

# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Directeur juridique  
**Calyon**



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



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



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

## I. Actualités jurisprudentielles

### OPA – Rumeurs – Déclaration d'intention – Choix binaire

AMF, *Décision et information n° 207 C0028 du 3 janvier 2007, affaire Suez.*

La déclaration d'une personne indiquant que "toutes les options restent ouvertes" place celle-ci dans le cadre de l'art. 222-23 du règlement général de l'AMF relatif à la déclaration d'intention de déposer un projet d'offre publique, ce qui l'engage à déposer un tel projet ou, à tout le moins, à publier un communiqué portant sur les caractéristiques d'un tel projet, dans un délai à préciser. À défaut de respect de cette échéance, l'AMF fera application de l'art. 222-25 du règlement général, ce qui interdira à la personne considérée de déposer un projet d'offre avant l'expiration d'un délai de six mois.

La procédure "anti-rumeur OPA" n'a pas mis longtemps à trouver sa première application et à soulever l'une des difficultés pronostiquées dès son adoption. En l'espèce, le site Internet du mensuel économique Capital avait affirmé, le 29 décembre 2006, que l'entrepreneur François Pinault était sur le point de lancer une OPA hostile de 70 milliards d'euros sur Suez, avec le feu vert de l'Élysée. La présidence de la République avait aussitôt démenti catégoriquement, mais Suez ne s'en était pas tenu là et avait immédiatement demandé à l'AMF d'exi-

ger du Groupe Pinault de déclarer ses intentions, ce que l'autorité de régulation a fait. En réponse, la société d'investissement de M. Pinault, Artémis, a publié le 2 janvier 2007 un communiqué précisant qu'"à ce jour aucune décision, concernant l'éventualité d'une offre portant sur les actions de Suez n'a été prise, et toutes les options restent ouvertes"<sup>1</sup>. Suez a réagi par un communiqué du même jour et dénoncé l'allure "vague et imprécise" de la déclaration, le fait qu'elle "ne clarifie en rien ses intentions réelles et n'éclaire pas de manière satisfaisante les marchés financiers", et a saisi une nouvelle fois l'AMF<sup>2</sup>. Le collège s'est réuni le 3 janvier 2007 et a considéré "qu'en indiquant que toutes les options restaient ouvertes et en confirmant par courrier adressé au secrétaire général de l'AMF le 3 janvier l'existence, fut-elle très préliminaire, d'un projet relatif au groupe Suez, la société Artémis s'était placée dans le cadre de l'art. 222-23 relatif à la déclaration d'intention de déposer un projet d'offre"; il a précisé qu'il fixera la date à laquelle la société Artémis devra déposer un projet ou publier un communiqué portant sur les caractéristiques d'un tel projet; et que, à défaut de respect de cette échéance, il "fera application de l'art. 222-25 du règlement général, ce qui exclura en conséquence, sauf à justifier de modifications importantes dans l'environnement, la situation ou l'actionnariat du groupe Suez, le dépôt d'un projet d'offre avant l'expiration d'un délai de six mois"<sup>3</sup>. Il s'est à nouveau réuni le 9 janvier et a fixé au 2 février à 8 heures l'expiration du délai imparti<sup>4</sup>. Artémis a finalement renoncé.

1. Le Figaro Economie du 3 janvier 2007, p. 22.

2. Communiqué de presse de Suez du 2 janvier 2007 : [www.suez.com](http://www.suez.com).

3. AMF, décision et information n° 207C0028 du 3 janvier 2007 ; voir

site AMF : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

4. AMF, décision et information n° 207C0058 du 9 janvier 2007 ; voir site AMF : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

Le Parlement avait profité des débats relatifs à l'introduction de la directive du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition pour glisser une mesure "anti-rumeur" inspirée du système anglais<sup>5</sup>. Aussi, l'art. L.433-1 du Code monétaire et financier, issu de la loi du 31 mars 2006, dispose-t-il désormais que "toute personne, dont il y a des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique, peut être tenue de déclarer ses intentions à l'Autorité des marchés financiers, dans des conditions et selon des formes fixées par le règlement général de celle-ci". En application, l'AMF a dégagé deux hypothèses<sup>6</sup> : soit les intéressés "déclarent avoir l'intention de déposer un projet d'offre" et elle fixe une date à laquelle ils doivent publier un communiqué portant sur les caractéristiques du projet, voire déposer un projet (première hypothèse, de l'art. 222-23) ; soit ils "déclarent ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre" et ils ne peuvent, pendant un délai de six mois, procéder à une offre (seconde hypothèse, de l'art. 222-25), et le règlement précise que, dans la première hypothèse, lorsque les caractéristiques du projet n'ont pas été communiquées ou lorsqu'un projet n'a pas été déposé dans le délai fixé par l'AMF, les personnes concernées "sont réputées ne pas avoir l'intention de déposer un projet d'offre" (art. 222-23) et ne peuvent, en conséquence, en déposer pendant un délai de six mois (art. 222-25). Il a donc retenu seulement deux possibilités : la personne concernée déclare avoir l'intention de déposer un projet d'offre ou déclare n'avoir pas cette intention. Dès les prémices de ce texte, la question avait été posée de savoir si une troisième possibilité n'était pas envisageable, la personne concernée déclarant n'avoir pas d'intention déterminée, ni dans un sens ni dans l'autre ; une sorte de troisième voie, en quelque sorte, celle empruntée par la société Artémis dans son communiqué du 2 janvier 2007. L'AMF ferme cette fenêtre et n'ouvre que deux portes : celle obligeant à déposer un projet dans les six mois à la suite d'une déclaration d'intention positive ; celle interdisant de déposer un tel projet pendant le même délai à la suite d'une déclaration d'intention négative ; mais, comme les déclarations peuvent être en pratique mi-chèvre, mi-choux, l'AMF se réserve visiblement le droit de les interpréter, ce qu'elle fait du communiqué d'Artémis : elle considère qu'en indiquant que toutes les options restaient ouvertes, cette société s'est placée dans le cadre de l'art. 222-23, c'est-à-dire dans la perspective du dépôt d'un projet d'offre. Au jeu du chat et de la souris, l'AMF répond par l'obligation d'un choix binaire, sans troisième voie possible entre l'intention de déposer une offre et l'intention de ne pas en déposer, et interprète la réponse de la société Artémis comme l'intention implicite de déposer une telle offre. L'autorité de régulation ne s'est pas laissée entraîner là où elle ne voulait pas aller et impose sa conception manichéenne de la déclaration. Offre ou pas offre, telle est l'alternative...

Il n'a cependant pas suffi que l'AMF interprète le communiqué d'Artémis pour en induire que cette société se plaçait implicitement dans l'hypothèse d'une intention de déposer un projet d'offre, il a encore fallu qu'elle justifie en quoi il y avait des motifs raisonnables de penser que

cette société préparait une telle offre. Elle aurait pu s'emparer de l'exemple proposé par la loi, l'existence d'un mouvement significatif sur les instruments financiers de la société cible, ce qui était le cas, le cours de Suez ayant fortement augmenté à la suite d'interventions manifestement spéculatives. Elle ne l'a pas fait et sans doute a-t-elle eu raison, car il est probable que l'évolution du cours était plus l'effet que la cause de la rumeur. Elle a préféré s'appuyer sur une information donnée par la société Artémis, de "l'existence, fût-elle très préliminaire, d'un projet relatif au groupe Suez", ce qui est mince mais néanmoins jugé suffisant par l'autorité de régulation, qui a su saisir l'aubaine qui lui était ainsi – involontairement ? – offerte.

Deux enseignements peuvent être déduits de la réaction de l'AMF dans cette affaire : l'autorité de régulation se réserve le droit d'interpréter la réponse de la personne concernée, pour la faire entrer dans l'un des deux seuls cadres prévus, l'intention de déposer un projet d'offre ou l'intention de ne pas en déposer ; elle se réserve également le pouvoir d'interpréter et de manière très compréhensive les "motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique", le simple fait d'y penser faisant, semble-t-il, tomber dans la première hypothèse.

### Information financière – Manquement – Responsabilité de la société – Imputabilité au seul dirigeant

AMF, Commission des sanctions, décision du 6 avril 2006, Société Cofidur et M. Durat. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 1054, p. 934.

Les manquements dont le dirigeant est personnellement à l'origine lui sont directement imputables. Si les renseignements fallacieux fournis au marché ont formellement été présentés par la société, celle-ci doit être dispensée de toute sanction dès lors qu'elle a été trompée par son dirigeant et se trouve elle-même gravement victime des agissements de celui-ci.

La commission des sanctions de l'AMF et la jurisprudence ont peu à peu cerné la question de l'imputabilité des manquements administratifs et la présente décision vient apporter une nouvelle pierre. La commission spécialisée de l'autorité de régulation a sanctionné (lourdement) le dirigeant qui était personnellement à l'origine des manquements, et a exonéré la société de toute peine, car cette dernière avait été victime des agissements de celui-ci et trompée par lui. Bien que le dirigeant ait fait défaut tout au long de la procédure, les faits ne soulevaient pas difficulté, d'autant qu'il les avait reconnus au cours de l'enquête ; ils relevaient de l'abus de biens sociaux : le dirigeant avait détourné des fonds et des titres pour tenter de couvrir des pertes personnelles sur les marchés à terme ; la fraude avait été cachée dans les comptes, et elle n'avait été découverte que deux ans plus tard par les commissaires aux comptes et révélée seulement à ce moment-là au conseil d'administration. Le problème fon-

5. Chronique financière et boursière, Banque & Droit n° 107, mai-juin 2006, p. 58.

6. Chronique financière et boursière, Banque & Droit n° 110, nov.-déc. 2006, p. 36.

damental résidait dans la question de l'imputabilité du manquement ; le dirigeant est seul condamné, mais si la société est dispensée de peine, elle n'en est pas moins présumée responsable.

