

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Responsabilité civile du prestataire de services d'investissement

Cass. Com. 12 février 2008 (1^{re} espèce) et Cass. Com. 8 avril 2008 (2^e espèce). Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 989 et s.

À l'instar de ses récentes décisions en matière de responsabilité bancaire, la chambre commerciale fonde la responsabilité civile des établissements financiers sur des principes rénovés.

Une banque ne peut se contenter, sans les avoir validées, des déclarations de son client attestant être un opérateur averti (1^{re} espèce).

Un établissement financier est tenu de fournir à son client un conseil établi à partir de sa situation personnelle lorsqu'elle propose à ce dernier, pourtant dûment avisé des risques d'un produit, de souscrire à ce dernier (2^e espèce).

La chambre commerciale de la Cour de cassation continue de tracer les cadres de la responsabilité de l'intermédiaire financier sur des bases qui désormais s'insèrent dans le nouveau contexte légal et réglementaire issu de la transposition en droit français de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF). Plus généralement, l'on constate que la chambre commerciale construit une nouvelle architecture de la responsabilité des banques et des établissements financiers puisque les récentes décisions qu'elle a rendues dans le domaine de la responsabilité bancaire en matière de crédit entrent directement en résonance avec ses dernières positions en matière de droit financier, ce dont il faut se féliciter pour une plus grande lisibilité et partant, prévisibilité du droit.

Dans notre précédente chronique, nous avons traité de l'évolution de la jurisprudence de la Cour de cassation en matière de couverture. En se fondant à la fois sur l'article 1147 du Code civil et sur les règles de bonne conduite que doit respecter tout intermédiaire financier, la Cour a fait évoluer sa position pour accroître sensiblement le champ de la responsabilité de l'intermédiaire financier dans les relations qu'il entretient avec ses clients. Cette position, que nous avons qualifiée d'évolution, a été qualifiée par d'autres commentateurs de revirement puisqu'ils se sont fondés sur les conséquences du nouveau dispositif¹.

La nouvelle architecture de la responsabilité des établissements financiers s'enrichit de deux arrêts rendus respectivement les 12 février et 8 avril 2008 par la chambre commerciale qui présentent un réel intérêt.

1. Le premier précise les modalités de connaissance du client par l'établissement financier. L'on sait que ces derniers étaient tenus au titre de la rédaction de l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier applicable au moment des faits à l'origine du contentieux soumis aux magistrats, de s'enquérir de la situation financière de leurs clients, de leur expérience en matière d'investissement et de leurs objectifs. Suite à la transposition de la directive MIF en droit français, cette obligation, déclinée à travers deux « tests » de connaissance des clients, se retrouve toujours et dans des termes largement identiques dans les articles L. 533-13 du Code monétaire et financier et les articles 314-43 à 314-54 du règlement général de l'AMF. La décision commentée demeure donc d'actualité.

Au cas d'espèce soumis à l'appréciation des juges, l'établissement financier avait bien satisfait à cette obligation de connaissance de son client en recueillant auprès de ce dernier une déclaration selon laquelle il reconnaissait être un investisseur qualifié, « disposant des connaissances suffisantes des actions ainsi que des reports et décidant seul de ses investissements ». Pour la Cour de cassation, cette déclaration ne suffit toutefois pas à établir la réalité de la situation du client. L'intermédiaire financier doit s'enquérir de la situation de son client sans pouvoir se contenter de l'attestation signée par ce dernier².

Cette position, déjà commentée, si elle était considérée comme une position de principe, nous paraît contestable³. Il ne fait aucun doute que l'établissement financier doit s'enquérir de la compétence, de la situation financière et des objectifs poursuivis par son client, étant précisé toutefois qu'en ce qui concerne les objectifs, cette connaissance n'est dorénavant demandée que lorsque l'établissement financier rend les services de conseil en investissement ou de gestion sous mandat. Pour remplir cette légitime obligation, l'intermédiaire financier propose à son client, lors de l'ouverture de son compte, de

financières : revirement de jurisprudence » X. Delpech, D. 2008. 776 ; Bull Joly Bourse mars-avr. 2008 p. 164, Note P. Goutay et C. Saudo. Revue Lamy droit des affaires, avril 2006, n° 25, p. 29.

2. En matière de droit bancaire, deux décisions de la 1^{re} chambre civile de la Cour de cassation se situent dans un cadre similaire obligeant le banquier à valider les informations fournies par le client lors de l'instruction d'un prêt. Cf. Cass. Civ. 1, 25 avril 2007, Petites Affiches, 21 déc. 2007, n° 255, p. 13, Note J. Attard.

3. Cass. Com. 12 février 2008, D. 2008.689, note X. Delpech ; Revue Lamy droit des affaires, avril 2008, n° 26, p. 28.

1. Cass. Com. 26 février 2008, « Obligation de couverture en matière d'opérations



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué
général adjoint
AFEI



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

remplir un document baptisé « document de découverte » ou « fiche de connaissance », voire encore « questionnaire d'évaluation » qui lui permet de connaître les capacités, compétences et objectifs de son client, appréciés à partir de sa situation financière. Ce document, en règle générale établi à partir d'une série de questions, fait foi pour l'établissement financier. Et l'on voit mal comment ce dernier pourrait être en mesure de valider les déclarations de son client ainsi que le laisse penser la Haute Cour.

L'économie de ce dispositif de connaissance du client est en effet assise sur un système déclaratif et non sur un dispositif de nature inquisitorial. C'est si vrai que le règlement général de l'AMF comprend deux articles qui aident à comprendre ce dispositif, pivot des relations entretenues par l'intermédiaire financier avec ses clients. L'un, l'article 314-52 précise que le prestataire ne doit pas encourager le client à ne pas fournir les informations demandées et l'autre, l'article 314-53, prévoit que le prestataire est habilité à se fonder sur les informations fournies par ses clients, à moins qu'il ne sache, ou ne soit en situation de savoir, que celles-ci sont manifestement périmées, erronées ou incomplètes.

Nous n'avons pas une connaissance précise de la situation à l'origine de cet arrêt. En présence d'une attestation simplement signée par le client, sans aucune référence à une série de questions, et selon laquelle il déclare simplement être un investisseur averti, l'on pourrait comprendre la position de la Cour de cassation. L'intermédiaire financier dans ce cas de figure aurait en effet manqué à la légitime curiosité qu'il aurait dû manifester pour bien connaître la situation réelle de son client. *A contrario*, si la qualification de la compétence du client provient de réponses précises de ce dernier à un certain nombre de questions posées par l'intermédiaire et dont le client aurait attesté des conclusions quant à sa qualification, l'on ne comprend pas pourquoi devrait alors peser sur l'établissement financier une obligation de vérification et de validation des réponses de son client. N'oublions pas que ce dernier demeure, en dernière analyse, responsable de ses réponses. Rentrer plus en avant dans un schéma de certification des réponses du client entacherait, les relations juridiques entretenues par l'intermédiaire financier avec son client d'une insécurité juridique que l'on ne peut pas admettre.

Tout autre serait la situation d'un client qui, après avoir répondu aux questions posées, passerait des ordres ou réaliserait des opérations qui démontreraient, à l'évidence, un niveau de compétence distinct de celui déclaré, voire encore qui s'inscrirait dans une politique de gestion sans relation avec les objectifs déclarés. Devant une telle situation, il appartiendra à l'intermédiaire financier de disposer des procédures et des outils qui lui permettront de détecter ces distorsions afin de s'assurer auprès de son client de la pertinence des opérations qu'il réalise et de leur adéquation à ses précédentes réponses à travers leur indispensable actualisation. Il est d'ailleurs vraisemblable que lorsque ces lignes seront imprimées, l'AMF aura publié sa position sur ce thème dans le cadre de sa rubrique « Questions-réponses » à laquelle nous renvoyons d'ores et déjà les lecteurs.

De même, l'intermédiaire financier ne pourrait pas se contenter des réponses de son client si elles démon-

traient une incohérence d'ensemble qui l'obligerait à les reprendre afin d'être en mesure de les traiter de manière conforme à la réglementation. En conclusion, il est à souhaiter que cet arrêt de la Cour de cassation demeure un arrêt d'espèce répondant à une situation précise ou l'attestation signée par le client n'avait pas, en l'occurrence, de réelle valeur. Imposer la validation des réponses des clients est d'autant moins souhaitable qu'en l'absence de texte européen la fondant, une telle obligation serait à l'origine d'une distorsion de concurrence entre les établissements français et leurs concurrents étrangers.

2. Le deuxième arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 8 avril 2008, destiné à être publié au Bulletin, renouvelle les termes généraux de la responsabilité civile des intermédiaires financiers à l'égard de leurs clients. Un client avait acquis des OPCVM investis en actions, placement risqué dont il avait été averti des risques en prenant connaissance des documents d'informations légaux. Ayant réalisé des pertes, ce client met en cause la responsabilité de l'établissement financier, non pas pour manquement au devoir d'information de la banque au regard du produit financier à risques qu'il avait souscrit, mais parce que les risques induits par cet investissement ne correspondaient pas à sa situation financière.

La cour d'appel d'Aix-en-Provence, après avoir constaté que la banque, informée de la situation familiale et économique de son client, ne l'avait pas conseillé valablement en l'incitant à investir la majeure partie de son capital dans des valeurs soumises aux aléas du marché, n'a toutefois pas fait droit à la demande du plaignant. La cour a en effet considéré que ce manquement était sans lien de causalité avec le préjudice invoqué par le client, dès lors que ce dernier avait bien pris connaissance des documents d'information avant de souscrire aux produits à l'origine de ses pertes. La Cour de cassation, sur le fondement de l'article 1147 du Code civil, infirme la décision de la cour d'appel en considérant que la banque avait, en fournissant à son client un conseil inadapté à sa situation personnelle dont elle avait connaissance, commis une faute sans laquelle ce dernier n'aurait pas procédé aux opérations génératrices de pertes.

