 : RJDA 3/99, n° 299. CDGF : CE 31 mars 2004, n° 243579, Soc. Etna Finance et Parent. CMF : CE 3 décembre 1999 : RJDA 3/00, n° 282, 22 novembre 2000 : RJDA 3/01, n° 311. Voir F.L. Simon, *Le juge et les autorités du marché boursier*, Bib. dr. privé, T.427, 2005.

¹² CE 10 mai 2004, n° 241587, Crédit du Nord.

¹³ CE 10 mai 2004, n° 247130, Etna Finance et Brat.

¹⁴ CE, Ass., 3 décembre 1999, Didier, Lebon, p. 399

¹⁵ CE, 31 mars 2004, Etna Finance, à paraître au Lebon.

¹⁶ Conclusion de M. Guyomar, commissaire du gouvernement, Petites Affiches, 26 avril 2005, p. 5.

¹⁷ CE, 3 décembre 1999, aff. Didier : JCP éd. G, 2000, II, 10267, note F. Sudre ; Banque & Droit, janvier-février 2000, p. 53, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

¹⁸ CA Paris, 7 mars 2000, préc.

tions de poursuite et de jugement, ce que le décret du 21 novembre 2003 relatif à l'AMF reprend à son compte (art. 18), mais ce que la Haute juridiction n'estime pas nécessaire dans l'espèce, du moins implicitement, puisqu'elle ne fait pas grief au président de la section de la Commission des sanctions qui a jugé l'affaire d'avoir été à l'origine de la notification lorsqu'il était président du Conseil de discipline de la gestion financière. Il suffit, selon le Conseil d'État, que la notification des griefs ait été faite sur un ton qui ne manifestait pas une prise de position quant aux faits et à leur qualification, ce qui est conforme à la jurisprudence de cette juridiction¹⁹ Relevons enfin que la Haute juridiction administrative réforme partiellement la sanction prononcée à l'encontre du dirigeant de la société de gestion, ramenant la sanction pécuniaire de 50 000 à 25 000 euros au motif d'une erreur de droit dans la motivation de la décision de la COB, ce qui permettra, selon le Commissaire du gouvernement d'attirer « l'attention de ce nouvel organisme sur la nécessité de manier les textes applicables dans le strict respect du principe de légalité des délits ».

Agrément – Programme d'activité – Honorabilité des dirigeants – Conditions d'appréciation – Nécessité d'une condamnation pénale ou d'une sanction pécuniaire (non).

C.E., 16 février 2005, *Sté Global Financial Services*,
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*,
Litec, 3^e éd., 2001, n° 196.

En quoi consiste l'honorabilité d'un dirigeant d'une entreprise d'investissement ? La question peut paraître d'ordre plus sociologique que juridique, mais l'on sait qu'en matière bancaire et boursière elle constitue une condition de recevabilité des demandes d'agrément des programmes d'activités des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. L'on rappellera que le Conseil d'État est compétent pour exercer un contrôle sur les agréments²⁰ comme sur les retraits²¹. Etymologiquement, l'honorabilité c'est la qualité d'une personne honorable. L'honorabilité renvoie à l'honneur, même si depuis la Renaissance, le sens du mot a pu évoluer dans le sens de respectable.

Les contentieux judiciaires étant rares en la matière, on ne manquera pas de relever une décision récente du Conseil d'État précisant ce qu'il faut entendre par honorabilité²². On sait que tant pour les entreprises d'investissement que pour les établissements de crédit, un agrément peut être refusé si les dirigeants responsables pressentis ne répondent pas à certains critères spécifiques à leur fonction. Ainsi, que ce soit en matière bancaire (C. monét. fin., art. L. 511-10) ou boursière (C. monét. fin., art. L. 532-1, L. 532-2 et L. 532-4), les exigences requises pour diriger un établissement de crédit ou une entreprise d'investissement consacrent le triptyque honorabilité, expérience et compétence. Ces exigences particulières se justifient au

regard de la responsabilité particulière qu'exerce un dirigeant au regard de la clientèle, des déposants, des créanciers et de l'ensemble du système bancaire²³. Un questionnaire spécifique permet au régulateur d'apprécier l'honorabilité et l'expérience de la personne concernée. Ces obligations s'ajoutent à celles imposées par les règles de droit commun applicables aux dirigeants d'entreprises. Une telle nécessité a été reconnue en matière bancaire par la première Directive bancaire n° 77/780/CEE. En outre, des dispositions particulières prévoient d'autres responsabilités aux dirigeants, notamment en matière d'information comptable et financière, de contrôle interne, de fixation de limites aux risques de marché, de lutte contre le blanchiment des capitaux, de déontologie. Les dirigeants peuvent être tenus responsables des infractions aux dispositions législatives et réglementaires applicables aux établissements de crédit, et dans une certaine mesure aux entreprises d'investissement, et sont passibles, à ce titre, de sanctions disciplinaires infligées par la Commission bancaire ou l'Autorité des marchés financiers. On sait que depuis la loi NRE du 15 mai 2001 le CECEI a décidé de la mise en place d'une base de donnée dénommée Fidec de traitement automatisé d'informations nominatives destiné à centraliser des informations susceptibles de contribuer à l'appréciation de l'expérience, de la compétence et de l'honorabilité des dirigeants et actionnaires personnes physiques des établissements de crédit et entreprises d'investissement. La réforme de l'organisation des autorités financières opérée par la loi LSF du 1^{er} août 2003 confie désormais au CECEI la mission de s'assurer de l'honorabilité, de la compétence et de l'expérience des dirigeants responsables des prestataires de services d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille.