S'agissant du dirigeant, l'autorité de régulation retient que celui-ci, à au moins trois reprises, avait détourné des espèces et des titres appartenant à la société ; il n'y avait aucun doute sur l'auteur des malversations, ni sur le fait que celles-ci avaient été intentionnelles et cachées aux organes sociaux et aux commissaires aux comptes, ni sur leur bénéficiaire. Elle constate que le dirigeant était donc personnellement à l'origine des manquements à la bonne information comptable et financière qui en étaient résultats et que ceux-ci lui étaient directement imputables. Il n'y avait par conséquent aucun doute sur la possibilité de le sanctionner personnellement. Le premier texte de la COB, le règlement n° 90-02, avait suscité une difficulté à l'époque car seules les personnes morales émettrices étaient expressément visées ; mais, la jurisprudence avait fini par admettre que même les dirigeants pouvaient être poursuivis<sup>7</sup>. Aussi, le règlement suivant, le n° 98-07, avait-il pris soin de les englober expressément. La loi du 1<sup>er</sup> août 2003, qui a créé l'Autorité des marchés financiers, lui a reconnu la même compétence *ratione personae*. Désormais, l'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier permet de poursuivre, de manière générale, "c) Toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à une opération d'initié ou s'est livrée à une manipulation de cours, à la diffusion d'une fausse information ou à tout autre manquement [...]", ce qui a permis au nouveau règlement général de reprendre à l'identique l'article 1<sup>er</sup> du précédent règlement de la COB<sup>8</sup>, et à la Commission des sanctions d'étendre son emprise aux professionnels autres que les prestataires de services d'investissement, en particulier aux commissaires aux comptes<sup>9</sup>. Si la situation est la même en droit pénal<sup>10</sup>, elle est en revanche différente en droit de la responsabilité civile, une jurisprudence critiquée<sup>11</sup>, mais cependant bien établie, n'admettant la condamnation personnelle du dirigeant qu'en présence d'une faute détachable ; il faut, pour cela, qu'il ait intentionnellement commis une faute d'une particulière gravité, incompatible avec l'exercice normal des fonctions sociales<sup>12</sup>. La responsabilité administrative obéit à ses propres canons et la poursuite d'un dirigeant devant l'AMF ne s'apparente pas à une action en responsabilité civile mais à une poursuite pénale ; dès lors, celui-ci ne peut se retrancher derrière l'écran de la société pour s'exonérer de ses propres actes<sup>13</sup>. En l'espèce, la commission des sanctions ne reprend pas ce débat, non seulement sans

doute parce qu'elle l'estime tranché, mais également parce que le dirigeant, ayant fait défaut, n'a pu le soulever ; il est vrai qu'en l'occurrence, même selon la responsabilité civile, ce dernier aurait eu quelque peine à échapper à une sanction compte tenu de la nature des fautes commises, qui résidaient dans des détournements à des fins exclusivement personnelles.

En revanche, s'agissant de l'émetteur, l'AMF le dispense de toute sanction pour la raison que le dirigeant "n'a pas hésité à user de manœuvres tendant à empêcher tant les services de gestion de la société que leurs contrôleurs de découvrir ses agissements" et que cette dernière est donc victime plus qu'auteur. Ce faisant, la commission des sanctions n'écarte pas la responsabilité administrative de la société ; elle rappelle au contraire que "les renseignements fallacieux fournis au marché au travers des comptes de la société Cofidur ont été présentés formellement par celle-ci", ce qui laisse entendre que l'émetteur est responsable de plein droit. Il est en effet impossible d'écarter la responsabilité de la société dès lors que le dirigeant a commis une faute à l'occasion de l'exercice de ses fonctions, sauf à discuter des limites de cette dernière notion (d'où, peut-être, l'intérêt du concept de faute détachable). Mais il peut arriver, comme ici, que la société soit plus victime que bénéficiaire de la décision du dirigeant. Aussi, pour tenir compte des deux, de la responsabilité de principe de l'émetteur et du fait qu'il peut néanmoins être victime du gérant, la commission des sanctions applique-t-elle la technique de la dispense de peine, comme le juge pénal. L'émetteur reste le redevable premier d'une bonne information du marché et ne peut s'exonérer de cette obligation<sup>14</sup>. S'agissant alors de la possibilité de sanctionner cumulativement l'émetteur et son dirigeant, question qui n'était pas soulevée en l'espèce, la difficulté n'en est plus une depuis que la Cour de cassation a jugé, de manière très générale, que le sujet de la réglementation boursière susceptible d'être poursuivi est non seulement l'émetteur, mais également toute personne qui a agi en son nom ou pour son compte : "une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne physique ayant porté atteinte à la bonne information du public par la communication d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse, [qu']il importe peu à cet égard que puisse être également sanctionnée à ce titre la personne morale au nom et pour le compte de laquelle cette personne physique a agi"<sup>15</sup>. Comme en matière pénale, la responsabilité de la personne morale n'exclut pas celle des personnes physiques ayant personnellement accompli les faits répréhensibles<sup>16</sup>, et l'AMF estime à l'inverse, dans la présente décision, que la mise en jeu de la responsabilité des diri-

7. Voir en particulier, Cass. com. 14 novembre 1995 : Bull. Joly Bourse 1996, p. 111, note Paul Le Canu ; Droit des sociétés, déc. 1995, comm. 256, note H. Hovasse. Pour une critique, voir F.-L. Simon "Le juge et les autorités du marché boursier", Bibl. de droit privé, t. 427, 2004, n° 539 et s., p. 314 et s.

8. Art. 222-1 ; voir également art. 611-1.

9. Cass. com. 11 juillet 2006 : Bull. Joly Bourse 2006, p. 443, note B. Garrigues et S. Bonfils ; RDBF sept-oct. 2006, p. 35, n° 180, obs. Th. Bonneau ; Banque & Droit n° 109, sept-oct. 2006, p. 60, chronique financière et boursière.

10. C. Ducouloux-Favard, Infractions boursières, fasc. 1600, n° 108, in Jcl. Sociétés Traité.

11. Voir en particulier V. Wester-Ouisse, "Critique d'une notion imprécise : la faute du dirigeant de société séparable de ses fonctions", D. Affaires, 1999, p. 782.

12. Voir, en particulier : Cass. com. 20 mai 2003 : D. 2003, p. 2623, note B. Dondero ; D. 2003, AJ, p. 1502, obs. A. Lienhard ; D. 2004, SC, p. 266, obs. J.C. Hallouin ; JCPE 2003, p. 1580, note Hadji-Artinian ; JCP 2003, II, 210178, note Reifegerste ; Bull. Joly 2003, p. 786, note H. Le Nabasque ; Droit des sociétés 2003, n° 148, note J. Monnet ; Rev. Soc. 2003, p. 479, obs. J.F. Barbiéri.

13. CA Paris 1<sup>er</sup> avril 2003, affaire Kalisto : Bull. Joly Bourse 2003, p. 427, note C. Ducouloux-Favard ; D. 2004, p. 1801, note S. Thomasset Pierre ; Banque & Droit n° 90, juill.-août 2003, p. 45, obs. H. de Vauplane et J.J. Daigre.

14. CA Paris 13 septembre 2005 : Bull. Joly Bourse 2006, p. 166, note C. Ducouloux-Favard.

15. Cass. com. 11 juillet 2006, précité.

16. C. pénal, art. 121-2.

geants ne peut écartier celle de l'émetteur. Notre collègue Thierry Bonneau avait pourtant défendu l'idée que "l'AMF peut choisir de ne sanctionner que les dirigeants ou les salariés parce que ce sont eux qui agissent matériellement et non la personne morale de sorte qu'il est naturel et logique de les mettre en première ligne"<sup>17</sup>. En l'espèce, la commission des sanctions considère au contraire, semble-t-il, que l'émetteur est toujours en première ligne et est, par nature, le redevable premier de l'obligation de bonne information, et s'aligne ainsi sur la position de la cour d'appel de Paris<sup>18</sup>.

Enfin, notons qu'en l'occurrence, aucun des autres administrateurs n'a été mis en cause. Sans doute l'AMF avait-elle de bonnes raisons. On ne peut cependant éviter de remarquer qu'une curieuse opération avait été réalisée avec leur aval. En effet, l'émetteur et son dirigeant avaient constitué une société en participation avec l'accord exprès du conseil d'administration, dont l'objet était "la mise en commun de gains et pertes se rapportant à [...] la prise de positions à terme sur le marché boursier, ayant pour effet d'optimiser la rentabilité de la trésorerie disponible de Cofidur SA". Or, il était prévu que "les bénéfices et plus-values sont répartis à hauteur de 85 % pour Cofidur SA et 15 % pour M. Durat; les pertes et moins-values sont prises en charge par M. Durat". Comment justifier que les profits soient partagés alors que, semble-t-il, les sommes placées provenaient exclusivement de la société? À l'inverse, comment expliquer que les pertes soient intégralement à la charge personnelle du dirigeant?

## Franchissement de seuils – Non déclaration – Société de gestion de portefeuille – Sanction

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 9 novembre 2006, Jousse Morillon Investissement. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Litec 2001, n° 740.

La Commission des sanctions de l'AMF dans sa décision du 9 novembre 2006 a prononcé la première sanction relative à un manquement relatif à l'absence de déclarations de franchissements de seuils. Accompagnée d'un communiqué, cette décision importante se place dans un contexte qui la justifie indépendamment de tout manquement à l'intégrité du marché.

Les déclarations de franchissement de seuils constituent un pan important du dispositif de transparence des opérations boursières. Si le principe est clair car il s'agit seulement d'informer le public et les sociétés cotées de l'état, à un certain moment, de leur actionnariat à l'aide d'une "photographie" réalisée par la déclaration de franchissement de seuils, sa mise en œuvre est délicate. Depuis la parution en 1985 du texte instaurant cette obligation de déclaration des franchissements de seuils<sup>19</sup>, ses contours en ont été progressivement précisés, tant ceux-ci suscitaient d'incertitudes<sup>20</sup>.