Cet arrêt est intéressant par la généralité des termes employés. L'on constate immédiatement qu'il se fonde seulement sur l'article 1147 du Code civil sans faire références aux règles de bonne conduite et aux divers textes réglementaires du régulateur qui en découlent. Ce point est important car il confère à cette décision une portée générale et immédiate qui évitera toute interprétation ultérieure en fonction des rédactions successives des textes issus des règles de bonne conduite.

La Cour ne fait pas appel à l'obligation générale d'information renforcée due par un prestataire de services d'investissement lorsqu'il intervient comme mandataire, que ce soit pour recevoir et transmettre un ordre ou pour l'exécuter (jurisprudence *Buon*). Selon la jurisprudence traditionnelle de la Cour de cassation, notamment rappelée lors des contentieux liés au produit « Bénéfic »⁴,

4. Cf. notamment cette chronique n° 117, p. 34.

cette obligation d'information, en l'espèce, avait bien été remplie par la banque puisqu'il n'est pas contesté que le client avait reçu toute l'information légale et réglementaire l'informant pleinement des conséquences du placement qu'il envisageait de réaliser. À cela s'ajoute que rien n'indiquait que le placement réalisé ait eu un caractère spéculatif. En revanche, la Cour condamne la banque pour le mauvais conseil donné. Elle prend soin de constater que la situation familiale et économique du client ne lui permettait pas de prendre un risque en capital et que la banque le savait. Elle en conclut qu'en proposant au client de procéder à un investissement risqué, la banque lui avait fourni un conseil inadapté et avait ainsi engagé sa responsabilité.

La solution se comprend sur le terrain du droit commun. S'agissant non pas d'une intervention en qualité d'intermédiaire, c'est-à-dire de mandataire, mais de conseiller, c'est-à-dire « d'entrepreneur » au sens du contrat d'entreprise, le mauvais conseil donné en connaissance de cause était bien constitutif d'une faute. Remarquons simplement que l'arrêt ne dit pas que l'intermédiaire avait une obligation de conseil, mais qu'en l'espèce il avait spontanément conseillé le client et que l'ayant mal conseillé, il a engagé sa responsabilité. L'arrêt est rendu au visa de l'art. 1147 du Code civil, donc en application des règles générales du droit civil. Si les nouvelles règles de bonne conduite avaient été applicables, il aurait également pu être rendu en application de celles-ci.

En considérant que la banque n'a pas fourni un conseil adapté à la situation personnelle de son client, la Cour fait directement référence au nouveau service de conseil en investissement inséré dans notre droit lors de la transposition de la directive MIF. Au cas présent, la banque, bien qu'ayant informé le client des risques liés au produit souscrit, a délivré au client un conseil inadapté à sa situation économique et familiale. La discussion ne porte plus sur une obligation d'information ou de conseil à rendre lors de la souscription d'un produit financier mais sur la nature du service de conseil du par la banque à son client lors de la réalisation de ses opérations financières. La responsabilité de la banque lors de l'acte commercial à l'origine de la souscription par le client est appréciée non plus en référence au seul produit proposé et vendu mais à partir de la situation patrimoniale et personnelle du client.

Cette position de la Cour de cassation est directement en phase avec celles de certaines cours d'appel qui avaient apprécié le périmètre de l'obligation d'information et de conseil pesant sur la banque non pas au regard des seules caractéristiques du produit financier mais en prenant aussi en compte la situation économique des clients et l'intérêt que présentait la souscription du produit au regard de leur patrimoine⁵.

La Cour de cassation distingue donc l'obligation d'information – parfois et hâtivement baptisée obligation de conseil – qui avait été, au cas d'espèce, rendue, de la fourniture d'un conseil, propre à l'acte commercial rendu par le banquier.

La fourniture de ce service pour reprendre les termes utilisés par la Cour fait directement écho au service de conseil en investissement défini par l'article D. 321-1, 5 du Code monétaire et financier. Il est constitué par la fourniture de recommandations personnalisées à un tiers, soit à sa demande, soit à l'initiative de l'entreprise qui fournit le conseil, concernant une ou plusieurs transactions portant sur des instruments financiers. La recommandation personnalisée est quant à elle celle qui, adressée à un investisseur, est présentée comme adaptée à cette personne et fondée sur l'examen de sa situation propre (RG AMF, art. 314-43).

Les contours exacts du service de conseil en investissement restent à préciser exactement. L'AMF devrait dans les prochaines semaines et de manière quasi concomitante à la parution de cette chronique, préciser le champ d'application de ce service dans le cadre de ses « Questions-Réponses », ce qui donnera lieu à de prochains commentaires au sein de cette chronique.

En se fondant sur l'article 1147 du Code civil et non sur les contours du service de conseil en investissement, inapplicable au cas jugé compte tenu de la date des faits, l'on pourrait considérer que la Cour de cassation envisage d'étendre le champ de ce service pour l'intégrer à toutes les relations entretenues par les établissements financiers avec leur clientèle. Il n'en est rien, toutefois, car la situation est particulière puisque, comme l'avait relevé la cour d'appel, la banque avait incité le client à souscrire : l'obligation des établissements financiers est ainsi bien cantonnée aux seuls cas constitutifs de recommandations personnalisées au sens du nouveau service d'investissement de conseil en investissement anticipé par la Cour.

Par contre, l'on peut s'interroger sur la définition des termes retenus par la Cour de cassation lorsqu'elle se réfère à la situation personnelle du client, situation dont le champ est sans doute plus vaste que sa seule situation patrimoniale. La cour d'appel avait d'ailleurs relevé que la banque n'avait pas tenu compte des contraintes du client liées à sa situation familiale et économique. Si l'on admet sans réserve une référence à la situation économique et donc patrimoniale du client, situation qui s'inscrit précisément dans le cadre des obligations de connaissance du client par l'établissement financier, l'on s'interrogera en revanche sur la prise en considération par la banque d'éléments de nature familiale dont elle n'est pas tenue de s'informer. Au cas précis, il faut toutefois relever que les magistrats d'appel avaient indiqué que la banque avait connaissance de la situation familiale et économique de leur client, ce qui tempère la portée de cette remarque. Mais il serait souhaitable qu'à travers la notion de connaissance de la situation personnelle de leurs clients, la Cour de cassation ne contraigne pas les banques à connaître leur situation familiale alors que seule l'obligation de connaissance de leur situation patrimoniale leur incombe légalement. Et lorsque l'on constate les difficultés rencontrées par les banques à connaître la réalité de la situation patrimoniale de leurs clients, soucieux de discrétion et inquiets de l'utilisation possible des informations collectées par les établissements financiers, l'on peut légitimement être préoccupé de la situation créée si une telle

5. Chambéry 30 mai 2006; CA Caen 12 juin 2007, cf. cette chronique n° 109-110 et 117.

obligation de connaissance de la situation familiale des clients devenait obligatoire. En outre, cette obligation de connaissance étendue à la situation familiale des clients se conjuguerait difficilement avec le respect du principe général de non-immixtion du banquier dans les affaires de son client, et plus généralement de la vie privée de ce dernier. Cette obligation de connaissance ainsi étendue devrait également être appréciée au regard du bon respect de la réglementation issue de la CNIL.

Cette décision comme plus généralement les dernières décisions de la Cour de cassation modifie sensiblement les contours de la responsabilité des établissements financiers. Par touches successives, et ce parallèlement aux diverses décisions rendues en matière bancaire, elle en trace les nouveaux contours. Ce faisant, elle semble anticiper hardiment l'entrée en vigueur des dispositions issues de la transposition de la directive MIF notamment en ce qui concerne la réalisation du service de conseil en investissement. En se fondant sur l'article 1147 du Code civil, la Cour de cassation étend les obligations auxquelles sont assujettis les établissements financiers depuis le 1^{er} novembre 2007 à des situations antérieures nées dans un contexte réglementaire moins précis. Si l'on peut comprendre cette politique jurisprudentielle, il faut cependant avoir conscience qu'il peut être délicat pour les parties de constituer *a posteriori* les preuves d'obligations dont elles n'étaient pas réglementairement redevables lors de la date des faits à l'origine des contentieux sur lesquels les magistrats statuent.

Prestataire de services d'investissement – Responsabilité civile – Florilège

Cass. Com. 26 mars 2008 (1^{re} espèce), Paris 26 octobre 2007 (2^e espèce), Paris 25 janvier 2008 (3^e espèce) ; Cass. Com. 4 mars 2008 (4^e espèce), Cass. Com., 20 mai 2008 (5^e espèce). V. H de Vauplane et J-P Borner, Droit des marchés financiers, Litec 2001, 3^e éd., n° 94, 989 et s

Plusieurs décisions récentes qui contribuent à préciser les contours de la responsabilité civile des établissements financiers, méritent d'être relevées.

1^{re} espèce : La Cour de cassation dans une décision rendue le 26 mars 2008 par la chambre commerciale précise qu'un établissement financier n'est pas tenu d'aviser un client de la non-exécution de son ordre lorsque ce dernier n'a pas été exécuté car le cours minimum demandé par le client n'a pas été atteint. Cette décision doit être approuvée puisque l'obligation d'information de l'établissement financier ne concerne que les ordres exécutés (RG AMF, art 314-86). Il appartient au client de s'assurer de l'exécution de l'ordre qu'il a transmis à l'établissement financier, ce dernier devant toutefois informer le client, à sa demande, de l'état de l'exécution de son ordre (RG AMF, art 314-87). Cette même décision précise également qu'un ordre exécuté par un établissement financier alors que l'instruction du client était devenue caduque n'engage pas le client conformément aux règles du mandat et plus spécialement l'article 1998 du Code civil utilement rappelé par la Cour de cassation. Pour autant, cet ordre ne peut être annulé ce qui irait à l'encontre des principes généraux gouvernant la sécurité des marchés financiers. L'ordre caduc engage donc l'établissement

financier qui doit immédiatement passer un ordre en sens contraire. Mais l'établissement financier ne doit pas indemniser le client des conséquences de cet ordre car dans sa relation avec le client, l'établissement financier doit simplement replacer son client dans la situation antérieure à l'exécution de cet ordre qui n'a eu aucune existence pour le client.