L'espèce commentée, pour sa part, se situait avant la création de l'AMF : la société Global Financial Services avait sollicité, d'une part, l'agrément du CECEI et d'autre part, l'approbation de son programme d'activité par le CMF. Toutefois, le Conseil avait estimé que l'honorabilité de l'un des dirigeants était incertaine et avait refusé son approbation. Pour fonder sa décision, le Conseil se fondait sur la possible implication antérieure de l'un des dirigeants dans des opérations douteuses effectuées par une société où il avait exercé des fonctions de direction. Devant le refus d'approbation du programme d'activité, le CECEI refusé à son tour l'agrément, ce qui correspond à la jurisprudence du Conseil d'État²⁴. La question portait donc sur les conditions d'appréciation du CMF dans l'examen de l'honorabilité. Une lecture stricte des textes laisserait à penser que le CMF dispose d'une faible marge d'appréciation lorsqu'il habilite un prestataire. En pratique, le Conseil dispose d'un pouvoir d'appréciation étendu²⁵. Ainsi, l'absence de condamnation pénale ne saurait suffire à qualifier une personne d'honorable, ce qui se justifie par le besoin, pour le régulateur, d'apprécier les comportements de façon subjective sur ce critère. Le Conseil d'État estime en conséquence avec raison que « si le Conseil des

19 CE, 3 décembre 1999.

20 CE., 4 janvier 1995, Bonnet : Lebon, p. 671.

21 CE., 23 mai 1997, Sté Amérique Europe Asie, Lebon, p. 196.

22 Cf. les conclusions du commissaire du gouvernement Y. Aguila dans Bull. Joly bourse 2005, § 35, p. 125.

23 Rapport Commission Bancaire, 2003, p. 110.

24 CE, 28 juill. 2000, *Jessua c/ CMF*: Lebon, p. 327 ; Bull. Joly Bourse 2000, § 6, p. 52, note J.-P. Delville

25 Cf. Rapport CMF 1997, p. 81 et 82. Pour un exemple de vérification du critère d'honorabilité, cf. CE, 28 juill. 2000, *Jessua c/ CMF*: Bull. Joly Bourse 2000, § 6, p. 52, note J.-P. Delville.

26 Cass. Ass. Plén. 4 mars 2005, AXA Bank, JCP E, 2005, 690, note

marchés financiers, lorsqu'il vérifie que la condition tenant à l'honorabilité des dirigeants de la société qui présente son programme d'activité est remplie, peut prendre en compte l'existence ou l'absence d'une condamnation pénale ou d'une sanction disciplinaire, il n'est pas lié par ces éléments». Restait alors à la Haute juridiction administrative à se prononcer sur le moyen tiré de l'erreur d'appréciation. Dans quelle mesure le principe pénal selon lequel « le doute profite à l'accusé » doit être appliqué en la matière ? Le juge administratif écarte l'application de ce principe en considérant « qu'il ne ressort pas des pièces du dossier que le Conseil des marchés financiers ait entaché sa décision d'erreur d'appréciation en estimant qu'il ne disposait pas de toutes les assurances nécessaires quant à l'honorabilité et la compétence de l'intéressé ». C'est donc une appréciation objective des faits qui permet au juge de ne pas voir au cas d'espèce une erreur d'appréciation, même si, selon les propos du commissaire du gouvernement, une telle solution devait être retenue compte tenu « des objectifs de sécurité financière et de protection des marchés » dévolue au régulateur lors de l'examen du dossier de programme d'activités.

PSI – Approbation du programme d'activité – Défaut d'agrément – Faute délictuelle – Responsabilité.

CA Paris, 1^{re} A, 19 octobre 2004.

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 295 et s.

Engage sa responsabilité délictuelle le prestataire de services d'investissement qui a exercé son activité sans agrément. Ne justifie pas d'un préjudice le client qui ne démontre pas que ce prestataire a exercé une gestion de fait ni manqué à son obligation d'information et de conseil.

Cette décision paraît donner une solution à l'impossibilité de sanctionner par la nullité la violation du monopole bancaire, selon la solution posée par l'arrêt de l'Assemblée plénière de la Cour de cassation du 4 mars 2005²⁵, solution qui doit être étendue à la violation du monopole des prestataires de services d'investissement²⁷. En l'espèce, un client avait remis des ordres à un courtier en ligne qui s'était chargé de leur transmission à un négociateur, mais le courtier, s'il avait reçu du CMF l'approbation de son programme d'activité, n'avait pas encore obtenu l'agrément du CECEI, pourtant nécessaire à l'exercice régulier de l'activité de réception-transmission d'ordres depuis la loi du 2 juillet 1996²⁸. Le client, qui avait fait de mauvaises affaires, a tenté de s'en faire indemniser par le prestataire en engageant sa responsabilité civile pour défaut d'agrément. Aussi lui fallait-il démontrer une faute et un préjudice en lien direct avec celle-ci.