Les sanctions attachées à l'inobservation de ces déclarations constituent l'une des pierres angulaires d'une bonne application du dispositif. La sanction civile, le gel des droits de vote pendant deux ans pour les actions correspondant au pourcentage dépassant les seuils non déclarés, est complétée de sanctions administratives et pénales<sup>21</sup>.

La commission des sanctions de l'AMF dans sa décision du 9 novembre 2006 a prononcé la première sanction relative à un manquement relatif à l'absence de déclarations de franchissements de seuils. Afin d'en souligner l'importance, l'AMF a accompagné la publication de cette décision de sanction d'un communiqué qui en souligne le dispositif.

Une société de gestion d'un fonds commun de placement avait omis de déclarer le franchissement à la hausse du seuil des 5 % du capital social de la société Saveurs de France. Commentée à la faveur de cette seule information ponctuelle, cette décision de sanction apparaîtrait comme une décision mécanique résultant de la non-observation d'une obligation dont l'application est parfois délicate à mettre en œuvre. Or, comme nous y invite le communiqué de presse publié par l'AMF, cette sanction qui revêt un caractère propre et original, nous conduit à en examiner son contexte pour la situer dans son entière perspective.

En premier lieu, l'on relève que la société objet du franchissement de seuils était en période d'OPA lors du franchissement. Ensuite, l'on observe que la société de gestion n'a procédé à la déclaration de franchissement de seuils que lorsque le fonds commun de placement pour le compte duquel elle intervenait a atteint une position globale au sein de la société cible de 9,9975 % du capital social de la société soit l'extrême limite de la participation autorisée pour un fonds commun de placement. Enfin, l'AMF prend soin de noter que la société de gestion, de façon non contestée, a décidé de procéder à dessein à une publication différée du franchissement de seuil.

Cette motivation est importante. Elle situe la sanction dans un contexte qui va au-delà du simple constat mécanique de l'absence de déclaration, mais qui pour autant n'implique pas l'existence d'une atteinte à l'intégrité du marché. La sanction de l'absence de déclaration se fonde sur l'atteinte portée à la bonne information du public et par voie de conséquence à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs où à leurs intérêts conformément au texte de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier en vigueur au moment des faits.

L'atteinte à l'intégrité du marché ne constitue donc pas l'un des fondements de la décision puisque la Commission des sanctions constate, que le manquement n'a pas eu d'incidence notable sur les quantités échangées, ni sur le cours du titre.

Cette décision doit être rapprochée de l'infraction pénale édictée par l'article L. 247-1 du Code de commerce pour l'absence de déclaration par les personnes morales et leurs dirigeants des franchissements de seuils. Si l'élément

décline les principes issus de la loi ayant été encore récemment modifié sur ce point (voir cette Chronique, Banque & Droit n° 110, nov.-déc. 2006).

21. En ce qui concerne la suspension des droits de vote : TGI Strasbourg, 29 mai 1997, Banque & Droit n° 54, Chronique financière et boursière, p 32. ; Paris, 18 novembre 2003, Banque & Droit n° 93, Chronique financière et boursière, p 382.

17. Cass. com. juillet 2006 : RDBF sept.-oct. 2006, p. 35, n° 180.

18. CA Paris 13 septembre 2005, précité.

19. Aujourd'hui codifié à l'article 233-7 du Code de commerce, tel qu'issu de l'ordonnance du 26 juillet 2005.

20. Notons d'ailleurs que le régime des déclarations de seuils connaît une modification récente de son centre de gravité et l'on espère une stabilisation de son périmètre d'application, le règlement général de l'AMF qui

matériel du délit est aisé à constater, élément qui n'est pas effacé par une déclaration tardive régularisant la situation, il n'en est pas de même de l'élément moral. Dans une affaire de type déjà ancienne, les magistrats ont établi l'élément moral de l'analyse générale du comportement des dirigeants, non seulement centré sur l'absence de déclaration, mais aussi sur l'ensemble des opérations financières entourant les faits. Les juges ont ainsi été en mesure de considérer être en présence d'une prise de contrôle occulte d'une société<sup>22</sup>.

C'est à un raisonnement du même ordre que se livre la commission des sanctions qui, pour condamner la société de gestion, constate que, c'est à dessein que cette dernière n'a pas procédé à la déclaration de franchissement de seuils. La commission ajoute d'ailleurs que ceci n'est d'ailleurs pas contesté par la société de gestion. Le caractère tardif de la déclaration effectuée alors que le fonds ne pouvait plus augmenter sa participation dans la société cible illustre et révèle cette intention coupable.

Pour autant, il conviendrait de se garder de cantonner cette condamnation aux seuls cas des absences de déclarations intentionnelles, cette notion étant entendue restrictivement. En effet, il appartient aux sociétés de gestion, comme aux investisseurs, de mettre en place les dispositifs propres à assurer le respect de la loi et donc le dépôt en temps utile des déclarations de franchissement de seuils. L'absence des moyens, outils et procédures, voire leur insuffisance, pourrait en effet être considérée par le Régulateur comme l'élément intentionnel nécessaire au prononcé d'une sanction.

## AMF – Sanctions – Réformation de décision de l'AMF pour défaut d'impartialité

CE, 27 octobre 2006, *Parents et autres* (n° 276069, 277198, 277460)  
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 113.

Violent l'article 6 § 1 de la CEDH en ce qu'il protège les droits de la défense au titre du principe d'impartialité, la décision prononcée par la commission de sanction de l'AMF à laquelle a participé un membre de cette commission alors que ce dernier entretenait avec l'une des personnes poursuivies des liens qui faisaient obstacles à ce qu'il pût participer à la délibération.

On se souvient que lors de notre précédente chronique nous avons annoncé en quelques mots la publication par le Conseil d'État de plusieurs décisions importantes pour lesquelles nous reportions le commentaire au présent numéro. Parmi ces décisions, celles rendues dans l'affaire Next Up SA retiendront toute l'attention dans la mesure où la Haute juridiction administrative annule les décisions de sanction prononcées par la Commission spécialisée de l'AMF à l'encontre de deux ex-dirigeants de la société Next Up et de cette dernière pour violation du principe d'impartialité.

Rappelons que la société Next-Up SA, anciennement Etna finance et déjà sanctionnée ainsi que son dirigeant par le conseil de discipline de la gestion financière, a fait l'objet d'une procédure de sanction qui a conduit à ce que

cette dernière et ses dirigeants soient une nouvelle fois sanctionnés par la commission spécialisée de l'AMF, la société recevant un blâme et une sanction pécuniaire de 150 000 euros, M. Parent un blâme, une interdiction d'exercer le service de gestion de portefeuille pour compte de tiers pour une durée de trois ans et une sanction pécuniaire de 70 000 euros, et M. Viau un avertissement assorti d'une sanction pécuniaire de 30 000 euros. Il était reproché à la société et ses dirigeants la gestion d'actifs pour le compte de tiers au mépris de l'intérêt des porteurs de parts et des règles de prévention des conflits d'intérêts, de ne pas avoir disposé de moyens adaptés aux activités exercées par la société, d'une organisation inadéquate, d'un système de contrôle interne défaillant, et de disposer d'un dispositif déontologique inefficace. Mais là n'est pas l'intérêt de la présente décision. Celui-ci réside dans les aspects procéduraux de la sanction. Une nouvelle fois encore, c'est au titre de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales (CEDH), et en particulier de son article 6 que le régulateur boursier voit son action sanctionnée.

Dans leur défense, les parties invoquaient deux manquements principaux à l'article 6 de la CEDH. Le premier moyen était tiré de la méconnaissance des droits de la défense et notamment de certaines exigences du § 3 de l'article 6, comme le droit d'être informé, dans un délai raisonnable, des griefs, le droit à l'assistance gratuite d'un avocat et le droit d'interroger ou de faire interroger des témoins. Sur ce moyen, la Haute juridiction administrative n'innove pas et, après avoir rappelé que la commission des sanctions de l'AMF doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens de la CEDH, le fait que celle-ci soit soumise au contrôle de pleine juridiction du Conseil d'État et le fait que la procédure suivie ne soit pas en tout point conforme aux prescriptions de l'article 6 § 3 n'est pas de nature à entraîner dans tous les cas une méconnaissance du droit à un procès équitable.

L'intérêt de la décision est dans le second moyen, tiré de la méconnaissance du § 1 de l'article 6 de la CEDH, et notamment le principe d'impartialité. En l'espèce, il est reproché à l'AMF de ne pas avoir respecté ce principe fondamental en autorisant l'un des membres de la Commission des sanctions à siéger et participer aux délibérations au cours desquelles la commission a apprécié les responsabilités respectives de la société Next Up, de ses dirigeants et d'autres personnes alors que ce membre "avait avec l'une des personnes poursuivies un lien tel qu'il faisait obstacle à ce qu'il pût participer à la délibération [...]". En l'espèce, le membre de la commission spécialisé et l'une des personnes poursuivies étaient tous deux associés fondateurs d'une société. C'est ce lien qui justifie pour les magistrats du Palais Royal le non-respect du principe d'impartialité. On sait que ce principe conduit à ce que le juge soit impartial et indépendant non seulement à l'égard du pouvoir exécutif, mais aussi par rapport aux parties en cause, et au-delà, par rapport à ses préjugés et à un choix préétabli<sup>23</sup>. L'on connaît l'abondante jurisprudence, tant de la Cour de Strasbourg que de la Cour de cassation, relative à la possibilité pour un juge de dire le droit dans une instance alors

22. Affaire dite des "Docks de France" : TGI Paris 30 juin 1992 et CA

Paris 15 mars 1993, Rev. Stés 1993, p. 130, note Y Guyon.

qu'il avait eu à connaître de l'affaire dans une autre instance<sup>24</sup>.