2^e espèce : les modalités d'information du client deviennent un des éléments clef des contentieux liés à la responsabilité des intermédiaires. Il revient à un arrêt de la cour d'appel de Paris rendu le 26 octobre 2007 d'avoir précisé que les informations apportées au client par le guide de l'actionnaire individuel, qui expliquait notamment les mécanismes du report, complété d'un autre guide qui détaillait le marché des options négociables, étaient complètes et adaptées aux risques de marché ouverts par les conventions signées comme le marché de service de règlement différé (SRD). Les établissements financiers veilleront donc à accompagner leur convention de services d'instruments financiers de tous documents explicatifs de ce type qui permettront aux clients de prendre connaissance des techniques et modalités d'exécution des marchés sur lesquels ils pourront intervenir dans le cadre de ladite convention.

3^e espèce : une décision de la cour d'appel de Paris du 25 janvier 2008 précise la nature de l'information qu'une banque doit délivrer à son client en présence d'une modification fondamentale des règles applicables aux marchés notamment à risques. En l'espèce, un client reprochait à sa banque de ne pas l'avoir informé des conséquences de la suppression du marché à règlement mensuel et de l'impossibilité pour lui d'effectuer des reports en septembre 2000. La cour d'appel décide qu'au-delà de l'information générale que le client avait sans doute reçue, la banque aurait dû le mettre en garde sur les conséquences induites par la suppression du règlement mensuel et son remplacement par l'ordre de bourse avec service de règlement différé (OSRD) afin que le client soit à même de décider en connaissance de cause des investissements à effectuer au cours du dernier mois d'application des règles du marché à règlement mensuel. Cette décision doit être approuvée mais sa motivation discutée. L'information que doit délivrer l'intermédiaire financier ne doit pas être générique. L'information délivrée par le professionnel ne doit pas se confondre avec celle reçue des agences de presse, elle doit être claire et surtout compréhensible par l'investisseur à qui elle est destinée. Les articles 314-10 et suivants du règlement général de l'AMF détaillent précisément les caractéristiques auxquelles doivent satisfaire les informations destinées aux clients. Rédigée de manière pédagogique, l'information doit permettre au client de comprendre les conséquences qui le concernent directement, de la situation nouvelle issue de l'information commentée. Pour autant, elle ne doit pas, selon nous, être confondue avec une mise en garde comme l'indique la décision de la cour d'appel de Paris. La notion de mise en garde laisse entendre que cette information est personnalisée, adaptée précisément à la situation du client, alors même que par définition, ce type

d'information sur les modifications des règles de marché est adressée à tous les clients sans qu'il soit toujours, et surtout réellement, possible pour l'établissement financier de mettre en œuvre un processus d'individualisation de l'information destinée à ses clients.

4^e espèce : les règles régissant le plan d'épargne en actions (PEA) sont des règles spéciales qui ne permettent pas au banquier de prélever d'office sur le compte courant de son client les sommes insuffisantes, figurant sur le compte espèces associés au PEA, nécessaires au paiement d'ordres de bourse donnés par erreur. La Cour de cassation casse la décision de la cour d'appel au visa de l'article 1147 du Code civil au motif que la cour d'appel n'a pas constaté que la banque avait informé son client de ce que, au cas où le solde du compte espèces associé au PEA ne permettrait pas le financement de l'ordre d'acquisition, celui-ci serait exécuté par prélèvement des sommes nécessaires sur le compte de dépôt.

5^e espèce : au cas présent, un client de la Banque Postale reproche à celle-ci la mauvaise information liée à des contrats d'assurance vie exprimés en unités de compte représentatives de parts de SICAV, notamment de l'existence d'un avertissement explicite de perte du capital investi. La Cour de cassation (20 mai 2008) déboute le client au motif que « la préoccupation exprimée par Mme X... de ne pas voir son capital entamé traduisait la connaissance qu'elle avait des risques de dévalorisation des placements en bourse ». En conséquence, il ne peut être reproché à la banque d'avoir donné une information incomplète, imprécise ou trompeuse « puisque les dispositions générales du contrat [...] précisent que l'épargne acquise en unités de compte est exprimée en nombre de parts du ou des supports choisis par l'adhérent, que la valeur de la part varie à la hausse ou à la baisse en fonction du cours sur les marchés financiers des titres qui la composent et que l'assureur garantit le nombre d'unités de compte et non leur valeur ». Outre ces indications, la Haute juridiction précise que peu importe la manière dont l'information a été communiquée au client, l'absence de remise effective des notices afférentes à ces placements n'étant pas en soi dirimant.

Franchissement de seuil – Déclaration – Société déclarante absorbée – Non-déclaration du franchissement de seuil par la société absorbante – Obligation (non) – Société absorbante ayant cause universelle de la société absorbée

Cass. com., 26 mars 2008, n° 06-20156, affaire Hyparlo. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd., n° 774 et s.

Une société absorbante n'a pas à renouveler la déclaration de franchissement de seuil à laquelle a déjà procédé la société absorbée car elle en est l'ayant-cause universel.

Voici une décision d'une apparente rectitude juridique et pourtant très discutable. Sans doute est-ce la raison pour laquelle, malgré son intérêt, elle n'est pas publiée au Bulletin. Elle juge qu'une société absorbante n'a pas à renouveler les déclarations de franchissement de seuil

faites par la société absorbée car elle en est l'ayant-cause universel. Il est vrai qu'une société absorbée se fond dans la société absorbante et lui transfère l'ensemble de son patrimoine par le mécanisme du transfert universel, et il n'est pas moins vrai que la société absorbante continue la personnalité morale de la société absorbée malgré la disparition de celle-ci. Pour autant, le raisonnement de la Cour de cassation est contredit par la lettre et par la finalité de la réglementation des franchissements de seuil.

L'article L. 233-7 du Code de commerce dispose que « toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant [...] informe la société dans un délai fixé par décret en Conseil d'État, à compter du franchissement du seuil de participation, du nombre total d'actions ou de droits de vote qu'elle possède », cette information étant également donnée à l'AMF « à compter du franchissement du seuil de participation ». Il en résulte que le déclencheur de l'obligation de déclarer le franchissement de seuil est défini, de manière très large, comme le fait de venir à posséder une certaine quantité d'actions ou de droits de vote. Peu importe, donc, l'opération juridique en vertu de laquelle le transfert a lieu, seul compte le fait de possession, c'est-à-dire de posséder à un moment plus d'actions qu'auparavant et de franchir à cette occasion un seuil. La confirmation en est donnée par l'autre élément déclencheur : la déclaration doit être faite dans un certain délai « à compter du franchissement du seuil de participation » ; là encore, il s'agit d'un simple fait, le franchissement d'un seuil, peu important la cause juridique de ce franchissement. Or, lorsqu'une société absorbante reçoit les titres d'une société tierce détenus par la société absorbée, elle « vient à posséder » des titres qu'elle n'avait pas auparavant. Si, à cette occasion, elle franchit un seuil, elle doit le déclarer à la société et à l'AMF. Qu'elle reçoive ces titres à la suite d'une opération à titre particulier ou à titre universel n'y change rien ; qu'elle soit l'ayant-cause à titre particulier ou à titre universel de celui qui les lui transfère est sans incidence.

La finalité de l'obligation de déclaration des franchissements de seuil impose cette analyse. Il s'agit, depuis la directive du 12 décembre 1988, « d'informer les investisseurs des participations importantes et des modifications de ces participations dans des sociétés communautaires dont les actions sont admises à la cote officielle d'une bourse de valeurs⁶ », ce qu'a repris à son compte la directive du 15 décembre 2004⁷. Ainsi que le notent les auteurs, la réglementation des franchissements de seuil a deux objectifs, le premier de transparence du marché – la connaissance par les investisseurs des transactions significatives – et le second de connaissance de l'actionnariat – la connaissance par la société et ses dirigeants des principaux actionnaires et des nouveaux actionnaires⁸.

6. Directive 88/627/CEE du Conseil du 12 décembre 1988 concernant les informations à publier lors de l'acquisition ou de la cession d'une participation importante dans une société cotée en bourse.

7. Directive 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, Considérant 18.

8. Ph. Conac, « Franchissement de seuil », in Répertoire des sociétés Dalloz, n° 1 ; F. Bucher, « Franchissement de seuils », in Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers, n° 2 et 3.

Dès lors, qu'une société se substitue à une autre est une information importante si la substitution emporte franchissement d'un seuil ; peu importe que cela résulte d'une fusion absorption ou d'une autre opération. C'est la raison pour laquelle les textes européens et, à leur suite, le droit français, étendent l'obligation de déclaration aux personnes qui ont simplement le droit d'acquiescer, de céder ou d'exercer des droits de vote, à la suite d'une promesse, d'une convention de vote, d'un mandat, d'une action de concert, etc.

**1. – Action de concert – Définition –
Franchissement de concert du seuil du tiers –
Injonction de l'AMF de déposer une offre publique
– Non-respect du contradictoire – Annulation
2. – Franchissement postérieur du seuil à la baisse
– Nouvelle décision de l'AMF – Décision à prendre
en fonction des circonstances nouvelles – Offre
publique obligatoire (non)**

1 - Paris, 1^{re} H., 2 avril 2008, n° 2007/11675, affaire Eiffage. 2 - Décision AMF n° 208 Co741 du 21 avril 2008 concernant les sociétés Sacyr et Eiffage. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd., n° 747 et s.

1 – Selon la cour d'appel de Paris, la décision de l'AMF qui demande au membre d'un concert de déposer un projet d'offre publique d'achat emporte nécessairement des effets à l'égard des autres membres du concert, qui risquent, par la solidarité attachée à l'action de concert, de se trouver associés à l'obligation de déposer une offre publique, ce qui leur confère un intérêt à exercer un recours contre la décision de l'autorité de régulation.