La caractérisation de la faute ne faisait pas difficulté en l'espèce car elle résultait du défaut d'agrément. Qu'il ait reçu l'approbation de son programme d'activité par le CMF ne suffisait pas, seul l'agrément du CECEI lui donnant le

droit d'exercer régulièrement son activité. Le point notable est relatif à la nature de la faute invoquée par le client : l'arrêt estime qu'en ayant irrégulièrement fourni un service d'investissement le prestataire a engagé sa responsabilité « sur le fondement de l'art. 1382 du Code civil ». Voilà qui fait naître une difficulté d'interprétation, selon ce qu'a montré notre collègue Thierry Bonneau dans son commentaire : puisque, selon la cour, il ne s'agit pas d'une faute contractuelle, de quelle faute délictuelle peut-il s'agir : doit-on « considérer que le défaut d'agrément caractérise une faute extérieure au mandat de transmission d'ordres ou une faute située en amont et donc une faute précontractuelle ? », ou « que le mandat de transmission des ordres est nul ? »²⁹. La réponse n'est pas donnée par l'arrêt, qui se limite à écarter expressément deux griefs complémentaires, l'un tiré de la gestion de fait, dont il estime que la preuve n'est pas rapportée, l'autre d'un manquement à l'obligation d'information et de conseil, dont il estime que la cliente ne pouvait s'en prévaloir en raison de son expérience des opérations boursières. Au surplus, l'Assemblée plénière de la Cour de cassation a depuis lors écarté la possibilité d'invoquer la nullité³⁰. Dès lors, si l'on se place à aujourd'hui, seule la responsabilité civile peut être invoquée.

Mais quel est le préjudice qui découle de l'exercice irrégulier de l'activité de prestataire de services d'investissement ? La faute résultant de l'exercice d'une activité réglementée sans autorisation n'est pas en soi productive d'un préjudice financier pour les personnes entrées en relations d'affaires avec le professionnel, seule une faute dans l'exercice de l'activité pouvant avoir cet effet. En l'espèce, à partir du moment où le prestataire avait correctement transmis les ordres qui lui avaient été remis et n'avait pas manqué à son obligation d'information et de conseil, il n'avait pas commis de faute dans l'exercice de son activité, quand bien même celle-ci avait-elle été exercée irrégulièrement. Le seul chef de préjudice envisageable était donc semble-t-il de nature morale. Se pose alors la question de la compatibilité de cette décision avec celle rendue par la Chambre criminelle de la Cour de cassation le 5 mars 1998³¹. La Haute juridiction y estime que le délit de gestion de portefeuille sans agrément porte atteinte à l'intérêt général, mais « peut également causer à des particuliers un préjudice direct et personnel de nature à servir de fondement à l'action civile devant la juridiction répressive ». Est-ce que le présent arrêt est dans le prolongement de celui-là ? Il nous semble que oui car la décision de la Chambre criminelle de 1998, tout en admettant que la violation du monopole de la gestion de portefeuille peut causer un préjudice direct et personnel au client, se fonde moins en fait sur un préjudice résultant directement du défaut d'agrément mais, comme dans le présent arrêt, sur les fautes de gestion commises par le gérant, qui n'avait pas respecté les limites de son mandat et même détourné des sommes par préposé interposé. Les préjudices ainsi retenus résultent donc plus de fautes liées à l'exercice de l'activité qu'au défaut d'agrément lui-même. Pourquoi la chambre criminelle accepte-t-elle néanmoins l'action civile du client à l'occasion du délit

critique Th. Bonneau.

27 Th. Bonneau, note précitée. Adde : Th. Bonneau et F. Drumond, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, 2005, n° 341.

28 Art. 11 de la loi du 2 juillet 1996 ; aujourd'hui art. L.532-1 C.mon.fi.

29 Bull. Joly Bourse, mars-avril 2005, p. 167, n° 6.

30 Cass. Ass. Plén. 4 mars 2005, AXA Bank, préc.

31 Cass. crim. 5 mars 1998 : Rev. sociétés 2/1998, p. 413, note B. Bouloc.

32 B. Bouloc, note précitée.

d'exercice illégal de la gestion de portefeuille ? La réponse est donnée par notre collègue Bernard Bouloc, dans son commentaire de l'arrêt³² : la question n'était pas de caractériser concrètement la nature du préjudice subi, mais de trancher la question de principe de savoir si une telle infraction ne portait atteinte qu'à l'intérêt général ou pouvait également porter atteinte aux intérêts particuliers des clients.

Sanction AMF – Doute sérieux quant à la légalité d'une décision de sanction – Référé suspension en matière administrative – Conditions d'urgence justifiant une suspension de la sanction disciplinaire (non).

Conseil d'État, référé, 11 février 2005, n° 276376, Barre ;
Conseil d'État, référé, 12 mai 2005, n° 279011, Zerbib.