D'une manière générale, l'on a l'habitude de distinguer entre l'impartialité objective et l'impartialité subjective. L'impartialité subjective qui se présume jusqu'à preuve contraire, signifie que le juge ne doit manifester ni parti pris ni préjugé personnel ; l'impartialité objective signifie que la juridiction doit offrir des garanties suffisantes pour exclure tout doute légitime provenant des conditions d'organisation de l'institution judiciaire ou de l'intervention du juge, compte tenu justement de ses interventions antérieures qui ont pu lui donner une certaine connaissance de l'affaire. C'est l'arrêt de la Cour de Strasbourg *Piersak c/ Belgique* du 1<sup>er</sup> octobre 1982 qui distingue entre "*une démarche subjective essayant de déterminer ce que tel juge pensait dans son for intérieur en telle circonstance et une démarche objective amenant à rechercher s'il offrait des garanties suffisantes pour exclure à cet égard tout doute légitime*". Depuis 1997, la Cour a assoupli sa jurisprudence en mariant en quelque sorte les deux conceptions au regard de l'examen détaillé des circonstances de la cause, en intégrant dans les critères d'impartialité le caractère déterminant ou non que le juge a pu jouer. La Cour de Strasbourg prend dorénavant en considération non plus la nature de la fonction mais la portée des décisions prises ainsi que le degré de préjugé qu'elles pouvaient objectivement intégrer<sup>25</sup>. Comme l'a justement observé le président Coulon dans son cours à l'ENM, "*les repères, délicats à observer, ont conduit, en quelque sorte, la Cour et la doctrine à se rejoindre. La Cour explicite l'impartialité subjective en parlant de convictions personnelles, d'attitude personnelle, d'impartialité personnelle. Elle explicite l'impartialité objective en parlant de raison légitime de craindre un défaut d'impartialité, ou d'appréhensions objectivement justifiées*". L'arrêt *Morel c/ France* du 6 juin 2000 a conduit à une évolution en ce qu'il ne suffit plus de montrer un motif objectif d'impartialité, mais démontrer la pertinence de ce motif.

Toute la question est de savoir dans quelle mesure cette jurisprudence traditionnelle en matière d'impartialité du juge est applicable au cas de l'AMF et des autres autorités administratives dotées de pouvoirs similaires. La jurisprudence a déjà eu à connaître de la question de l'impartialité des membres de la COB. On se souvient bien sûr de la question de la présence du rapporteur lors du délibéré dans les procédures de sanction de la COB. Mais l'on se souvient moins de l'affaire *Olitec*, où la cour d'appel de Paris s'était prononcée sur l'absence de men-

tion du nom des personnes ayant participé au délibéré lors d'une procédure de sanction et avait invité "*la requérante et la COB à s'expliquer sur l'éventuelle nullité de la décision déferée en ce qu'elle ne permet pas de contrôler qu'elle aurait été rendue dans le respect du principe d'ordre public d'indépendance et d'impartialité institué par la Convention européenne, et en conformité avec*" l'article L. 621-4 du Code monétaire et financier relatif au régime d'incompatibilité des membres de la COB<sup>26</sup> et où les magistrats parisiens avaient rappelé que cette dernière disposition "*a pour finalité d'assurer l'indépendance et l'impartialité de la COB lorsqu'elle prononce des injonctions ou des sanctions administratives*". Mais au-delà de cette affaire, c'est la première fois que la jurisprudence annule une décision de l'AMF pour violation du principe d'impartialité du fait des liens entretenus entre un membre de la commission et l'une des personnes poursuivies. En l'espèce, les liens consistaient en une communauté d'intérêts dans une société tierce où les deux personnes étaient associées. Ce lien, aussi faible soit-il, a été considéré comme suffisant par les magistrats du Conseil d'État pour entacher la décision de nullité. Mais c'était considérer que la jurisprudence de la Cour de Strasbourg comme celle de la Cour de cassation concernant les magistrats s'appliquaient sans restriction aux membres d'une autorité administrative dotée d'un pouvoir de sanction. Or, s'il ne fait pas de doute que l'AMF est bien considérée comme une juridiction au sens de la CEDH, comme l'a une nouvelle fois rappelé le Conseil d'État, la Haute juridiction administrative a aussi indiqué qu'étant soumise à son contrôle de pleine juridiction, la procédure suivie auprès de l'AMF peut ne pas être en tous points conforme aux prescriptions de l'article 6 de la CEDH. C'est donc parce que le respect du principe d'impartialité est considéré comme un principe fondamental du droit au procès équitable que le Conseil d'État a considéré que, nonobstant le contrôle qu'il exerce lors des recours contre les décisions de sanction de l'AMF, ce principe doit être respecté à tous les niveaux de la procédure, et donc dès la procédure auprès de la commission des sanctions du régulateur boursier. Si l'on ne peut qu'approuver sur le principe le Conseil d'État, il reste que l'on trouvera l'application de celui-ci un peu sévère au cas présent. Il reste à l'AMF à désormais veiller non seulement sur les conflits d'intérêts des membres du collège ou de la commission des sanctions, mais aux liens que peuvent entretenir ceux-ci et qui, sans être considérés comme portant conflits d'intérêts pourraient être qualifiés comme une atteinte au principe d'impartialité.

23. Cf. I. Delicostopoulos, *Le procès civil à l'épreuve du droit processuel européen*, LGDJ, coll. "Bib. Dr. Privé", t. 401, 2003, n° 387, p. 352.

24. La question de l'impartialité d'un juge d'instance saisi d'un litige relatif à l'exécution d'une obligation, en raison de ce qu'il a eu à connaître de la situation de l'une des deux parties pour des faits et sur des fondements juridiques différents, en qualité de juge de l'exécution et de juge des tutelles, n'est pas nouvelle. Elle ne présente pas de difficulté sérieuse dès lors que les précédentes interventions ou décisions de ce même

magistrat ne l'auraient pas conduit à prendre position ou à émettre une appréciation pouvant constituer un préjugé sur le nouveau litige qui lui est soumis : C. Cass., avis du 7 juillet 2003.

25. Ainsi que l'on peut constater dans l'affaire *Hauschildt c/ Danemark* du 24 mai 1989 et *Rojas Morales c/ Italie* du 16 novembre 2000, une appréciation in concreto du rôle du juge.

26. CA Paris, 5 mars 2002.

## AMF – Sanctions – Annulation et réformation de décisions de l'AMF pour erreur de droit et défaut d'impartialité

CE, 18 octobre 2006, Lanteri-Minet (n° 277332), Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 113.

Est entachée d'erreur de droit la décision de sanction pécuniaire prononcée par la commission des sanctions de l'AMF qui inflige une amende liée au montant des profits éventuellement réalisés sans qu'il soit prouvé que la personne sanctionnée ait personnellement bénéficié de ces profits. Le Conseil d'État peut alors user de son droit de réformation pour ramener le montant de la sanction au maximum du montant prévu par l'article L. 621-17 du Code monétaire et financier.

Il s'agit de la deuxième décision que nous avons signalé lors de notre précédente chronique. Au cas présent, la Haute juridiction réforme une décision de sanction prononcée par l'AMF dans le cadre d'une procédure ouverte à l'encontre d'intervenants sur le marché obligataire suite à différentes opérations effectuées. On se souvient que la commission des sanctions avait lourdement sanctionné de tels intervenants pour manquement aux règles de bonne conduite : en l'espèce, il était reproché, notamment à un "sales trader" d'une banque d'investissement, des agissements contraires aux intérêts du client et l'intégrité du marché, en particulier en affectant a posteriori des opérations gagnantes d'aller-retour le même jour au profit d'un client<sup>27</sup>. L'intéressé, par ailleurs licencié par son employeur, a été condamné par l'AMF à une interdiction d'exercice de son activité professionnelle pour une période de cinq ans et à une sanction pécuniaire de 200 000 euros. Ce montant était calculé en tenant compte des profits réalisés dans les opérations litigieuses. On sait en effet que tout comme en matière pénale, le Code monétaire et financier permet de prononcer des sanctions pécuniaires dont le montant est lié aux profits éventuellement réalisés. Tel est le cas de l'article L. 622-17 qui prévoit que l'AMF peut prononcer des sanctions pécuniaires "dont le montant ne peut être supérieur à 60 000 euros ou au triple du montant des profits éventuellement réalisés".

C'est cette décision qui est réformée par le Conseil d'État pour erreur de droit. La Haute juridiction administrative estime, avec raison, que la commission des sanctions n'a pas établi que les bénéfices réalisés l'avaient été au profit du "sales trader", ce que nous avons déjà souligné dans notre commentaire de la décision de sanction. Or, si le Code monétaire et financier permet d'infliger un montant d'amende équivalent à un multiple des profits éventuellement réalisés, en l'espèce trois fois ceux-ci, encore convient-il de ne prendre en compte que les profits "qui ont été personnellement appréhendés, à un titre ou un autre, par la personne sanctionnée". Tel n'est pas le cas en l'espèce d'où il ressort ni de la notification des griefs, ni de la décision attaquée elle-même que ce trader "aurait personnellement appréhendé des profits d'un montant justifiant que soit prononcée à son encontre une sanction d'un montant supérieur à 60 000 euros". En l'absence de cet élément, les juges du

Palais royal considèrent que la décision prononcée par la commission des sanctions de l'AMF est entachée d'erreur de droit. Mais l'affaire n'en reste pas là. Et usant de son pouvoir de réformation, le Conseil d'État ramène la sanction pécuniaire – et uniquement celle-ci – de 200 000 à 60 000 euros, soit le montant maximum de l'amende sans qu'il soit tenu compte des profits éventuellement réalisés. Les magistrats estiment en effet que les faits reprochés au requérant, tels qu'ils résultent de l'instruction, sont suffisamment graves, et qu'un tel manquement "qui ne saurait être imputé à la prétendue inexpérience de l'intéressé", sont de nature à justifier la sanction prononcée par la Commission des sanctions ramenée, en ce qui concerne le volet pécuniaire, à 60 000 euros.