Lorsque l'AMF, autorité publique indépendante habilitée à prendre des décisions individuelles ayant la nature d'actes administratifs, demande le dépôt d'une offre publique, elle décide, non d'une accusation en matière pénale, mais de droits et obligations de caractère civil, au sens de l'art. 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme. En cette matière, les impératifs de souplesse et d'efficacité, entièrement compatibles avec la protection des droits de l'homme, peuvent justifier l'intervention préalable d'organes administratifs ne satisfaisant pas sous tous leurs aspects aux prescriptions de forme de ce texte, dès lors que les décisions prises par ceux-ci subissent *a posteriori*, sur les points de fait et les questions de droit, le contrôle effectif d'un organe judiciaire offrant toutes les garanties au sens du texte susvisé. Tel est le cas de l'AMF qui, lorsqu'elle instruit une procédure de conformité d'un projet d'offre publique, n'est pas tenue de faire observer le principe de la contradiction, ni d'instruire sa décision autrement que par l'examen des demandes, pièces et mémoires qui lui sont transmis dont elle peut demander la production.

Lorsque l'AMF demande le dépôt d'une offre publique en raison du franchissement du seuil du tiers, sa demande s'analyse en une injonction, laquelle doit être prononcée dans le respect du contradictoire, selon ce qu'exige l'art. L.621-14 du Code monétaire et financier, s'agissant de relever un manquement.

La décision du collège de l'AMF se prononçant sur un projet d'offre n'a pas pour objet de déterminer si les faits constatés

peuvent motiver l'ouverture d'une procédure de sanction mais de statuer sur la conformité du projet.

L'accord qui fonde une action de concert ne résulte pas nécessairement d'un écrit, ni ne revêt nécessairement un caractère contraignant. Il peut résulter d'une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une finalité commune consistant à se grouper pour apparaître en force afin d'imposer ensemble, par surprise lors d'une assemblée générale, une recomposition à leur avantage du conseil d'administration leur permettant ensuite de réaliser le rapprochement entre les deux sociétés, ce qui va au-delà d'un simple parallélisme des comportements. Compte tenu du caractère subreptice des manœuvres des concertistes, qui ont notamment méconnu leurs obligations d'information sur les prises de participation, c'est à bon droit que l'AMF a estimé que le projet d'offre publique d'échange présenté par l'un des concertistes ne respectait pas les principes de transparence et de loyauté et ne pouvait dès lors être déclaré conforme.

2 – Selon l'AMF, la décision de la cour d'appel de Paris a rendu caduque la demande faite précédemment à l'un des concertistes de déposer un projet d'offre publique, de sorte que la nouvelle décision que cette autorité doit prendre doit nécessairement tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalent au jour de sa nouvelle décision. Par conséquent, le concertiste ayant entre-temps revendu ses actions et franchi à la baisse le seuil du tiers, n'a pas à être tenu de déposer un projet d'offre publique.

Voilà deux décisions d'une grande richesse et d'une grande portée ; la première de la chambre spécialisée (1^{re} H) de la cour d'appel de Paris⁹, qui juge, pour l'essentiel, qu'une action de concert peut résulter d'un accord qui peut n'être pas écrit et n'être pas contraignant, et peut être prouvé par un simple faisceau d'indices, mais annule l'injonction de l'AMF de déposer un projet d'offre publique parce que cette autorité n'a pas respecté le principe de la contradiction ; la seconde de l'AMF, qui tire les conséquences de la décision précédente et de la revente entre temps des actions des concertistes, et renonce à leur imposer un projet d'offre publique compte tenu des nouvelles circonstances.

Rappelons la procédure. Estimant que des sociétés espagnoles menées par la société Sacyr avaient franchi de concert le seuil du tiers du capital de la société Eiffage sans le dire, l'AMF avait déclaré non conforme le projet d'offre publique d'échange de Sacyr sur les actions Eiffage et demandé à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sur les actions Eiffage et sur les actions d'une filiale indirecte, APRR¹⁰. Sur recours de Sacyr et de six autres concertistes nommément désignés dans la décision de l'AMF, la cour d'appel de Paris a confirmé l'existence d'une action de concert mais infirmé l'injonction de déposer un projet d'offre publique. Compte tenu de cette annulation, l'AMF a considéré que sa décision précédente était devenue caduque et examiné de nouveau la situation, mais décidé qu'il n'y avait plus à imposer le dépôt d'un

9. Voir D. 2008, AJ, p. 1057, note A. Lienhard ; RTD Com. 2/2008, à paraître, chronique N. Rontchevsky et chronique Ch. Goyet.

10. Décision AMF n° 207 C1202 du 26 juin 2007.

projet d'offre publique dans la mesure où, entre temps, les concertistes avaient revendu leurs actions.

1. – La cour d'appel de Paris statue sur plusieurs points, qui ne présentent pas tous le même intérêt. Elle prend partie, en premier, sur la recevabilité du recours des concertistes autres que Sacyr. Comme l'injonction de l'AMF n'avait expressément visé que Sacyr, le parquet avait conclu à l'irrecevabilité de leur intervention. La cour la déclare au contraire recevable car les concertistes sont tenus solidairement aux obligations qui s'attachent à leur action de concert, en particulier l'obligation de déposer une offre publique en cas de franchissement du seuil du tiers. Aussi, estime-t-elle que, même si la décision de l'AMF ne s'imposait pas directement à eux, la demande de dépôt d'un projet d'offre publique à l'encontre de l'un d'eux était néanmoins « susceptible d'affecter leur situation juridique, de sorte que ces dernières justifient d'un intérêt légitime à le contester ». Telle est bien l'une des conséquences de la solidarité, l'effet de représentation mutuelle, qui permet aux codébiteurs de se joindre à tout moment au recours exercé par l'un d'eux¹¹. La cour juge également que lorsque l'AMF statue sur la conformité d'une offre publique, cette autorité prend une décision individuelle ayant la nature d'un acte administratif et « décide en cette occasion envers l'initiateur, non d'une accusation en matière pénale, mais de droits et obligations de caractère civil, au sens de l'art. 6.1 de la Convention précitée [Convention européenne des droits de l'homme] » et « qu'en cette matière, les impératifs de souplesse et d'efficacité, entièrement compatibles avec la protection des droits de l'Homme, peuvent justifier l'intervention préalable d'organes administratifs ne satisfaisant pas sous tous leurs aspects aux prescriptions de forme de ce texte, dès lors que les décisions prises par ceux-ci subsistent a posteriori, sur les points de fait et les questions de droit, le contrôle effectif d'un organe judiciaire offrant toutes les garanties au sens du texte susvisé » et « que tel est le cas de l'AMF qui, lorsqu'elle instruit une procédure de conformité d'un projet d'offre publique, n'est pas tenue de faire observer le principe de la contradiction, ni d'instruire sa décision autrement que par l'examen des demandes, pièces et mémoires qui lui sont transmis ou dont elle peut demander la production ». La solution n'est pas nouvelle et correspond à la position de la Cour européenne des droits de l'homme¹². Au surplus et accessoirement, les nombreux échanges qui avaient eu lieu entre l'AMF et le principal concertiste démontraient qu'il avait largement pu faire valoir ses arguments. La cour a également tranché sans surprises sur quelques autres points mineurs.

Il faut s'arrêter à la partie de la décision relative à l'action de concert. La cour y fait une interprétation très libérale de la notion, mais très stricte de sa mise en œuvre par l'AMF. En premier, elle prend partie sur la nature de l'action de concert et décide que « l'article L. 233-10 [du Code de commerce] n'exige pas que l'accord résulte d'un écrit, ni qu'il revête un caractère contraignant ». Voilà une

affirmation de grande portée pratique et théorique. Si la première appréciation – l'accord de concert n'a pas besoin d'être écrit – était déjà largement partagée, la seconde l'était moins, certains estimant qu'il ne peut y avoir un accord si celui-ci ne crée pas d'obligation juridique¹³. La cour ne s'appesantit pas sur ces deux aspects et se contente de les affirmer, comme une évidence. Il est vrai que l'action de concert n'est pas un acte juridique mais un fait, car il s'agit d'une action. L'action de concert s'apparente, de ce point de vue, à l'entente du droit de la concurrence. La constatation est banale mais importante pour bien raisonner. Cependant, l'article L. 233-10 du Code de commerce fait résulter l'action de concert de la conclusion d'« un accord en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote, pour mettre en œuvre une politique vis-à-vis de la société ». Dès lors se pose la question de savoir s'il faut une véritable convention entre les parties, avec des effets juridiques obligatoires. Le terme « accord » choisi par le législateur laisse penser que ce dernier n'a pas voulu assimiler l'action de concert, qui reste fondamentalement un fait, à un contrat ou une convention au sens juridique traditionnel. Dans le vocabulaire, un accord est une notion beaucoup plus large, qui peut revêtir plusieurs acceptions et s'étendre à une simple entente¹⁴. Il est probable que le droit boursier, droit finaliste, n'a pas voulu s'enfermer dans une catégorie étroite, l'action de concert n'étant pas de l'ordre du juridique mais du politique ; on peut partager sur ce point l'analyse du Professeur Charles Goyet, qui écrit que « l'accord entre des opérateurs sur des questions stratégiques ne saurait être une obligation. Personne ne peut s'engager à l'avance à collaborer dans l'ignorance et même au mépris de la survenance éventuelle d'éléments d'appréciation nouveaux et imprévisibles¹⁵ ». La cour d'appel de Paris en offre un exemple dans l'affaire Eiffage, où elle constate « une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une finalité commune consistant à se grouper pour apparaître en force afin d'imposer ensemble, par surprise, lors de l'assemblée générale extraordinaire d'Eiffage du 18 avril 2007, une recomposition à leur avantage du conseil d'administration leur permettant ensuite de réaliser le rapprochement entre les deux sociétés ». Retenons, de ce résumé de la situation, la définition générale de l'action de concert donnée par la cour : « une démarche collective organisée tendant à la poursuite d'une finalité commune ». Là se marque la différence avec le simple parallélisme des comportements, dont on ne peut de lui seul induire une action de concert, ce que rappelle la cour de Paris.