Le Code de justice administrative prévoit que, quand une décision administrative, même de rejet, fait l'objet d'une requête en annulation, le juge des référés peut ordonner la suspension de l'exécution de cette décision lorsque l'urgence le justifie et qu'il est fait état d'un moyen propre à créer, en l'état de l'instruction, un doute sérieux quant à la légalité de la décision. Tel est le cas :

- lorsque la sanction pécuniaire infligée au requérant ne résulte pas d'un texte légalement appliqué (première espèce) ;
- lorsque l'appréciation d'une pièce du dossier a procédé d'une dénaturation (seconde espèce) ;
- lorsque l'un des griefs retenus par la décision n'avait pas été mentionné par la notification (seconde espèce).

Le Conseil d'État fait usage, dans les deux espèces commentées, de son pouvoir de suspendre en référé une décision administrative dont il estime qu'il y a un doute sérieux quant à sa légalité, dès lors qu'il y a urgence. Là n'est pas l'intérêt ni l'originalité de ces décisions, qui résident en revanche dans leur application aux décisions prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF et aux circonstances prises en compte par la Haute juridiction pour décider une suspension. L'art. L.521-1 du Code de justice administrative dispose que « *quand une décision administrative, même de rejet, fait l'objet d'une requête en annulation ou en réformation, le juge du référé, saisi d'une demande en ce sens, peut ordonner la suspension de l'exécution de cette décision ou de certains de ses effets, lorsque l'urgence le justifie et qu'il est fait état d'un moyen propre à créer, en l'état de l'instruction, un doute sérieux quant à la légalité de la décision* ». L'essentiel réside donc dans la notion de « *doute sérieux quant à la légalité de la décision* ». C'est dire si la suspension n'est prononcée que si le moyen invoqué est manifestement fondé³³.

Dans la première espèce³⁴, le requérant avait été condamné à une sanction pécuniaire substantielle, la Commission des sanctions ayant tenu compte des profits réalisés par la société l'employant. Le Conseil d'État estime

qu'en statuant ainsi, la décision n'a pas tenu compte du seul profit personnellement retiré par l'intéressé, ce qui faisait naître un doute sérieux sur sa légalité. L'arrêt remarque que le texte appliqué (L.622-17 C. mon. fi.) prévoyait que le montant maximum de la sanction était un multiple du montant des profits réalisés. La Commission des sanctions de l'AMF en avait déduit que les « *profits réalisés* » étaient ceux qui résultaient du manquement réprimé, quel que soit leur bénéficiaire, et qu'elle pouvait donc tenir compte des profits acquis par la société employant la personne poursuivie, ce qui l'avait conduite à lui infliger une sanction de 800 000 euros. Le Conseil d'État estime que les dispositions légales ne pouvaient « *être interprétées comme permettant de prendre en compte des profits qui ne pourraient pas être appréhendés à un titre ou à un autre par la personne sanctionnée* », ce qui revient à appliquer aux sanctions administratives et disciplinaires le principe pénaliste de la légalité des peines. Il constate par ailleurs que la décision de sanction ne détermine pas le profit personnellement retiré par l'intéressé et, par conséquent, estime que la légalité de la décision est atteinte d'un doute sérieux. Bien qu'il s'agisse d'une simple décision de référé, elle n'en comporte pas moins une solution de fond : les profits réalisés dont il peut être tenu compte pour déterminer le montant de la condamnation pécuniaire s'entendent de ceux personnellement réalisés par la personne poursuivie. Voici qui va sans doute un peu plus inciter l'AMF à demander au législateur d'augmenter les maxima des sanctions qu'elle peut prononcer, mais qui devrait inciter celui-ci à demeurer prudent.

Dans la seconde espèce, le Conseil d'État prononce la suspension pour deux motifs, dont il semble bien que chacun d'eux ait été déterminant. Le premier est relatif à une question de motivation : la Haute juridiction remarque que le requérant, pour contester un élément de fait, avait invoqué une pièce figurant au dossier, mais qu'aucune référence n'y a été faite par la décision. Il y voit une dénaturation des pièces du dossier propre à créer un doute sérieux quant à la légalité de la sanction. Un nouvel enseignement peut donc en être déduit : la Commission des sanctions doit veiller, comme tout juge, à répondre aux arguments pertinents des parties, même de fait et de preuve ; voilà qui pourrait donner du « grain à moudre » aux avocats et contraindre l'AMF à une motivation plus explicite de ses décisions. Le second motif est tout aussi notable : le Conseil d'État remarque que l'un des griefs retenus n'avait pas été mentionné dans la notification préalable et y voit une atteinte aux droits de la défense. Il faut y voir une sorte de transposition du principe de la saisine *in rem* de la procédure pénale, selon lequel le juge d'instruction ne peut étendre sa mission à d'autres faits délictueux que ceux dont il a été saisi que si cela lui est complémentaiement demandé par le Parquet³⁵. Là encore, le motif est d'importance et devra conduire la Haute juridiction à plus de circonspection dans ses décisions. Ajoutons que dans cette seconde affaire le Conseil d'État condamne l'AMF à la somme de 1 500 euros au titre des frais irrépétibles.