## Gestion – Convention de mandat – Clause contractuelle exigeant une faute lourde – Convention de compte – Clause d'unité et indivisibilité du compte – Faute de la banque dans le transfert des titres – Absence de faute lourde

CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 27 avril 2006 : *Juris-Data* n° 316376. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 954, p. 863.

L'ouverture d'une rubrique "gestion de valeurs mobilières" dans un compte ne constitue pas une dérogation au principe d'unité du compte. Le contrat de mandat étant applicable au transfert de titres, la banque n'est en l'occurrence responsable que de sa faute lourde, selon une clause expresse. Le seul constat d'un délai de quatre mois pour transférer les titres ne suffit pas à établir une telle faute.

La présente décision mérite d'être commentée, non parce qu'elle concerne un acteur de cinéma très connu, Sean Connery, mais parce qu'elle tranche deux difficultés pratiques intéressantes. Elle demeure cependant inédite et n'est connue que par le résumé qui en est donné par *Juris-Data* et le commentaire qui en a été fait par le professeur Michel Storck<sup>27bis</sup>. Les clients d'une banque lui reprochaient en premier d'avoir dérogé à la convention d'unité de compte en multipliant des comptes en devises ; la cour écarte ce moyen au motif que la convention de mandat prévoyait elle-même l'ouverture d'une rubrique "gestion de valeurs mobilières" au sein du compte-courant du client, de sorte qu'il ne s'agissait pas d'un nouveau compte ; elle note également que si des chapitres libellés en devises étrangères avaient été ouverts au sein de cette rubrique, il ne s'agissait pas non plus de comptes autonomes. Les juges rejettent ainsi la première critique du demandeur et voient, dans cette organisation, de simples rubriques au sein d'un même compte. Autrement dit, la présentation était purement comptable et ne portait pas atteinte à l'unité juridique du compte. Il est vrai qu'il ne pouvait en aller autrement dès lors que le client et la banque étaient expressément convenus de l'unité du compte. Mais, la clause n'interdisait pas à la banque de le subdiviser matériellement, ce qui ne portait pas atteinte à son unité du point de vue juridique<sup>28</sup>. Quant à savoir s'il s'agissait d'un compte-

27. AMF, Commission des sanctions du 25 octobre 2004 : Banque & droit n° 99, janv.-févr. 2005, p. 43, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

27bis. M. Storck, chronique : *RTD Com* 2006, p. 627.

28. Ch. Gavalda et J. Stoufflet, *Droit bancaire*, 6<sup>e</sup> éd., Litec, n° 354, p. 227.

courant, ainsi que l'indiquait la convention et l'écrit la décision, rien n'est moins sûr pour un compte de valeurs mobilières. À vrai dire, comme l'a démontré notre collègue Thierry Bonneau, il ne peut s'agir que d'un faux compte-courant, car il n'enregistre pas de remises réciproques, ne peut opérer fusion des valeurs mobilières et n'a pas d'effet de règlement; il s'agit d'un simple instrument d'individualisation, d'administration, de gestion et de transfert des valeurs mobilières qui y sont inscrites<sup>29</sup>.

Par ailleurs, les demandeurs reprochaient à la banque d'avoir excessivement tardé à procéder à des transferts de titres. La cour estime qu'une telle opération ne pouvait en l'espèce engager la responsabilité de la banque qu'en présence d'une faute lourde; la raison en vient de ce que le mandat de gestion comportait une clause prévoyant que "la banque ne répond que de sa faute lourde dans l'exécution de ses obligations"<sup>30</sup>, et de ce que les juges font expressément entrer dans le mandat l'exécution du transfert. Ils en profitent pour rappeler la définition de la faute lourde, une négligence d'une extrême gravité confinant au dol, et estiment qu'en l'espèce un délai de quatre mois pour transférer des titres n'en est pas une. Certes, la convention de mandat dérogeait au droit commun de la responsabilité du mandataire<sup>31</sup>, mais le transfert de titres en relevait-il? Ne relevait-il pas plutôt de la convention de compte? La première avait pour objet un service d'investissement en valeurs mobilières, dont le cœur est la notion de gestion<sup>32</sup>. Il est donc loin d'être certain que le service de transfert de titres en fasse partie; celui-ci paraît plus naturellement attaché aux obligations du teneur de compte. Par ailleurs, en admettant l'application de la clause limitative de responsabilité au transfert des titres, on pourrait se demander s'il ne s'agit pas d'une clause abusive au sens de l'art. L. 132-1 du Code de la consommation, ce que suggère notre collègue Michel Storck<sup>33</sup>; enfin, le temps mis par la banque pour réaliser le transfert des titres, plus de quatre mois, pourrait interroger car il s'agit d'une opération dénuée de tout aléa et parce que, ainsi que le remarque M. Storck, le prestataire a l'obligation légale d'exercer son activité avec la compétence, le soin et la diligence nécessaires<sup>34</sup>.

## Ordres de Bourse – Mandataire apparent

CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 15 septembre 2006, *Juris-Data* n° 317519. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd. Litec, 2001, n° 85, p. 87.

Les banques peuvent exécuter les ordres d'un mandataire apparent, surtout si celui-ci est un exécuteur testamentaire et justifie d'instructions écrites données sous le contrôle d'un officier ministériel.

L'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris mérite un signalement. En l'espèce, le mandat de gestion d'un

29. Th. Bonneau, "A propos de prétendus comptes courants, in Aspects actuels du droit des affaires", *Mélanges en l'honneur de Yves Guyon*, Dalloz, 2003, p. 133.

30. Cité par M. Storck in *RTD Com.*, précité.

31. Une simple faute de gestion engage la responsabilité du gestionnaire (C.civ., art. 1992). CA Paris, 23 septembre 1993 : D. 1994, sommaires, p. 213, obs. Ph. Delebecque ; RDB et Bourse 1994, p. 79, obs. F. Crédot et Y. Gérard. M. Germain, "La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat", *Banque & Droit* n° 70, mars-avril 2000, p. 14.

portefeuille était venu à expiration par le décès du titulaire, mais celui-ci avait par avance désigné un exécuteur testamentaire, qui a donné des ordres. Les héritiers ont reproché à la banque de les avoir exécutés, au motif qu'ils n'auraient pas été donnés en la bonne qualité. En effet, l'exécuteur testamentaire était également le directeur général du prestataire et les ordres avaient été envoyés par le fax de la banque. Les héritiers ont essayé d'engager la responsabilité de cette dernière, en invoquant le fait que les ordres avaient été donnés par un préposé. Mais la cour répond que la confusion n'était pas possible dans la mesure où chacun savait que l'intéressé avait la qualité d'exécuteur testamentaire, que celui-ci avait envoyé ses ordres par lettres manuscrites, que celles-ci portaient son adresse personnelle et qu'il l'avait fait en application d'instructions données sous le contrôle d'un notaire. À tout le moins, ainsi que le note la cour, la théorie du mandat apparent trouvait à s'appliquer.

## Ordres de Bourse – Information du donneur d'ordres – Opérateur averti – Couverture

CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 15 septembre 2006, *Juris-Data* n° 317523; CA Paris, 15<sup>e</sup> B, 29 septembre 2006, *Juris-Data* n° 317705. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 919 et s. et 928 et s.

L'opérateur averti ne peut invoquer un manquement à une obligation d'assistance ou de conseil en matière boursière. L'obligation de couverture des opérations sur les marchés à terme est édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et du marché, non dans celui du donneur d'ordres.

Ces deux arrêts ne seront cités qu'à titre de nouveaux exemples de la notion d'opérateur averti et de l'impossibilité pour le donneur d'ordre de se prévaloir de l'absence de couverture. Dans la première affaire, le donneur d'ordres était un professionnel ayant pour activité principale le placement financier; dans la seconde, il s'agissait d'un fabricant de prêt à porter qui avait déjà procédé à de nombreuses opérations sur les marchés boursiers, comptants ou à terme. Dans le premier cas, la cour y voit un opérateur averti, qui ne peut exiger l'information renforcée due à tout donneur d'ordre; dans le second, si elle estime qu'il ne s'agit pas à proprement parler d'un opérateur averti, elle juge qu'il ne peut être cependant considéré comme un profane. La cour rejoint ainsi une jurisprudence bien établie depuis l'arrêt Buon de la Cour de cassation, de 1991<sup>35</sup>. Il en va de même de sa réaffirmation que l'obligation de couverture des opérations à terme est édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et du marché et non dans celui du donneur d'ordre, ce qui prive celui-ci de la possibilité de se prévaloir de son inobservation<sup>36</sup>.

32. P.-F. Cuif, "Le contrat de gestion", Paris, Economica, 2004.

33. M. Storck, note précitée.

34. M. Storck, note précitée. Comofi, art. L. 533-4.

35. Voir, encore récemment, les arrêts cités dans cette chronique, *Banque & Droit* n° 107, mai-juin 2006, p. 54, H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

36. Voir encore récemment : CA Paris 22 juin 2006 : *Banque & Droit* n° 110, nov.-déc. 2006, p. 31.

## Ordres de Bourse – Transmission par Internet – Localisation

CA Douai, 1<sup>er</sup> juin 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 909.

Après avoir constaté que le lieu d'exécution de la prestation, au cas présent la transmission de l'ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières sur le marché boursier pour le compte du donneur d'ordres, se situe au lieu de la situation du système informatique assurant le routage des ordres, c'est-à-dire au siège de la société de bourse, la cour d'appel en déduit la compétence de la juridiction saisie.

La décision du 1<sup>er</sup> juin 2006 de la cour d'appel de Douai n'aurait pas été évoquée dans cette chronique tant son dispositif était classique – l'étendue du devoir d'information qui pèse sur l'intermédiaire financier en présence d'opérations spéculatives réalisées par un client averti – si elle n'avait pas par ailleurs traité une question de procédure. En l'espèce, le client, pour transmettre ses ordres de bourse, avait utilisé un système de transmission des ordres par voie télématique, via Internet. Saisie du point de la compétence de la juridiction en charge du contentieux, la cour décide que le lieu d'exécution de la prestation, au cas présent la transmission de l'ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières sur le marché boursier pour le compte du donneur d'ordres, se situe au lieu de la situation du système informatique assurant le routage des ordres, c'est-à-dire au siège de la société de bourse. La cour ajoute ensuite que la créance de l'intermédiaire résulte de la gestion d'un compte tenu dans les livres de cette société et donc en son siège social.