Action de concert il y avait donc en l'espèce, ce qui imposait de cumuler les participations détenues par les concertistes et conduisait selon la cour à constater qu'ils avaient franchi ensemble le seuil du tiers du capital de la société Eiffage, ce qu'ils s'étaient gardés de révéler, et auraient donc dû lancer une offre publique sur le reste des titres, ce que l'AMF avait demandé à l'un des concer-

11. F. Terré, PH. Simler et Y. Lequette, *Les obligations*, Précis Dalloz, n° 1159.

12. Cour EDH, 23 juin 1981, *Le Compte, Van Leuven et De Meyere c/ Belgique*, Série A, n° 43.

13. D. Schmidt, « Action de concert », *Répert. Sociétés Dalloz*, n° 11 et s. F-M. Laprade, *Concert et contrôle*, Joly Ed., 2007, p. 74 et s., p. 431 et s., p. 442 et s.

14. *Vocabulaire Juridique*, v° Accord.

15. Ch. Goyet, « Le critère de l'action de concert selon Dominique Schmidt, éléments de discussion », *Mélanges Dominique Schmidt*, 2005, p. 297, n° 5.

tistes par sa décision du 26 juin 2007. Mais, sans remettre en cause cette obligation, qu'elle aurait pu imposer elle-même¹⁶, la cour annule cette partie de la décision de l'AMF, considérant que l'autorité de régulation « ne les [les concertistes] a pas avisés du franchissement de seuil qui leur était imputé ni invités à présenter leurs observations sur la matérialité des manquements qu'elle s'apprêtait à relever et les conséquences, au regard des art. 234-2, 234-6 et 231-8 du Règlement général, qu'il convenait d'en tirer » ; et qu'ainsi elle a commis une violation de l'article L. 621-14 du Code monétaire et financier « qui exige que les personnes concernées soient mises en mesure de présenter leurs explications » et a commis « une atteinte aux droits de la défense ». La cour distingue expressément deux aspects dans la décision de l'AMF du 26 juin 2007, le refus de conformité et la demande de dépôt d'une offre publique. Il est vrai que la première est une décision administrative individuelle, non un acte juridictionnel au sens de l'art. 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme. Mais, qu'en est-il de la seconde ? La cour y voit une véritable sanction administrative, qui doit donc respecter les garanties processuelles fondamentales et, en particulier, celle du contradictoire, ce qu'exige expressément l'art. L.621-14.I du Code monétaire et financier : « Le collège peut, après avoir mis la personne concernée en mesure de présenter ses explications, ordonner qu'il soit mis fin, en France et à l'étranger, aux manquements et aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles [...] ou à tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché ». Néanmoins, en l'espèce, l'AMF avait eu de nombreux échanges avec les concertistes présumés, en particulier quant aux conditions dans lesquelles ils avaient acquis des actions. Cependant, la cour estime que s'agissant de sanctionner un manquement par une injonction, l'AMF aurait dû précisément les aviser du reproche qui leur était imputé, le franchissement du seuil du tiers, et les inviter « à présenter leurs observations sur la matérialité des manquements qu'elle s'apprêtait à relever et les conséquences... qu'il convenait d'en tirer ». La cour fait donc une application stricte du principe de la contradiction : il doit être formellement et substantiellement respecté, c'est-à-dire porter précisément et expressément sur le manquement reproché et non sur un ensemble de faits indistincts.

2 – L'annulation sur ce point de la décision de l'AMF du 26 juin 2007 a donc contraint celle-ci à statuer à nouveau, ce qu'elle a fait par une décision du 21 avril 2008. Mais, constatant que Sacyr avait cédé ses actions Eiffage entre temps, elle a estimé « qu'il n'y a pas lieu de faire obligation à la société Sacyr de déposer un projet d'offre publique visant les actions de la société Eiffage ». Cette décision, motivée de manière elliptique, peut surprendre, au moins d'un point de vue juridique. Reprenons en les différents motifs.

L'AMF commence par prendre acte « de ce que Sacyr ne

détient plus aucune action Eiffage » et que « compte tenu de sa décision et de l'arrêt de la cour d'appel de Paris précités, le projet d'offre publique d'échange de la société Sacyr visant les actions Eiffage et la demande faite à Sacyr de déposer un projet d'offre publique sont caducs ». Ni la constatation préalable, ni la conséquence qui en est induite ne sont discutables en elles-mêmes. Seule l'affirmation de leur caducité pourrait faire naître un débat si l'on voulait s'y attacher, car il s'agit en réalité de la confirmation par la cour de la validité de la décision de l'AMF de refuser la conformité de l'offre publique d'échange et de l'annulation par la cour de la décision de l'AMF de demander le dépôt d'un projet d'offre publique. L'AMF poursuit en relevant « que les actions Eiffage détenues par Sacyr, agissant de concert, au-delà de la fraction du tiers, ont été privées de droit de vote », ce qui semble faire allusion à la sanction prévue par l'art. L.433-3.I du Code monétaire et financier. Mais, d'une part, quelle raison la conduit à rappeler ce point, qui n'était pas en cause ? Peut-être pour faire remarquer que si l'AMF libère Sacyr de l'obligation de déposer un projet d'offre, cette société n'en a pas moins été sanctionnée par la privation du droit de vote. Cependant, ce rappel n'était pas nécessaire et risque de faire l'objet d'une discussion dans la mesure où, depuis lors, le tribunal de commerce de Paris a jugé que la privation du droit de vote, qui avait été prononcée par le bureau de l'assemblée d'Eiffage, l'avait été irrégulièrement¹⁷.

Puis, l'AMF en vient à l'essentiel : elle « estime que l'application des principes gouvernant les offres publiques visés à l'art. 231-3 du Règlement général, des articles L. 433-3.I du Code monétaire et financier et 234-2 du Règlement général relatifs à l'offre obligatoire, doit nécessairement tenir compte de l'ensemble des circonstances de fait qui prévalent à ce jour ». Que faut-il comprendre ? Que l'AMF estime devoir prendre sa nouvelle décision en fonction des nouvelles circonstances, qu'elle a rappelées préalablement, la cession par SACYR des actions EIFFAGE en particulier. Cette affirmation, qu'il convient de tenir compte « des circonstances de fait qui prévalent à ce jour », est troublante. En effet, en renonçant à imposer à SACYR de déposer une offre publique, l'AMF statue, non pas par une décision administrative individuelle, mais dans le cadre d'une procédure de sanction – même s'il s'agit de refuser de prononcer une sanction – car telle a été l'analyse de la cour d'appel de Paris, analyse qui l'a conduite à annuler la première décision de l'AMF sur ce point pour violation du principe de la contradiction. Par conséquent, s'il est normal qu'une décision administrative soit prise en fonction de circonstances qui existent au jour de celle-ci, il est discutable que la sanction d'un fait passé, le franchissement de concert du seuil du tiers, soit appréciée en fonction des circonstances postérieures, la cession des titres par les concertistes. Il ne s'agit pas, en effet, de tirer les conséquences d'une situation actuelle pour prendre une décision administrative, mais de tirer les conséquences d'un manquement antérieur. Or, s'agissant

16. Paris, 19 octobre 2005, aff. Chamla : cette chronique n° 105, janv.-févr. 2005, p. 40 ; Bull. Joly Bourse, mars-avr. 2006, p. 159.

17. Tribunal de commerce de Paris, 6 mai 2008, aff. 2007F2086, Group Rayet c/ Eiffage et Eiffage.

de sanctionner une situation contraire à la loi, sa disparition postérieure ne change rien au fait qu'elle a existé à un moment donné et qu'un manquement a bien été commis. Le remord du contrevenant n'efface pas la contravention.

La décision est d'autant plus discutable qu'elle semble faire de l'intervention de l'AMF la cause de l'obligation de déposer un projet d'offre publique lorsque le seuil du tiers a été franchi. Or, il n'en est rien, l'obligation naît de la situation elle-même, est d'origine légale et préexiste à l'intervention de l'AMF. Les textes sont en ce sens : la directive du 21 avril 2004¹⁸ dispose que, dans cette hypothèse, « les États membres veillent à ce que cette personne soit obligée de faire une offre » (art. 5.1) ; l'art. L. 433-3.I du Code monétaire et financier va dans le même sens, la personne « est tenue d'en informer immédiatement l'Autorité et de déposer un projet d'offre publique » ; le Règlement général de l'AMF le confirme : la personne « est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre ». Ajoutons que lorsque le seuil du tiers est franchi, l'obligation légale de déposer un projet d'offre ne laisse pas de pouvoir d'appréciation à l'AMF. L'autorité de régulation peut seulement accorder une dérogation, à condition que la situation corresponde à l'un des cas prévus par le règlement général (art. 234-4 et s.). C'est seulement en cette hypothèse que l'AMF peut exercer un pouvoir d'appréciation.

Information privilégiée – Explication plausible (oui) – Manquement d'initié (non) – Conflit d'intérêts (oui) – Muraille de Chine (insuffisance) – Liste de surveillance (oui)

AMF, commission des sanctions, 7 février 2008, Amber Fund et Société Générale; cf. aussi H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3^e éd. 2001, n° 1028 et s., 1077 et s.

Face à ce qui paraît constituer un manquement d'initié, l'existence d'une explication « cohérente et plausible » ne permet pas de constituer le faisceau d'indices concordants duquel il résulte que seule la détention d'une information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles les personnes mises en cause ont procédé.

Les règles de bonne conduite, dont l'objet est de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, s'imposent aux prestataires de services d'investissement pour l'ensemble des activités dont ils ont la maîtrise, y compris lorsque ces activités sont menées au sein de structures juridiquement indépendantes. Les moyens mis en œuvre pour détecter et gérer les conflits d'intérêts doivent être adaptés, notamment en tenant compte de la taille de l'établissement et de sa réputation.

La décision rendue le 7 février dernier par la commission des sanctions de l'AMF mérite l'attention : si elle ne retient pas le manquement d'initié en considérant que les

éléments du dossier ne permettent pas de la caractériser, « alors surtout » que la personne suspectée d'avoir utilisé l'information privilégiée « donne une explication cohérente et plausible des raisons qui, selon [elle], l'ont poussé à [intervenir] », elle sanctionne en revanche la banque détentrice de l'information privilégiée, « qui – au lieu de mettre en place un dispositif destiné à détecter et gérer les conflits d'intérêts susceptibles d'intervenir entre [elle-même et un fonds dont elle avait « la maîtrise »] ainsi que la survenance de conflits entre [ce même fonds] et certains de ses clients aurait dû l'y conduire – s'est contentée d'interventions ponctuelles, tardives et manifestement insuffisantes, rapportées notamment à la taille et à la réputation de la [banque] ainsi qu'à l'ampleur du risque de préjudice encouru par ses clients ».