³³ Notons que dans une précédente affaire, le Conseil d'État, s'agissant du retrait d'agrément d'une société de gestion de portefeuille, avait rejeté la demande de suspension de la décision pour absence de moyen de nature à créer un doute sérieux quant à la légalité de la décision : CE, Ethys, 26 juin 2003, cité par Y. Aguila, conclusions du commissaire du

gouvernement dans la décision du 17 novembre 2004 : Bull. Joly Bourse 2005, § 6, p. 57.

³⁴ Voir Bull. Joly Bourse, mars-avril 2005, p. 143, note N. Dimitrijevic et G. Dolidon.

³⁵ B. Bouloc et H. Matzopoulou, *Droit pénal général et procédure*

Tenue de compte conservation – Opération sur titres – Obligation d’information – Responsabilité (non).

Cass., com. 14 décembre 2004, CRCA Toulouse/Monasson.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*,
Litec, 3^e éd., 2001.

Le banquier teneur de compte de titres n’est pas tenu,
en l’absence d’opérations spéculatives, à une obligation
de mise en garde envers son client.

Si l’on distingue souvent l’obligation d’information qui pèse sur le prestataire agissant au titre d’un mandat de transmission d’ordre ou de gestion, de la situation du teneur de compte qui agit au titre d’un simple contrat de conservation (ou de dépôt), c’est oublier sans doute un peu vite que l’obligation d’information de l’intermédiaire financier est indépendante des relations contractuelles liant le client à son banquier, celles-ci s’appliquant « *quelles que soient les relations contractuelles entre un client et sa banque* »³⁶. La responsabilité de l’intermédiaire teneur de compte n’est donc pas, dans son principe, différente de celle de l’intermédiaire agissant au titre d’un mandat (de gestion ou de transmission d’ordre). S’agissant de la responsabilité de l’intermédiaire dépositaire, la jurisprudence (peu nombreuse) considère qu’il appartient à l’établissement conservateur d’informer son client de l’existence d’une opération sur titres se rapportant à des instruments financiers conservés par ses soins sur le compte de son client afin de permettre à ce dernier d’effectuer son choix³⁷. Il a de même été considéré que manquait à ses obligations et à son devoir de non-ingérence l’intermédiaire qui ne rendait compte que tardivement à son client de son intervention aux lieux et places de ce dernier, sans que la gestion d’affaires ne puisse être invoquée pour justifier les interventions du teneur de compte en cas de silence de son client³⁸. Il existait, toutefois, une différence importante jusqu’au présent arrêt quant à l’appréciation de la portée de la responsabilité de l’intermédiaire financier. Dans un arrêt célèbre, la Cour de cassation avait posé le principe que « *si la banque, simple dépositaire de titres, assume en vertu des usages les obligations accessoires au contrat, inhérentes à la détention de ces titres, aux droits qui y sont attachés et à leur restitution, ni ces usages, ni l’équité, ni la loi ne l’obligent en outre à informer le déposant d’un événement affectant la vie de la société émettrice des titres* »³⁹. On en concluait en général à une responsabilité plus limitée du dépositaire de titres par rapport au mandataire, au motif qu’il ne pèse pas d’obligation générale d’information sur le dépositaire. C’est oublier que la responsabilité de l’intermédiaire financier n’est pas appréciée en fonction de la nature contractuelle de ses relations avec son client, mais qu’il pèse sur lui une telle obligation quelles que soient les relations contractuelles avec son client. Dans l’espèce commentée, un client d’une banque avait acheté des actions de la société