Cette décision, qui conclut à la compétence des tribunaux nordistes, lieu de situation du siège de l'intermédiaire, suscite des réserves.

À suivre les magistrats, le lieu d'exécution de la prestation de réception-transmission d'ordres serait celui de la situation du système informatique. L'on conçoit immédiatement l'importance de cette motivation en présence de délocalisations, compte tenu de la facilité qu'il y a aujourd'hui à délocaliser les systèmes informatiques, non seulement en dehors du territoire national, mais également hors d'Europe notamment vers des pays d'Orient ou d'Extrême-Orient. À suivre la cour d'appel de Douai, le lieu de situation de la prestation si elle avait été délocalisée par exemple en Inde, qui développe, on le sait, d'importantes compétences de ce type, se serait ainsi situé dans ce pays.

L'on perçoit immédiatement les incidences d'une telle position en termes de protection de la clientèle puisqu'il est fort peu probable que tous les pays dans lesquels peuvent prendre place de telles délocalisations accordent le même niveau de protection que celui existant en France, et plus largement en Europe.

Cette décision rejoint ainsi les discussions actuellement en cours au sein des organisations professionnelles sur l'application territoriale de la directive Marché d'instruments financiers<sup>37</sup> qui, justement, comporte de nombreuses protections des clients. Ces discussions n'attachent jamais, et heureusement, leur réflexion au critère du lieu matériel

d'exécution de la prestation<sup>38</sup>. Outre le fait que ce critère n'apparaît pas dans les textes européens, il serait d'application dangereuse et incertaine. C'est pourquoi il apparaît préférable de considérer que le lieu d'exercice de la prestation correspond à celui du lieu où est installé le prestataire, lieu qui conditionne la compétence du régulateur qui l'aura agréé. L'application de ce critère, d'apparence simple, suscite toutefois des interprétations délicates selon les différents cas de figure retenus en présence notamment d'opérations réalisées par des succursales, dont l'assujettissement légal et réglementaire serait apprécié à partir de la nature des services d'investissements réalisés, mais aussi en prenant également en considération le pays de réalisation de la prestation, celui-ci pouvant être ou ne pas être soumis à la directive. Il sera sans doute nécessaire de revenir sur ces points lors des commentaires des textes légaux lorsqu'ils auront été transposés en droit français.

## Gestion de portefeuille – Responsabilité du gérant – Gestion agressive – Immixtion du client dans la gestion – Contenu du rapport de gestion

TC Paris 31 janvier 2006, TC Paris 17 janvier 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec 2001, n° 950.

En présence de pertes importantes liées à une gestion agressive conforme aux objectifs du mandat de gestion, un établissement gestionnaire n'encourt pas de responsabilité particulière surtout lorsque le client est à plusieurs reprises intervenu dans le choix des investissements (première espèce). Il en est de même pour un gestionnaire auquel les clients avaient confié la gestion de leur épargne dans un objectif de gestion dynamique axée sur la plus value et dont les résultats se sont révélés désastreux à la suite du retournement des marchés observés à compter de l'été 2000. Toutefois, il est reproché au gérant de n'avoir pas informé ses clients dans ses comptes rendus de gestion de la politique de gestion suivie (deuxième espèce).

Ces deux décisions du tribunal de commerce de Paris présentent l'intérêt de statuer sur des mandats de gestion dont l'objectif affiché – l'accroissement rapide et important de la valeur du patrimoine investi – est finalement peu courant dans les dossiers soumis aux tribunaux. En règle générale, ces derniers connaissent de dossiers où une gestion prudente est considérée comme dévoyée par des investissements spéculatifs, devenus hasardeux et préjudiciables aux clients lorsque la situation boursière se retourne.

La première espèce, jugée par le tribunal de commerce de Paris le 31 janvier 2006, concerne un client qui, recherchant une valorisation importante et rapide de son patrimoine, avait signé un mandat de gestion agressif, investi à la fin du siècle dernier en valeurs technologiques dont les cours se sont brutalement retournés au début des années 2000. En présence d'importantes pertes, le client recherchait la responsabilité de la société gestionnaire. Celle-ci ne fut pas retenue. Il est vrai que le client avait lui-même participé à ce résultat fâcheux en intervenant

37. Voir à cet égard, la consultation en cours de CESR "The Passport under MiFID" 06-669, 15 décembre 2006.

38. Ce point est principalement traité aux articles 31 et 32 de la direc-

tive MIF mais également abordé aux considérants 17, 22, 23, 28, 32, 46 et les articles 3, 4, 5, 10, 13, 15, 20, 24, 25, 33, 42, 60 à 63.

directement dans la gestion. En effet, ce client passait directement des ordres ce qui a été constitutif d'une situation qualifiée par les magistrats de co-gestion.

Cet élément, l'immixtion du client dans la gestion de son portefeuille confié en gestion auprès d'un professionnel, doit être discuté. Cette situation, qui se rencontre encore, doit être acceptée avec une grande circonspection par les gestionnaires lors de la signature des mandats de gestion avec leurs clients. L'immixtion est en effet à l'origine de confusions sur la responsabilité de chacun comme ce dossier le révèle. Elle peut également être à la source d'opérations constitutives de manquements administratifs et révéler un comportement d'initiés<sup>39</sup>. Fréquemment prévue dans les anciens mandats de gestion, cette faculté d'immixtion permettait aux clients, antérieurement habitués à gérer leur portefeuille, de continuer à intervenir sur les valeurs dorénavant confiées en gestion à un professionnel. Dans certains cas, en contournant la finalité du mandat de gestion, il s'agissait également d'autoriser certains clients à gérer directement une partie de leurs avoirs en utilisant les services et les compétences de leur gérant, par ailleurs en charge de la gestion d'une autre partie de leur patrimoine boursier. Devant les confusions nées de la coexistence de deux environnements distincts, la gestion sous mandat et la gestion directe par le client, les professionnels ont réagi et proposé au sein de la charte de la gestion établie par l'AFG de préciser que les interventions du client doivent revêtir un caractère exceptionnel et qu'une ingérence systématique du client doit conduire le gestionnaire à proposer une modification de ses relations contractuelles avec le mandant. Ce point est également repris par l'AMF qui dans son prochain rapport sur l'environnement contractuel de la gestion sous mandat devrait sans doute rappeler qu'il convient de dissocier les portefeuilles et les activités. L'on ne saurait que conseiller aux professionnels de suivre ces préconisations, notamment lors de l'actualisation de leurs mandats de gestion.

La deuxième espèce, traitée par le tribunal de commerce de Paris le 17 janvier 2006, se situe dans un contexte voisin de la précédente, à savoir la conclusion d'un mandat de gestion agressif, axé sur une recherche rapide de plus value et dont les résultats se sont révélés en définitive préjudiciables aux intérêts du client à la suite du renversement conséquent de la tendance boursière observé sur les valeurs technologiques au début de ce siècle. Saisis par le client insatisfait, les magistrats le déboutent à juste titre en constatant que le seul reproche encouru par le gestionnaire était de ne pas avoir anticipé le retournement du marché en investissant trop dans un secteur qui avait progressé de manière spectaculaire en très peu de temps ce qui ne constitue pas une faute. Cette faute ne saurait être contractuelle puisque le mandat précisait bien les objectifs dynamiques et donc porteurs des risques liés à ces perspectives de gestion, ni délictuelle puisque l'absence de prévision de ce retournement de la tendance boursière, certes d'une rare ampleur, ne saurait à l'évidence être reprochée à un gestionnaire dont l'activité ne consiste pas à prédire l'avenir.

Ceci posé, le client qui a conclu un mandat dont l'objectif est agressif n'est pas pour autant démuné en cas

de mauvaises opérations réalisées par son gérant. Ce denier, certes titulaire d'une obligation de moyens, doit entourer sa gestion de toutes les précautions nécessaires, conformément aux règles de la profession et dans le respect de l'obligation de loyauté dont il est redevable envers son client. À cet égard, l'on rappellera les termes de la décision de la Cour de cassation du 1<sup>er</sup> février 1994<sup>40</sup> qui a condamné un gérant pour sa gestion qualifiée de "*spéculation effrénée et téméraire*", illustrée par une prise de risques démesurés et anormaux, pour reprendre les termes de cette décision qui demeure d'actualité.

Un aspect intéressant de la deuxième espèce, d'ailleurs à l'origine de la condamnation du gérant, tient à au contenu de l'information adressée au client. Les comptes rendus de gestion reçus par le client faisaient ressortir l'évolution de l'actif géré et les résultats dégagés sans qu'il y soit ajouté des commentaires sur la politique de gestion suivie. Or, comme le constate à juste titre le tribunal de commerce de Paris, les textes réglementaires (aujourd'hui codifiés à l'article 322-71 du règlement général de l'AMF) font obligation au gérant de présenter au client un commentaire de sa gestion. Ce commentaire est essentiel à la bonne information du client. Il ne saurait se confondre avec des informations et des commentaires propres à la conjoncture économique comme cela se pratique parfois. Ce commentaire individualisé pour chaque mandat, doit être centré sur la politique suivie par le gérant, ses choix, ses perspectives, afin d'informer pleinement le client et lui permettre le cas échéant de modifier son orientation de gestion. Telle aurait pu être le cas du client qui, informé au cas présent d'une politique de gestion privilégiant le secteur des nouvelles technologies, aurait ainsi été en mesure d'en percevoir les risques et de modifier, en conséquence, l'orientation de son mandat de gestion. Cette modification de l'orientation de la gestion ne se confond absolument pas avec les interventions directes du client dans la gestion. Ces dernières concernent directement la composition du portefeuille confié en gestion, comme ceci était le cas dans la première espèce commentée. La sanction qui frappe le gérant qui omet de porter des commentaires sur la politique de gestion suivie dans son compte rendu adressé à son client s'assimile pour ce dernier à la perte d'une chance, celle de lui permettre de réagir en temps utile à une politique de gestion que la communication des seules performances occulterait.