Les faits de l'espèce sont relativement simples. Durant le second semestre 2003, le service de la surveillance des marchés de l'Autorité de marché est alerté par des mouvements suspects concernant tant l'action que l'obligation convertible Sophia, société foncière de droit français cotée sur Euronext Paris, une partie de ces mouvements ayant été réalisée par un *hedge fund* (Amber Fund) qui, entre le 1er et le 29 août 2003, a représenté environ 36 % du marché du titre. Or, Amber Fund (le fonds) agissait pour le compte propre de la Société Générale (la banque) à laquelle différents liens l'unissaient, alors que celle-ci était à cette époque, sur le point de vendre sa participation dans le capital de Sophia conjointement avec les AGF. La banque est donc soupçonnée d'avoir fait profiter le fonds de cette information privilégiée. Fin 2006, plusieurs notifications de griefs sont ainsi adressées par l'AMF au fonds et au responsable de sa gestion d'une part, à la banque et à son secrétaire général d'autre part. Les griefs se décomposaient en deux branches : l'une relative au manquement d'initié, l'autre à des manquements au regard de diverses obligations déontologiques.

Sur la question du manquement d'initié, l'analyse de la commission des sanctions est classique, et n'appelle pas en tant que telle de développement particulier.

En premier lieu, l'existence d'une information privilégiée à la date à laquelle le fonds a commencé ses interventions est suffisamment établie par la réunion des éléments applicables en la matière. Une information précise tout d'abord, puisque les chances d'aboutir étaient « raisonnables », la *short list* des candidats acquéreurs admis en phase de *data-room* ayant été arrêtée le 30 juillet 2003 et le conseil d'administration de la banque ayant autorisé le 31 juillet 2003 son président directeur général à céder la participation détenue dans le capital de Sophia. Une information non publique ensuite, puisque cette information n'a été révélée que le 5 septembre 2003 par deux communiqués, l'une de la banque, l'autre des AGF. Une information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des titres concernés enfin, puisque comme le relève la décision, la publication des communiqués du 5 septembre a entraîné le jour même une multiplication par vingt et un du nombre de titres échangés.

Dans un deuxième temps, la commission des sanctions recherche si la détention par le fonds de l'information privilégiée peut être établie, « soit par une preuve tangible soit, à défaut, par un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule cette détention peut expliquer les opérations aux-

18. Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition.

quelles les personnes mises en cause ont procédé ». Aux termes des notifications de griefs, ce faisceau d'indices résultait à la fois de l'importance du volume des achats réalisés par le fonds, de la date du début de ces achats, du manque de cohérence de ceux-ci – et notamment de leur calendrier – avec la stratégie de gestion du fonds et d'une « certaine dépendance » de l'activité du fonds à l'égard des métiers capitalistiques de la Banque. Au cours de l'examen de ces divers éléments qu'elle semble considérer effectivement réunis, la commission observe toutefois que « la prise d'une position acheteuse sur le titre Sophia pendant la période en cause apparaît plausible au regard de la mise en œuvre d'une stratégie "event driven" dans le cadre d'un investissement de type "long short equity", consistant à combiner, au sein d'un même portefeuille, d'une part, l'achat d'actions d'une société lorsque, tout à la fois, celle-ci paraît susceptible de faire l'objet d'une opération de restructuration et que le cours du titre est jugé sous-évalué, et, d'autre part la vente d'une action jugée sur-évaluée ; qu'au demeurant, le début des achats a succédé à deux notes d'analyse publiées le 30 juillet 2003 par Merrill Lynch et Cheuvreux faisant état d'une recommandation à l'achat sur le titre Sophia ». Elle observe également que « l'importance en valeur absolue des achats réalisés entre le 1^{er} et le 29 août doit être rapprochée de leur part relative dans l'actif du fonds », qui ne représentait que 1,6 % de celui-ci. La commission des sanctions conclut donc que « les éléments venant à l'appui de la notification de griefs ne sont pas tels qu'en l'état du dossier [...] ils permettent de conclure que seule la détention [...] de l'information privilégiée précédemment définie peut expliquer l'achat, par [le fonds], de titres Sophia. » Elle exonère en conséquence le fonds et le responsable de sa gestion du manquement d'initié. Pareillement, elle exonère la banque du grief de transmission d'une information privilégiée.

On ne peut qu'approuver cette solution : en l'absence d'éléments tangibles mais devant une explication rationnelle, matériellement appuyée (l'existence d'analyses externes ici), la présence d'indices ne saurait permettre de constituer le faisceau indispensable sur la base duquel peut être établi le manquement d'initié ou la transmission d'une information privilégiée. La rédaction de la décision, mais peut-être est-elle seulement maladroite, laisse toutefois transparaître que telle n'est pas la conviction intime de la commission ...

L'approche suivie en ce qui concerne les manquements en matière déontologiques suscite davantage l'intérêt dans la mesure où elle concerne une matière particulièrement sensible et centrale qui est celle de la prévention et de la gestion des conflits d'intérêts.

Le raisonnement consiste tout d'abord à relever que les règles de bonne conduite dont la source est légale¹⁹, et dont l'objet est de garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, s'imposent au prestataire de services d'investissement « pour l'ensemble des activités dont il a la maîtrise y compris celles exercées par une structure dotée de la personnalité morale » : la banque ne peut donc s'exonérer de ses obligations au motif que les manquements auraient été réalisés par une structure (le fonds) juridiquement distincte d'elle. Or, la maîtrise

qu'avait la banque des activités menées par le fonds est suffisamment établie de deux sortes d'éléments. D'une part, par la relation capitaliste très forte unissant les entités²⁰ et la constatation que la gestion du fonds était assurée par une filiale à 100 % de la banque qui en avait elle-même délégué la gestion opérationnelle à une autre filiale à 100 % de la banque. D'autre part, par l'observation que l'équipe de gestion était située dans les locaux mêmes de la banque à New York, et dirigée par un de ses salariés, « soumis à la hiérarchie de la ligne de métier "dérivés action" de la [Banque], et plus directement [à son] département "Equity Derivatives USA" [...], localisé à New York » et qu'ainsi, « eu égard à ce lien de subordination il ne pouvait refuser les instructions données par sa hiérarchie ».

Observons cependant que l'affirmation selon laquelle les règles de conduite s'appliquent à l'ensemble des activités dont l'établissement a la maîtrise quand bien même certaines seraient filialisées, ne va pas de soi sous l'empire des dispositions applicables au moment des faits, celles-ci semblant raisonner au seul niveau de chaque entité juridique sans en déduire de conséquences particulière à l'échelle du groupe. Cette affirmation va d'autant moins de soi d'ailleurs que la transposition de la directive MIF a conduit à clarifier ce point, mais seulement en matière de conflits d'intérêts : désormais ainsi, le champ des « mesures raisonnables » que doivent prendre les prestataires de services d'investissement pour « détecter » les situations de conflits d'intérêts englobe spécifiquement les personnes qui lui sont « directement ou indirectement » liées²¹ (RG AMF, art. 313-18). Force est aussi de constater qu'à l'époque le Conseil des marchés financiers ne paraissait pas considérer qu'il y avait une obligation incontournable : en octobre 2002, et il ne semble pas que cette position ait été substantiellement durcie dans les mois qui ont suivi, il écrivait ainsi que dans « les établissements financiers multi-capacitaires de taille importante [où] il existe des déontologues dédiés par activité, [...] il semble souhaitable qu'il existe une structure de déontologie qui soit, même en cas de filialisation des activités concernées, située au-dessus des murailles de Chine de façon à pouvoir vérifier leur étanchéité et organiser et suivre les franchissements. Il sera alors possible à cette structure de détecter a priori de façon à gérer au mieux les cas dans lesquels, du fait de l'étanchéité des murailles de Chine, plusieurs services ou entités juridiques d'un même groupe se retrouvent involontairement en conflit d'intérêts²² ». Un « souhait » du régulateur peut-il être érigé en obligation incontournable ?

La commission des sanctions souligne ensuite que, comme l'a relevé la notification de griefs, un certain nombre de décisions du fonds, prises de participation ou exercice de ses prérogatives d'actionnaire, caractérisaient des situations allant à l'encontre des intérêts de clients de la

19. Comofi, art. L. 533-4 à l'époque des faits.

20. La Banque détenait indirectement les parts sociales sans droit de vote, ainsi que la presque totalité (97,9 %) des parts sociales avec droits de vote.

21. Répondant ainsi pleinement au standard édicté récemment au niveau mondial par les régulateurs de marché qui ont recommandé « a whole of group approach » en matière de conflits d'intérêts. V. en ce sens Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings – Final report, IOSCO, nov. 2007, p. 7 et s., étant souligné que sous un titre apparemment limitatif (le placement de titres), c'est en réalité une position générale qui est prise sur la question des conflits d'intérêts.

22. Synthèse des rapports établis par les responsables du contrôle des services d'investissement sur la circulation des informations confidentielles ou sensibles, Rev. CMF, n° 52, oct. 2002, p. 5 et s.

banque. À tel point d'ailleurs que des instructions ont dû être adressées par la banque au fonds pour qu'il modifie en conséquence son comportement, révélant ainsi qu'il était « structurellement en situation de conflits d'intérêts potentiels avec certaines activités de la banque de financement et d'investissement de la [Banque] ».

Le dispositif déontologique de la banque en matière de conflits d'intérêts fait par ailleurs l'objet de critiques. La commission observe d'abord que s'il existait bien une séparation (muraille de Chine) entre les salariés agissant sur la base d'informations publiques et ceux ayant accès à des informations confidentielles, qui pouvait permettre de prévenir la circulation d'informations confidentielles, le dispositif ne cherchait pas en revanche « à identifier – de façon à pouvoir les prévenir et surtout à être en mesure de les gérer – les situations porteuses de risques de conflits d'intérêts telles que celles relatives aux activités respectives [du fonds] et de la banque de financement et d'investissement de la [banque] ». Elle relève ensuite que l'activité du fonds « pouvait être à l'origine de conflits commerciaux » avec des clients de la banque, que celle-ci, compte tenu du calibrage de son système informatique, n'était pas en mesure d'identifier, « alors que les solutions apportées à ces difficultés commerciales pouvaient elles-mêmes générer des conflits d'intérêts qu'il convenait de prévenir et de gérer ».