East Rand Mines sur un « coup de bourse » pour la quasi-intégralité de ses avoirs, opération qui se révéla catastrophique, les titres ayant par la suite perdu toute leur valeur. Il assigne alors sa banque en responsabilité en faisant valoir qu’elle aurait manqué à ses obligations d’information et de conseil. La cour d’appel condamne la banque à des dommages-intérêts pour manquement à son devoir d’information. La Haute juridiction casse l’arrêt pour renvoi selon un attendu qui retient toute l’attention : « *le banquier teneur de compte de titres n’est pas tenu, en l’absence d’opérations spéculatives, à une obligation de mise en garde* ». A contrario, il pèse sur le teneur de compte, comme sur le banquier mandataire, une obligation d’information dès lors que l’opération est de nature spéculative. C’est pour ne pas avoir examiné si l’opération ressortait de cette catégorie que l’arrêt est cassé puis renvoyé. Cette décision pourrait modifier assez profondément les pratiques des établissements teneurs de comptes qui s’estiment n’être redevables d’aucune information, ou presque, à l’égard de leurs clients. Reste à savoir si la notion d’« *opérations spéculatives* » au sens de la présente décision correspond à celle de l’arrêt Buon précité qui préfère utiliser l’expression « *opérations spéculatives sur les marchés à terme* ». La différence de rédaction n’est pas neutre dans la mesure où les marchés actions tout comme le SRD sont des marchés au comptant et non des marchés à terme. Autrement dit, ce ne serait plus tant la nature du marché (à terme ou au comptant) qui déterminerait le caractère spéculatif (critère purement objectif) que l’opération elle-même (critère subjectif), laquelle devrait être examinée au regard de l’intention du donneur d’ordre, en tenant compte notamment de sa situation patrimoniale. Si tel était le cas, cette jurisprudence pourrait conduire les établissements simples teneurs de compte à mettre en place des procédures permettant de détecter, en fonction de la situation de leur client, si l’opération passée au titre d’un mandat de transmission d’ordre ou au titre d’un simple contrat de dépôt s’assimile à une opération spéculative. Reste que si une telle obligation n’est pas (trop) compliquée à mettre en œuvre par le mandataire, tel n’est pas le cas lorsque l’intermédiaire n’agit que comme seul teneur de compte et que l’ordre de bourse est passé auprès d’un autre mandataire. Comment le banquier dont la mission se limite à effectuer de la tenue de compte, c’est-à-dire à passer des écritures en compte postérieurement à l’exécution des ordres de bourse, peut-il avertir son client des risques qui pèsent sur lui lors d’une opération spéculative ? Une telle situation, qui tend aujourd’hui à se généraliser, souligne les limites de la jurisprudence Buon, laquelle a été rendue à une époque où le métier d’intermédiaire financier était unifié, sans qu’il n’existât une segmentation des activités entre la réception d’ordre, l’exécution de l’ordre, la compensation et la tenue de compte. En attendant la prise en compte de cette réalité, le banquier devra porter la plus grande attention à la tenue des comptes de sa clientèle.

pénale, Sirey, 15^e éd., n° 628, p. 301.

³⁶ Cass. com., 5 sept. 1991 : Bull. civ. IV, n° 327 ; RJDA 1/92, n° 68 ; RTD com. 1992, 436 ; Bull. Joly Bourse 1993, p. 292, note F. Peltier ; Cass. com., 23 février 1993, Bull. civ. IV, n° 68 ; Cass. com., 2 sept. 1994 : Bull. Joly Bourse 1995, § 55, p. 310, note J.-J. Essombe-Moussio ; Cass. com., 9 avr. 1996 : Banque & Droit, n° 48, juill.-août 1996, p. 33, note H. de Vauplane et sur renvoi : Paris, 13 mai 1997 : Banque & Droit, n° 54, juill.-août 1997, p. 32, note H. de Vauplane ; Cass. com. 27 janvier 1998, Bull. civ. IV, n° 41.

³⁷ Cass. com., 14 déc. 1965 : Banque 1966, p. 211.

³⁸ Cass. com., 12 janv. 1999 : Banque & Droit n° 65, mai-juin 1999, p. 30, note H. de Vauplane ; Bull. Joly Bourse 1999, § 61, p. 262, note S. Noémie ; B. Petit, « *Responsabilité du banquier dépositaire de titres* » : RD bancaire et bourse, mai-juin 1999, n° 73, p. 83.

³⁹ Cass. com., 9 janv. 1990 : Bull. IV, n° 2, p. 2 ; D. 1990, 173 ; JCP G 1990, IV, 91 ; JCP G 1990, II, 21459, note Stoufflet ; Banque 1990, p. 192, obs. J.-L. Rives-Lange, p. 1 ; Bull. Joly 1990, p. 267, note Jeantin ; RTD com. 1990, obs. Cabrillac et Teyssié ; Rev. sociétés 1990, p. 260, note F. Grua.

⁴⁰ Dans son avis, la BCE s’est félicitée « *de l’objectif des autorités fran-*

II Actualités réglementaires

Ordonnance 31 mars 2005 – Instruments financiers – Transfert de propriété – Inscription au compte de l'acheteur.

Ordonnance n° 2005-303 du 31 mars 2005 portant simplification des règles de transfert de propriété des instruments financiers.

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 71 et s.

La règle du transfert de la propriété d'instruments financiers à l'inscription au compte de l'acheteur est étendue à tous les instruments admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement et de livraison, et non plus seulement appliquée aux cessions de titres cotés sur un marché réglementé. La seule exception, qui fixe le transfert au règlement-livraison effectif, est désormais réservée aux instruments financiers livrés par un système prévoyant un dénouement irrévocable en continu.

La date et les conditions de l'inscription en compte de l'opération seront arrêtées par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et non plus par les règles de place.