## II. Actualités réglementaires

### Post-marché – Code de conduite européen

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 587 et s., 611 et s.

Sous l'impulsion de la Commission européenne, les infrastructures de marché et de post-marché européennes viennent de prendre un certain nombre d'engagements au travers d'un code de conduite. Ces engagements, qui seront progressivement mis en œuvre au cours de 2007

39. Décision de sanction de la COB du 16 avril 2002 à l'encontre de M. G. Breguet, Bull. mens. COB n° 369, juin 2002, p. 31 : Chronique financière et boursière, Banque & Droit n° 86 ; CA Paris, 16 oct. 2002.

40. Cass. com. 1<sup>er</sup> février 1994, Rev. Stés (4) oct.-déc. 1994, p. 758, note F. Grua.

sous le contrôle de la Commission, visent à stimuler la concurrence entre infrastructures, notamment au travers d'un accroissement de la transparence tarifaire.

Les lecteurs de cette chronique mesurent sans doute mieux que d'autres les très importants efforts accomplis au niveau européen en vue d'accroître l'intégration des activités de marchés financiers, notamment en améliorant toujours plus la fluidité de l'offre de produits et de services transfrontières. Le Plan d'action sur les services financiers, engagé entre 1999 et 2005, a constitué de ce point de vue une étape majeure à la fois par le nombre et l'importance des textes pris. Parmi ceux-ci, il faut bien sûr faire mention de la directive Marché d'instruments financiers<sup>41</sup>, texte d'actualité dont nous reparlons très prochainement puisque sa transposition dans l'ordonnancement juridique français est en cours de finalisation. La directive MIF constitue en effet une pièce importante du PASF pour toute la partie activités de trading pour laquelle elle cherche à intensifier la concurrence, considérant que cette intensification est nécessairement bénéfique aux émetteurs et aux investisseurs en termes de pression exercée sur les tarifs et de stimulation de l'offre de services...

Mais si les bénéfices à attendre d'une concurrence vivace ne font pas de doute, encore faut-il que celle-ci soit effective! Or, tel ne peut être vraiment le cas en matière d'activités de trading que si le même degré de concurrence se retrouve au niveau des systèmes de post-marché, absolument indispensables à la finalisation des transactions: l'échange des consentements entre l'acheteur et le vendeur n'a de sens que parce qu'il donne lieu à la mise en possession des titres pour l'un, des espèces pour l'autre. C'est tout le rôle des systèmes de post-marché, qu'il s'agisse des mécanismes de compensation<sup>42</sup> ou de règlement-livraison<sup>43</sup> dont il est souvent assez peu perçu qu'ils restent encore faiblement en concurrence, en règle générale parce qu'à chaque catégorie d'instruments financiers est associée, de façon efficiente, une et une seule filière de post-marché. Le développement de la concurrence au niveau des activités de trading est ainsi souvent bridé par la perte d'efficacité et la hausse des coûts subies au niveau du post-marché. Quel est l'intérêt de gagner quelques points de base sur le trading, si la compensation et le règlement livraison conduisent in fine à supporter des surcoûts significatifs...?

Cet enjeu de l'intégration des activités de post-marché européennes est bien identifié depuis des années. Il a donné lieu à de nombreuses études, notamment de la part de la Commission européenne<sup>44</sup>. Il a conduit la France<sup>45</sup> à soute-

nir longtemps la nécessité d'une directive qui, au niveau du post-marché, prolongerait l'action menée au travers de la directive MIF. La voie de la directive a toutefois trouvé de nombreux opposants en Europe, souvent inquiets des "dérapages" que peut susciter la discussion d'un tel dispositif au sein des institutions européennes. C'est pourquoi, après une phase de réflexion prolongée, c'est finalement une voie moins prescriptive, au travers d'un code de conduite élaborée par l'industrie elle-même, qui a été choisie<sup>46</sup>.

C'est ainsi qu'a été signé le 7 novembre dernier, par les associations européennes représentant les bourses, les chambres de compensation et les organismes de règlement-livraison<sup>47</sup>, l'*European code of conduct for clearing and settlement*. Ce code, dans l'élaboration duquel la Commission européenne a été activement impliquée, s'articule autour de cinq grands axes.

- Transparence tarifaire. Le prix de chaque service doit pouvoir être préalablement connu, y compris les rabais et remises qui peuvent y être associés. Le code prévoit la fourniture d'exemples tarifaires, la comparabilité des tarifications entre les différents fournisseurs, la réconciliation des tarifs au niveau de la facturation.
- Accès et interopérabilité. Le code précise les conditions dans lesquelles les infrastructures peuvent établir des liens entre elles afin d'être en mesure de proposer effectivement leurs services aux participants de marchés.
- Dissociation des services (*unbundling*). Le code prévoit la dissociation des services, et de leur tarification, pour permettre aux utilisateurs de choisir leur fournisseur en toute connaissance de cause.
- Séparation comptable. Les services dissociés doivent faire l'objet d'un suivi comptable distinct pour permettre le contrôle du respect du code.
- Contrôle. Les infrastructures devront faire vérifier par des auditeurs externes qu'elles respectent bien les dispositions du code. En outre, la Commission européenne mettra en place un Comité de suivi qui sera chargé de suivre la mise en œuvre et l'application du code.

Le code doit être mis en œuvre progressivement. Les mesures de transparence tarifaire sont applicables depuis la fin de l'année, celles concernant l'accès et l'interopérabilité le seront à la fin du mois de juin prochain tandis que celles sur la dissociation des services et la séparation comptable le seront au 1<sup>er</sup> janvier 2008. Par ailleurs, pour le moment, le code ne concerne que les services de post-marché liés au *cash* actions mais son extension à l'obligataire est toutefois envisagé courant 2007, et aux dérivés à partir de 2008.

41. Directive 2004/39 du 21 avril 2004 du Parlement Européen et du Conseil concernant les marchés d'instruments financiers), modifiée par la directive 2006/31/CE du 5 avril 2006 et complétée par, d'une part, la directive 2006/73/CE de la Commission portant mesures d'exécution en ce qui concerne les exigences organisationnelles et les conditions d'exercice applicables aux entreprises d'investissement et la définition de certains termes aux fins de ladite directive et, d'autre part, le règlement (CE) n° 1287/2006 de la Commission portant mesures d'exécution en ce qui concerne les obligations des entreprises d'investissement en matière d'enregistrement, le compte-rendu des transactions, la transparence de marché, l'admission des instruments financiers à la négociation et la définition de termes aux fins de ladite directive.

42. La compensation permet l'optimisation et la simplification des flux de règlement-livraison qui doivent avoir lieu entre les participants ; de manière complémentaire mais non obligatoire, elle comprend souvent un aspect garantie des flux compensés. Si la compensation est le plus souvent liée à des mécanismes de marché organisé, cela n'est toutefois pas absolu. D'une part, même si cela est aujourd'hui rare, certains marchés organisés peuvent ne pas être compensés. D'autre part, de plus en plus d'opérations

de gré à gré font maintenant l'objet d'une compensation.

43. Le règlement-livraison consiste à assurer l'échange des titres contre les espèces entre les intermédiaires qui détiennent les comptes de l'acheteur et du vendeur.

44. Pour une vision synthétique de cette problématique on renverra à "Enjeux économiques de l'intégration en Europe des industries de post-marché" in Diagnostics, prévisions et analyses économiques, DGTPE, n° 106, avril 2006.

45. Avec l'appui actif des professionnels français.

46. Voir le discours du commissaire Charlie McCreavy prononcé devant la Commission économique et monétaire du Parlement européen le 11 juillet 2006.

47. En l'occurrence, la FESE (Federation of European stock exchange), l'EACH (European association of clearing houses) et l'ECSDA (European central securities depository association). La participation de la FESE à un code sur le post-marché s'explique par le fait qu'un certain nombre de bourses sont encore capitalistiquement impliquées dans un grand nombre d'infrastructures de post-marché.

Il est trop tôt pour apprécier les effets réels de ce code. Si des avancées existent indubitablement, notamment en termes de transparence tarifaire et de dissociation des services, il apparaît probable en revanche que les conditions d'accès et d'interopérabilité, cœur du dispositif, n'auront qu'une efficacité limitée. L'observation que certains acteurs, dont Deutsche Börse et Euroclear, ont déjà annoncé que le code ne remettrait pas en question leur business model, semble en effet laisser penser que peu de modifications des situations existantes devraient en découler...

Une telle conséquence serait certes regrettable. Cela supposerait qu'il faudrait alors passer par une initiative législative, processus qui demande plusieurs années avant d'aboutir concrètement<sup>48</sup>. Que de retard pris en ce cas !

## Analyse financière – Communication de la Commission européenne

L'on sait que l'analyse financière fait depuis l'éclatement de la bulle Internet, où elle a été au centre de nombreux scandales, l'objet d'une attention particulière de la part des régulateurs financiers. L'Europe n'a bien sûr pas échappé à ce mouvement général, concrétisé au travers d'une réflexion générale confiée à un groupe d'experts qui a rendu un rapport en septembre 2003<sup>49</sup> et de l'adoption de plusieurs mesures contenues à la fois dans la directive Abus de marché<sup>50</sup> et la directive MIF<sup>51</sup>.

C'est dans ce contexte que la Commission européenne vient de publier une communication intitulée "Recherche en investissements et analystes financiers"<sup>52</sup>. Dans celle-ci, sur la base des dispositions contenues dans la législation européenne, la Commission cherche à déterminer si des mesures législatives supplémentaires sont nécessaires, notamment pour répondre aux recommandations contenues dans le rapport de 2003 mais aussi à la position prise<sup>53</sup> à la même époque par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), réunion au niveau mondial des régulateurs boursiers nationaux.