La commission en déduit une insuffisance au regard des exigences prévues par le règlement général du CMF, alors en vigueur²³. Elle estime, en outre, que cette insuffisance est corroborée par la circonstance que, bien que l'action Sophia ait été inscrite sur la liste de surveillance²⁴ de la banque à partir de novembre 2002 et bien que l'information relative à la cession de sa participation dans Sophia, conjointement avec les AGF, revêtait un caractère « sensible », « à tout le moins à compter du 1^{er} août 2003 », les transactions effectuées sur le titre Sophia par le fonds auraient du faire l'objet de surveillance par la banque : or, celle-ci n'a été en mesure de justifier « d'aucun contrôle pour la période durant laquelle les achats [du fonds] ont représenté environ 36 % du marché ».

Dans ce cadre, la commission écarte le grief relatif à l'absence de moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de sa tâche par le déontologue, de même qu'elle ne retient aucun grief à l'encontre du secrétaire général de la banque, puisqu'il n'était pas l'une des per-

sonnes sur lesquelles pesaient les obligations prévues par les textes²⁵. Elle retient en revanche un manquement de la banque lié à l'insuffisance du dispositif mis en place pour « détecter et gérer les conflits d'intérêts susceptibles d'intervenir entre [le fonds] et la banque de financement et d'investissement de la [banque] », en se contentant « d'interventions ponctuelles, tardives et manifestement insuffisantes, rapportées notamment à la taille et à la réputation de la [banque] ainsi qu'à l'ampleur du risque de préjudice encouru par ses clients ». Une sanction pécuniaire de 300 000 euros est en conséquence prononcée à son encontre.

On remarquera comment « la taille et la réputation » de la banque sont prises en compte. Cela est un peu curieux, ces notions étant traditionnellement plutôt attachées à la problématique du contrôle financier qui est placé sous la compétence de la commission bancaire : la taille et la réputation d'un établissement y sont en effet particulièrement centrales dans la mesure où un risque systémique peut survenir de la perte d'un nombre important de clients au sein d'un établissement qui occupe une position centrale dans le système financier.

Mais finalement, le cœur de cette décision est constitué par la matérialité du dispositif de gestion des conflits d'intérêts mis en place par la banque, et son inadéquation par rapport aux situations créées par l'activité du fonds. De ce point de vue, et alors que l'une des utilités des décisions de la commission des sanctions est de permettre à la Place de faire évoluer ses pratiques, il est dommage que plus d'éléments factuels ne soient pas fournis : n'est pas facilité ainsi le travail d'analyse des prestataires de services d'investissement sur les conséquences qu'ils doivent en tirer dans l'organisation de leur fonction de conformité et de leur dispositif de conflits d'intérêts. Cela aurait été pourtant d'autant plus utile qu'un certain malaise subsiste. Pourquoi notamment n'avoir pas recherché si les instructions données au fonds par la Banque n'ont pas pu, au moins partiellement, supprimer les situations de conflits d'intérêts reprochées ? Comment aussi établir une faiblesse du dispositif de murailles de Chine, alors que le règlement général du CMF nous indique que son principal enjeu est de prévenir la circulation d'informations confidentielles et qu'il n'y a pas de faute reconnue sur ce point. Comment également écarter la faiblesse des moyens humains et matériels alors que l'enjeu est bien un défaut de ces moyens ? Ces questions disposent sans doute de réponses : la décision ne les éclaire malheureusement pas !

En définitive, compte tenu des évolutions importantes qu'a connues, non seulement le cadre d'exercice des prestataires sur la question des conflits d'intérêts, mais également la pratique des établissements, est-ce vraiment utile, cinq ans après les faits en cause, de chercher à tirer des enseignements de cette décision ? Sans doute, mais le caractère tardif de la décision, et la faute est ici sur les services de contrôle avant tout, complique une analyse qui déjà ne va pas de soi !

23. « Le recueil mentionné au 2° de l'article 3-1-3 est porté à la connaissance de l'organe exécutif du prestataire habilité. Il comporte en particulier les procédures connues sous le nom de « Muraille de Chine », dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, notamment des informations privilégiées au sens de la réglementation en vigueur. Il est mis à sa demande à la disposition du Conseil. Les modifications qui lui sont apportées sont décrites dans le rapport prévu à l'article 2-4-16 » (RG CMF, art. 3-1-6). « Les dispositions citées à l'article 3-1-6 prévoient notamment : 1° L'organisation matérielle conduisant à la séparation des différentes activités susceptibles de générer des conflits d'intérêts dans les locaux du prestataire habilité ; 2° Les conditions dans lesquelles le déontologue peut autoriser, dans des circonstances particulières, la transmission d'une information confidentielle d'un service à un autre ou le concours, au bénéfice d'un service, d'un collaborateur d'un autre service. Le déontologue surveille l'application des autorisations qu'il délivre » (RG CMF, art. 3-1-7).

24. La liste de surveillance est celle qui « recense les instruments financiers sur lesquels le prestataire habilité dispose d'une information sensible rendant nécessaire une vigilance particulière de la part du déontologue » (RG CMF, art. 3-1-9). Il appartient alors au déontologue de suivre « l'état des transactions sur les instruments financiers inscrits sur la liste de surveillance ». Il est par ailleurs « fondé à faire suspendre les négociations effectuées sur ces instruments par son établissement pour son compte propre, notamment lorsque de telles négociations peuvent donner à croire que le prestataire habilité intervient sur la base d'informations privilégiées ».

25. À savoir le prestataire de service d'investissement lui-même, ses dirigeants, ou encore le déontologue.

AMF – Formalisme – Recours contre les décisions – Portée d'une annulation – Enquêtes de l'AMF

Cass. Com., 29 janvier 2008 (1^{re} espèce), Cass. Com., 6 mai 2008 (2^e espèce), Cass. Crim., 16 avril 2008 (3^e espèce). Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 200-2, p. 216.

1^{re} espèce : le recours contre une décision de l'AMF ne constitue pas un appel au sens du NCPC.

2^e espèce : la cassation partielle d'une décision de l'AMF par la Cour de cassation entraîne l'annulation totale de la sanction pécuniaire.

3^e espèce : ne viole pas la CEDH l'ordonnance de visite domiciliaire du TGI qui n'identifie pas nominativement les enquêteurs de l'AMF.

1^{re} espèce : alors que l'on pensait que le formalisme des recours contre les décisions de l'AMF bien connu des praticiens, une décision de la Cour de cassation vient nous rappeler de façon opportune que la contestation devant le juge des décisions prises par le régulateur boursier obéit à un formalisme strict. En l'espèce, des actionnaires d'une société ayant bénéficié d'une dérogation au dépôt d'une offre publique obligatoire voulaient contester cette décision et solliciter son annulation afin qu'il soit ordonné à la société bénéficiaire de la dérogation de déposer un projet d'offre publique. Pour ce faire, les actionnaires « interjettent appel » de la décision, mais sans respecter les formes prévues à cet effet. La Cour de cassation déboute les actionnaires de leur recours estimant qu'« après avoir énoncé que l'appel n'est pas ouvert contre les décisions émanant de l'AMF, qui ne peuvent être critiquées devant le juge judiciaire que par la voie du recours prévu par l'article L. 621-30 du code monétaire et financier, et retenu, sans la dénaturer, que l'acte remis [...] au greffe de la cour d'appel, qui porte la mention "déclaration d'appel", déclare "interjeter appel" de la décision de l'AMF et se réfère à plusieurs reprises à "l'appel" et aux "appelants", ne constitue pas la mise en œuvre du recours spécifique seul ouvert par la loi, l'arrêt en déduit à bon droit, sans méconnaître le droit d'accès au juge [...] que ce recours, n'étant pas celui ouvert par les textes, doit être déclaré irrecevable ». *Specialia generalibus derogant*.

2^e espèce : en cas d'annulation partielle d'une décision de sanction par l'AMF par la Cour de cassation, la sanction pécuniaire prononcée doit-elle être totalement ou partiellement annulée ? Saisie à la demande de l'AMF, la Cour de cassation prononce un arrêt interprétatif (6 mai 2008) au visa de l'article 461, al. 1^{er} du Code de procédure civile selon lequel il appartient à tout juge d'interpréter sa décision. En l'espèce, suite au pourvoi formé par l'AMF contre l'arrêt de la cour de Paris du 28 juin 2005 relatif à la décision de sanction prononcée à l'encontre de Vivendi Universal et de son dirigeant pour respectivement 300 000 € et 500 000 €, la Cour de cassation a cassé le 19 décembre 2006 cet arrêt mais seulement en ce qu'il avait réformé la décision de sanction de l'AMF en ce que celle-ci avait imputé à la société Vivendi Universal la communication de chiffres inexacts ou incomplets par M. X... à l'occasion de l'assemblée générale des actionnaires. L'AMF a alors présenté une requête en interprétation afin qu'il soit

dit que cet arrêt doit s'entendre en ce sens que la cassation partielle prononcée s'étend à la totalité de la sanction pécuniaire de 300 000 € prononcée par l'arrêt de la cour d'appel à l'encontre de Vivendi Universal. La Cour de cassation fait droit à la demande de l'AMF au motif que dès lors que la censure avait été prononcée pour avoir écarté à tort l'un des griefs invoqués à l'encontre de la Vivendi, la cassation partielle doit s'étendre « nécessairement à la sanction prononcée par le dit arrêt au titre des seuls griefs retenus par la cour d'appel ». Cette réponse, de bon sens, nécessitait toutefois que la Cour de cassation se prononce sur la portée de sa propre décision.