Selon le Rapport au Président de la République qui la présente, l'ordonnance du 31 mars 2005 « vise à concrétiser une réforme importante engagée par l'industrie financière... dont l'objectif est de mettre nos systèmes de règlement et de livraison... en conformité avec les standards internationaux », ce qu'a confirmé par ailleurs la Banque centrale européenne⁴⁰, et a pour but de « définir un unique régime de transfert de propriété... en imposant que le transfert... ait lieu au moment du dénouement des opérations, c'est-à-dire en pratique trois jours après la négociation ». Cette ordonnance constitue en quelque sorte le « plérome » du droit applicable aux instruments financiers dématérialisés. C'est en effet un long processus d'évolution commencé il y a plus de dix ans qui voit aujourd'hui son aboutissement consacré avec l'harmonisation du critère applicable en matière de transfert de propriété des titres, peu important le mode de transfert et les modalités de cession : le transfert de propriété résulte de l'inscription en compte. Celle-ci constitue, en France comme à l'étranger, le vecteur incontournable de tout transfert de droits⁴¹. On se souvient qu'une loi du 31 décembre 1993 avait modifié la date du transfert de propriété des titres cédés sur un marché réglementé en la déta-

çaises de simplifier les régimes actuels de transfert de propriété des instruments financiers et souhaite que les dispositions du projet d'ordonnance puissent contribuer à la poursuite de l'intégration des mécanismes de compensation et de règlement-livraison dans l'Union européenne. Selon la BCE, l'efficacité des transferts et leur caractère définitif résultant de leur inscription en compte au sein des systèmes sont fondamentaux pour réduire l'incertitude et le risque systémique » : Avis BCE du 15 juin 2004 (CON/2004/22), n° 6.

41 L'on évoquera à cet égard les travaux de la conférence de droit privé de La Haye et ceux d'Unidroit sur ce sujet. Sur ces travaux, cf. le dernier numéro de la Revue de droit uniforme, Vers une sécurité juridique accrue pour les titres financiers détenus auprès d'un intermédiaire : vol. X, 2005-1/2.

42 Art. 47 bis ajouté à la loi du 3 janvier 1983 par celle du 31 décembre 1993.

43 Art. P. 2.1.1, alinéa 2, des règles de marché Euronext.

44 Instruction Clearnet I.3-1, art. 1^{er}.

45 Voir P. Gissinger et A. Gauvin, *Bréviaire sur le régime juridique du transfert de propriété d'instruments financiers* : RDB et de la bourse n° 75,

chant de l'échange des consentements pour l'attacher à l'inscription des titres au compte de l'acheteur chez le teneur de compte-conservateur de celui-ci⁴², et qu'une loi du 2 juillet 1998 avait ajouté que le transfert de propriété résulterait du dénouement irrévocable de l'opération lorsque, réalisée hors d'un marché réglementé, l'opération porterait sur des instruments inscrits en compte chez un intermédiaire participant à un système de règlement-livraison, enfin que les règles de place avaient depuis lors précisé que l'inscription doit intervenir « en date du jour de l'exécution de l'ordre »⁴³ et que le dénouement doit normalement avoir lieu « le troisième jour de compensation suivant le jour de la transaction »⁴⁴. Puis, l'ordonnance du 24 juin 2004, portant réforme du régime des valeurs mobilières, a unifié le régime des transferts de propriété des valeurs mobilières en étendant aux cessions de titres « non cotés »⁴⁵ la règle de principe édictée depuis 1993⁴⁷. L'ordonnance du 31 mars 2005 modifie, non le périmètre général des règles figurant au Code monétaire et financier par rapport à celles du Code de commerce, mais le domaine propre à chacune des deux règles de l'art. L.431-2 C. mon. fi., la règle de principe qui attache le transfert de propriété à l'inscription au compte de l'acheteur et la règle d'exception qui le lie au dénouement irrévocable⁴⁸. Elle modifie également la source des règles d'application déterminant cette date dans les deux cas, l'ancien art. L.431-2 renvoyant aux « Règles de place », le nouvel article issu de l'ordonnance renvoyant exclusivement au « Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ».

En premier, si le 1^{er} alinéa de l'art. L.431-2 du Code monétaire et financier décidait que le transfert de la propriété d'instruments financiers résultait de leur inscription au compte de l'acheteur lorsque leur cession intervenait sur un marché réglementé, l'art. 1^{er} de l'ordonnance modifie ce texte, qui dispose dorénavant que cette règle est applicable au « transfert de propriété d'instruments financiers... admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement-livraison ». La différence entre les deux ne réside pas dans la règle, qui demeure la même (transfert de propriété à l'inscription), mais dans son domaine. Elle s'appliquait hier uniquement aux cessions de titres sur un marché réglementé et s'applique désormais, d'une part aux cessions sur un MTF comme à celles sur un marché réglementé, d'autre part aux cessions de gré à gré, donc en particulier par internalisation, comme aux cessions sur un marché organisé (marché

septembre-octobre 1999, p. 132. Ph. Goutay, *Le transfert de la propriété des instruments financiers négociés hors d'un marché réglementé*, Mélanges AEDBF-France II, Banque éditeur, p. 217.