Assez naturellement, une large part de la communication est consacrée à la problématique centrale des conflits d'intérêts qui peuvent survenir dans le cadre des activités d'analyse financière. De ce point de vue, la Commission se livre à un exposé assez précis des nombreuses règles que contiennent tant la directive Abus de marché que la directive MIF. Sa conclusion, au terme de cet examen, est que ces deux textes "fonctionnent harmonieusement de pair".

La Commission examine également différentes questions. Sur la possibilité de soumettre les analystes à une

obligation d'enregistrement en lien éventuel avec leurs qualifications, elle estime qu'il n'y a "pas de preuves suffisantes de ce que les problèmes de subjectivité des analystes découlent d'un manque de qualification de leur part". Sur la "situation réglementaire et concurrentielle" des analystes qui exercent leur activité en dehors des structures d'intermédiation (analyse sell-side), elle observe que, si le principal enjeu est celui de leur rémunération par rapport à une analyse sell-side rémunérée au travers de la prestation d'intermédiation<sup>54</sup>, nombre de réponses sont toutefois apportées au travers de la directive MIF, notamment au travers des mesures concernant les "avantages"<sup>55</sup>. Sur l'opportunité de codes de bonnes pratiques ou de règles de gouvernement d'entreprise pour régir les relations des émetteurs avec les analystes, la Commission estime que si leur intérêt est évident, notamment en termes d'instauration "de relations plus professionnelles entre les émetteurs et les analystes", il n'y a pour l'heure pas de nécessité pour elle à légiférer en la matière<sup>56</sup>. Enfin, sur le rôle que joue l'éducation des investisseurs dans la prise de conscience du risque de conflits d'intérêts inhérent à l'analyse financière, la Commission se propose "d'organiser une conférence au printemps 2007, pour fédérer les meilleures pratiques en matière d'éducation des consommateurs, ainsi que sur la manière d'améliorer leur connaissance du secteur financier", dont les conclusions viendront nourrir sa réflexion sur le rôle qu'elle pourrait jouer en la matière.

Au terme de cette communication, la Commission indique que pour le moment, si elle ne juge pas nécessaire d'adopter de nouvelle législation spécifique dans le domaine de l'analyse financière, elle continuera cependant à suivre de près l'application des mesures prévues par les directives Abus de marché et MIF, et si ces mesures se révélaient "insuffisantes", alors elle "envisagera de présenter de nouvelles propositions (législatives ou non)". Autant dire que l'analyse financière continue d'être placée sous l'œil attentif du régulateur.

## AMF – Ressources financières – Assiette contributive

Dans le cadre du débat budgétaire de fin d'année, est probablement passé un peu inaperçu l'amendement apporté en cours de discussion parlementaire à la loi de finances rectificatives pour 2006, à l'initiative de M. Auberger et avec l'avis favorable du gouvernement. En effet, l'article 111 de cette loi publiée le 31 décembre 2006 modifie l'article L. 621-5-3 du Code monétaire et financier

48. La directive MIF qui doit entrer en application le 1<sup>er</sup> novembre 2007, a donné lieu à des discussions préliminaires dès la mi-2000.

49. "Analyse financière : les meilleures pratiques au sein d'un marché financier européen intégré" groupe de réflexion des analystes financiers (septembre 2003), disponible sur le site de la Commission.

50. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, complétée plus notamment par la directive 2003/125/CE de la Commission du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la présentation équitable des recommandations d'investissement et la mention des conflits d'intérêts.

51. Directive 2004/39/CE précitée.

52. Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, COM(2006) 789 final, 12 déc. 2006.

53. Au travers d'un rapport (Report on Analyst Conflicts of Interest -

septembre 2003) et d'une déclaration de principe (Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest - septembre 2003).

54. Sur cette problématique, on se reportera à nos commentaires publiés dans cette même chronique sur la Charte AFEI-AFG de bonnes pratiques fixant le cadre des rémunérations par les sociétés de gestion des services rendus par les intermédiaires de marché (Banque & Droit n° 109).

55. Article 26 de la directive 2006/73/CE prise pour l'application de la directive MIF.

56. Elle cite notamment "la Charte de la communication financière" établie conjointement par le Cercle de liaison des informateurs financiers en France (CLIFF) et la Société française des analystes financiers (SFAF), "Les lignes directrices sur les meilleures pratiques" établies par l'Association of Investment Management and Research et le National Investor Relations Institute, ainsi que les "Principles of Ethical Conduct" de l'Association of Certified International Analysts.

qui fixe le cadre général des ressources financières dont dispose l'AMF, et qui ont le caractère de taxes perçues sur les personnes qui entrent dans son champ de compétence, en l'occurrence essentiellement les émetteurs et les prestataires de services d'investissement.

Le dispositif adopté, relativement simple, tend à plusieurs objectifs. Tout d'abord, il rétablit une contribution à l'occasion des rachats d'actions, dont le taux est le même que celui fixé pour les opérations donnant lieu au visa d'un document d'information<sup>57</sup>. Ensuite, il modifie la fourchette de la contribution due par les prestataires de services d'investissement et par les personnes autorisées à exercer l'activité de conservation et d'administration d'instruments financiers : auparavant comprise entre 2 000 et 3 000 euros, elle est désormais fixée entre 3 000 et 5 000 euros. Dans le même temps, alors que la contribution des groupes constitués par les personnes ci-dessus citées était plafonnée à hauteur de 250 000 euros, elle est désormais comprise entre 250 000 et 1,5 million d'euros. Enfin, le taux de la contribution due par les déposataires centraux, les gestionnaires de système de règlement et de livraison, les entreprises de marché, et les chambres de compensation, calculée sur la base de leur produit d'exploitation, est portée d'un maximum de 0,3 % à un maximum de 0,9 %.

Il sera noté que, sauf en ce qui concerne les rachats d'actions<sup>58</sup>, cette modification légale n'enclenche pas par elle-même l'augmentation des contributions dues à l'AMF. Les taux ainsi fixés par le législateur ne correspondent en effet qu'à des fourchettes à l'intérieur desquelles un décret, pris après avis du collège de l'AMF, devra venir préciser le taux effectif.

Le législateur a motivé ce relèvement par un "effet de ciseau" entre les dépenses et les recettes de l'AMF. Alors en effet que les recettes ont un caractère relativement volatil, liées qu'elles sont pour une large part à l'importance et la fréquence des grandes opérations financières, les dépenses ont quant à elles un caractère structurel, notamment en termes de frais de personnel.

Cette question du financement de l'AMF est à replacer dans le contexte plus général de l'exercice de meilleure régulation auquel s'est livrée l'Autorité sur la base d'une consultation lancée à la fin du mois de mai<sup>59</sup> et dont les conclusions ont été révélées récemment par son président<sup>60</sup>. De manière générale, cette consultation a en effet mis en évidence que les acteurs de marché n'étaient pas opposés à ce que l'AMF dispose de moyens financiers supplémentaires si ceux-ci étaient le gage d'une meilleure régulation, c'est-à-dire non d'une moindre régulation mais d'une régulation qui prenne en compte le nouvel environnement européen dans lequel la fluidité de l'offre transfrontière de produits et de services financiers est désormais presque totale, et où la protection de l'épargne française ne peut plus seulement résulter de mesures nationales, inopposables aux prestataires européens opérant depuis un autre État membre.

57. Supprimée à l'occasion de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie, qui a supprimé le visa de l'AMF en cas de rachat d'actions.

58. Pour lesquels il y a application automatique du taux fixé pour les opérations donnant lieu à visa.

## Service d'investissement – Activité de placement – Contours

Le contour de l'activité de placement a été récemment précisé par l'administration fiscale à l'occasion d'une réponse aux organisations professionnelles concernant le champ d'application de l'article 86 de la loi de finances rectificative pour 2004. Cet article a en effet complété le 12° de l'article 260 C du Code général des impôts pour exclusion du champ d'option à la TVA les commissions perçues lors de l'émission et du placement d'actions.

Dans sa réponse du 3 août 2006, la direction de la législation fiscale indique que l'exercice d'une activité de placement d'actions par un prestataire de services d'investissement est caractérisé par la recherche active d'investisseurs pour le compte d'une entreprise procédant à l'émission d'actions nouvelles ou désirant céder un bloc d'actions, cette recherche donnant lieu à l'établissement d'un prospectus ou d'un engagement contractuel de nature à traduire les obligations du prestataire.

L'administration confirme également que répondent à ce critère, les trois types d'opérations citées par la profession comme caractérisant de façon objective une activité de placement, à savoir :

- l'opération par laquelle sont cédées des actions nouvelles, l'élément matériel étant la création d'actions nouvelles ;
- l'opération soumise à l'établissement d'un prospectus tel que défini par la directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, ainsi que l'opération placée dans le champ d'application de la directive mais expressément exonérée de l'établissement du prospectus ; l'élément matériel étant respectivement le prospectus ou le cas de dispense de prospectus ;
- l'opération de cession d'actions anciennes ; la mise en place d'une activité de placement exige une forte implication du prestataire résultant du contrat ou de tout document provenant de l'émetteur ou du cédant. Ces documents constitueraient l'élément matériel caractérisant l'opération de placement.

En revanche, la DLF précise que l'activité de prise ferme telle que définie à l'article 312-5 du règlement général de l'AMF s'apparente à une activité d'achat-revente et non à une prestation de placement. Elle souligne également qu'en tout état de cause, l'activité de placement doit être distinguée de celle relative à la réception, transmission et exécution d'ordre pour le compte de tiers.

Ces précisions sont importantes alors même que les contours de ces différents services font l'objet de discussions pour délimiter le champ d'application de certaines dispositions de la directive Marchés d'instruments financiers lors de leur transposition prochaine en droit français. ■

59. Document de consultation AMF "Pour une meilleure régulation".

60. AMF "Pour une meilleure régulation - Synthèse et orientations".