46 Voir le 9^e alinéa ajouté à l'art. L.228-1 du Code de commerce par l'art. 24 de l'ordonnance du 24 juin 2004.

47 Pour un commentaire critique de cette nouvelle règle, cf. D. Ohl, *Aspects de la réforme du droit des valeurs mobilières* : Bull. Joly bourse 2004, § 149, p. 689 ; F. Nizard, *Le transfert de propriété des valeurs mobilières : une réforme inachevée* : Rev. Sociétés 2004, p. 619. Parmi les critiques à ce nouveau texte, c'est l'éventuel « glissement » d'une présomption simple à une véritable présomption irréfragable de propriété qui suscite le plus de commentaires. Pour un commentaire plus favorable, cf. Ph. Grosjean, *La réforme du régime des valeurs mobilières non cotées : assouplissement du critère d'obligation de nominativité et unification des règles de transfert de propriété* : Petites Affiches du 16 février 2005, p. 7

48 cf. H. de Vauplane, *Transfert de propriété des titres cotés : la réforme achevée... ou presque!* Banque magazine, n° 669, mai 2005, p. 87.

réglementé ou MTF), ce qui tient compte par anticipation de la directive du 21 avril 2004 sur les marchés d'instruments financiers. Aujourd'hui comme hier, le texte prévoit une exception, mais elle est désormais nettement délimitée. Là où naguère le transfert de propriété résultait du dénouement irrévocable de l'opération pour celles « réalisées hors d'un marché réglementé portant sur des instruments financiers inscrits en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement et livraison », l'ordonnance précise que cette solution ne s'applique qu'aux opérations livrées par un « système de règlement et de livraison... prévoyant un dénouement irrévocable en continu », ce qui vise les seules opérations se réalisant par le système « RGV »⁴⁹. Se trouve ainsi réglée la difficulté d'interprétation qui avait divisé les auteurs, les uns considérant que la règle du transfert de propriété au dénouement irrévocable s'appliquait à toutes les cessions hors marché de titres cotés⁵⁰, les autres estimant que la lettre du texte et les travaux parlementaires imposaient de la limiter aux seules opérations transitant par le système « RGV »⁵¹.

Il en résulte une difficulté d'articulation avec le nouvel article L.228-1 in fine du Code de commerce issu de l'ordonnance du 24 juin 2004. Celui-ci dispose toujours, l'ordonnance du 31 mars 2005 ayant omis de l'harmoniser, qu'« en cas de cession de valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché réglementé, ou de valeurs mobilières non-admises aux négociations sur un marché réglementé mais inscrites en compte chez un intermédiaire habilité participant à un système de règlement et de livraison..., le transfert de propriété s'effectue dans les conditions prévues à l'art. L.431-2 de ce code. Dans les autres cas, le transfert de propriété résulte de l'inscription des valeurs mobilières au compte de l'acheteur, dans des conditions fixées par décret en Conseil d'État ». Certes, l'ordonnance de 2004 a implicitement élargi le domaine de la règle de principe aux cessions sur un MTF ; pour autant l'art. L. 228-1 in fine C. com. n'est pas en parfaite harmonie avec le nouvel art. L.431-2 C. mon. fi. La contradiction peut se résoudre dans la mesure où l'art. L.228-1, bien que rédigé un peu diffé-

remment, renvoie expressément à l'art. L.431-2 C. mon. fi. Il faut cependant comprendre que, littéralement, le renvoi n'est fait qu'au régime du transfert de propriété, non à son domaine.

Le second changement notable apporté par l'ordonnance du 31 mars 2005 est relatif à la source des règles qui fixent la date de l'inscription ou du dénouement. Hier, le Code monétaire et financier désignait, de manière large et indistincte, les « Règles de place », aujourd'hui, il renvoie précisément au « Règlement général de l'Autorité des marchés financiers ». Plusieurs raisons à cela : la notion de règles de place était floue ; ce renvoi pouvait susciter une concurrence entre un grand nombre de normes, règlement de l'autorité de régulation, règles du marché considéré et règles du système de règlement-livraison en cause ; la désignation du Règlement général de l'AMF écarte toute distinction et choisit la règle de rang le plus haut ; enfin, le renvoi au RG de l'AMF permet d'imposer une règle uniforme. Une question se pose néanmoins : la règle à venir sera-t-elle d'ordre public ? Il serait regrettable qu'elle ne permette pas des dérogations, mais celles-ci ne pourront provenir d'une clause individuelle que pour les opérations de gré à gré et devront être prévues par le Règlement général ou, sur renvoi, par les règles de marché pour les cessions sur un marché réglementé ou un MTF.

Il reste à évoquer la solution que retiendra le RG de l'AMF. Actuellement, l'inscription doit en principe intervenir en date de la négociation⁵² et le règlement-livraison dans les trois jours⁵³. Si les propositions d'un groupe de travail animé par l'AFTI au sein de la FBF au premier semestre 2004 sont adoptées par l'AMF, l'inscription n'interviendra plus au jour de la négociation, mais au jour du règlement-livraison, soit en J+3, ce qui unifiera la solution dans la plupart des cas et harmonisera le droit français avec les pratiques étrangères dominantes. En ce cas, ainsi que l'a également proposé le groupe AFTI, le règlement général devra prendre soin de prévoir une anticipation du bénéfice des droits financiers attachés aux titres, permettant à l'acquéreur de s'en prévaloir dès la négociation. ■

49 Ph. Goutay, thèse préc. P. Gissinger et A. Gauvin, préc.

50 Ph. Goutay, Mélanges AEDBF-III, préc.

51 P. Gissinger et A. Gauvin, préc.

52 Art. P.2.1.1 des règles de marché Euronext.

53 Art. 1^{er} de l'Instruction Clearnet I.3.1.