3^e espèce : dans quelle mesure l'ordonnance émise par le président du TGI de Paris autorisant l'AMF à effectuer des visites sur place et des saisies de documents en vue de rechercher la preuve d'infractions au Code monétaire et financier doit-elle, notamment, identifier et préciser les compétences des agents ? Dans une décision suffisamment rare pour être signalée trop rapidement compte tenu de sa richesse, la chambre criminelle de la Cour de cassation écarte le grief avancé par le défendeur au pourvoi selon lequel l'absence d'identification des enquêteurs dans l'ordonnance constituerait une violation des droits de la défense. La Haute juridiction estime en effet « qu'en autorisant les enquêteurs de l'Autorité des marchés financiers, sans autrement les identifier, à effectuer des opérations de visite et de saisie de documents, l'ordonnance attaquée n'encourt pas les griefs du moyen, la circonstance que les intéressés n'aient pas été désignés nominativement n'affectant en rien la régularité de la décision ».

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Listes d'initiés

Depuis le 1^{er} novembre 2007, la réglementation relative aux listes d'initiés (COMOIF, art 621-18-4) a été modifiée²⁶. Le dispositif d'origine prévoyait que l'émetteur était tenu de dresser une liste comprenant la liste des personnes travaillant en son sein et ayant accès à des informations privilégiées et également les tiers ayant accès à ces informations dans le cadre de leur relation professionnelles avec ce dernier. Ces tiers devaient ensuite répercuter cette obligation dans le cadre des relations qu'ils entretenaient eux-mêmes avec d'autres tiers lorsque ces derniers venaient à disposer des dites informations privilégiées.

Ce mécanisme au périmètre fort étendu a été simplifié. La liste des tiers en relation avec l'émetteur est dorénavant restreinte aux seuls tiers « agissant pour son compte »

26. Ord. n° 2007-544 relative aux marchés d'instruments financiers. Pour une étude d'ensemble de la question : J.-P. Bornet : « Deux déclinaisons distinctes liées à l'information privilégiée : l'établissement des listes d'initiés et la déclaration de soupçons des opérations de marchés » *Revue de droit bancaire et financier* Juill.-août 2008 p 31. L. Jobert et J. Rolet : « les listes d'initiés » *Actes pratiques et ingénierie sociétaire*, Revue bimestrielle Lexisnexis, Jsl, mars-avr. 2008.

et détenteurs d'informations privilégiées le concernant. Dans un communiqué du 14 novembre 2007, l'AMF écarte ainsi les commissaires aux comptes des personnes susceptibles d'être inscrites sur les listes d'initiés au titre de leur mission légale dans la mesure où ils ne sauraient être considérés comme agissant pour le compte de l'émetteur, leur inscription pouvant, le cas échéant, se concevoir lorsqu'ils réalisent des missions contractuelles supplémentaires pour le compte de l'émetteur.

Cette modification est intéressante car elle allège le formalisme lié à la tenue de ces listes. L'on s'interrogera toutefois sur la portée du critère retenu en définitive assez flou. La notion « d'agir pour le compte de l'émetteur » peut être confondue avec celle de « réception d'instructions de l'émetteur », ce qui inclurait les tiers en relation avec ce dernier au titre d'un contrat d'entreprise. Cette interprétation expliquerait alors le maintien des agences de notation au sein du dispositif. Et si cette notion était strictement cantonnée au contrat de mandat, encore faudrait-il préciser s'il s'agit de mandats avec ou sans représentation.

Le champ d'application de cette réglementation devra encore être précisé.

Analystes financiers – Politique de sélection

L'arrêté du 8 janvier 2008 concerne la nouvelle obligation à la charge des entreprises d'investissement qui fournissent le service de gestion de portefeuille ou qui gèrent un OPCM. Ces entreprises doivent établir et mettre en œuvre une politique de sélection et d'évaluation des entités qui leur rendent des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres. Nous reviendrons sur cette obligation à l'occasion de la parution par l'AMF de précisions sur les modalités de mise en œuvre de cette politique de sélection des analystes financiers dont les clients auront connaissance.

Rapport Mansion – Prêts de titres en période d'assemblée générale

L'actualité de ces derniers mois a été riche en assemblées contestées ou perturbées par des actionnaires minoritaires mais actifs, le dernier exemple étant celui d'Atos²⁷. Il en résulte que les émetteurs veulent mieux contrôler leurs actionnaires, que ceux-ci soient pérennes ou temporaires. Mieux, ils semblent peser sur ces derniers une suspicion qui les éloignerait de la qualité d'actionnaire du fait d'un manque d'*affectio societatis*. Cette défiance génétique se traduirait par la durée pendant laquelle certains investisseurs conserveraient leurs titres. En deçà d'un seuil (lequel?), ces actionnaires seraient soupçonnés des intentions les moins pures à l'égard des émetteurs. Il convient dès lors de donner les moyens aux émetteurs non seulement de contrôler ces investisseurs d'un genre particulier, mais

aussi de leur donner les moyens de sanctionner ceux qui conviendraient aux règles à établir pour assurer la tranquillité dans les assemblées générales. Cette présentation des intentions du rapport Mansion est, sans doute, caricaturale, mais elle traduit, en la déformant, une réalité fort présente dans l'esprit de certains émetteurs et de l'AMF, à savoir qu'on ne « peut se désintéresser de pratiques de marché qui confèrent les droits des actionnaires à un acteur, certes "propriétaire" des actions au moment de l'assemblée, mais qui n'en assume pas clairement le risque économique »²⁸. Cette dissociation entre la « propriété juridique » et la « propriété économique » n'est ni nouvelle ni propre à la France. C'est la prise de conscience de ce phénomène qui est nouveau, du fait de la part de plus en plus importante dans les assemblées mais aussi plus globalement comme actionnaires des sociétés cotées d'une catégorie d'investisseurs à très (voire à très très) court terme. Le FSA s'en était fait l'écho dans son document soumis à consultation en novembre 2007 sur les opérations de contrats sur différences avec sous-jacent actions. D'autres pays en Europe comme dans le reste du monde font face à la même situation dont les causes sont à rechercher dans l'activisme de certains fonds utilisant toutes les techniques financières, au premier rang desquelles les contrats à terme, pour jouer un rôle de plus en plus actif dans les sociétés cotées, en particulier dans celle dont l'actionariat leur semble trop passif face à une direction générale²⁹. Il était donc normal que la France, dans le cadre de ce phénomène généralisé, s'interroge elle aussi sur cette situation pour en tirer certaines recommandations.

Tel est l'objet du rapport remis par M. Mansion à l'AMF sur les opérations de prêts emprunts de titres en période d'assemblée générale d'actionnaires. L'idée de ce rapport consiste à améliorer l'information de la société émettrice sur l'influence réelle que détiennent certains actionnaires « activistes ». C'est d'ailleurs là l'un des paradoxes de ce rapport. Alors que la question de la dissociation entre risque économique et propriété juridique mériterait une approche générale, le rapport Mansion s'en tient à une vision limitée (étriquée?) du problème, en se limitant aux opérations de prêts de titres et assimilés en période d'assemblée : il s'interroge ainsi « sur la légitimité des opérations de prêt-emprunt de titres en période d'assemblées générales, dans la mesure où les droits de vote qui s'attachent aux titres empruntés peuvent servir à soutenir des actions ponctuelles, menées par certains types d'investisseurs pour influencer sur le déroulement de l'assemblée générale ou obtenir le contrôle de la société, sans en prendre de risque capitalistique et en toute opacité vis-à-vis des autres actionnaires et du marché ». Le constat n'est pas inexact ; et depuis la publication du rapport, les exemples, où l'on voit des actionnaires minoritaires contester en assemblées les directions générales, se sont multipliés. Mais convient-il de s'en tenir à ce seul aspect ? Et plus largement, le problème posé n'est-il pas, en amont, un problème de gouvernance de la société elle-même où certains dirigeants

28. Rapport Mansion, p. 1.

29. Sur tous ces points, cf. H. de Vauplane, « La prise en compte des "intérêts économiques" dans l'utilisation des droits de vote », *Banque Magazine*, n° 701, avril 2008, p. 84.

27. Cf. Les Echos, « Atos Origin : Yalta entre la direction et les fonds », jeudi 29 mai 2008, p. 26.

tenteraient de sauvegarder leur place, parfois malgré des résultats financiers décevants ou mauvais ? Autrement dit, l'objet même du rapport semble paradoxal au regard des principes de gouvernance des sociétés : moins que réglementer et sanctionner ces actionnaires « d'un jour », ne conviendrait-il pas plutôt de s'attarder aux causes profondes de la présence dans certaines sociétés de ces « actionnaires activistes » ?

Dans son rapport, le groupe de travail de l'AMF semble se concentrer sur le rôle des certains investisseurs, estimant que le sujet à traiter est celui de « l'activisme dont peuvent faire preuve certains actionnaires "court termistes" qui acquièrent des quantités importantes d'actions, juste avant l'assemblée générale, pour déstabiliser la direction de la société, sans prendre le risque correspondant ». Ainsi, plutôt que de s'attacher aux causes de la dissociation entre propriété juridique et influence économique, les membres du groupe de travail estiment que le « véritable sujet » est celui de ces quelques investisseurs turbulents, lesquels utilisent différentes techniques comme les cessions temporaires de propriété du code monétaire et financier (prêt de titres, pensions livrées) ou du droit commun (réméré, prêt de titres du Code civil...) ou même des acquisitions fermes (mais dont le risque économique est couvert *ab initio* soit par un engagement de rachat à terme, soit au moyen d'instruments dérivés) pour déstabiliser les directions générales en place. Pour le groupe de travail, toutes ces techniques autorisent une « acquisition de titres pour un temps très court couvrant la période de convocation et de tenue de l'assemblée », permettant d'afficher une « influence susceptible de convaincre d'autres actionnaires de leur crédibilité, et propre à provoquer les réorientations recherchées, alors que cette influence ne correspond pas à une prise de risque au sein de la société ». Face à ces « dangers », le rapport préconise, après avoir tout de même réaffirmé la contribution positive de la technique du prêt de titres et assimilés comme concourant à la liquidité du marché, d'empêcher l'utilisation du prêt de titres (et autres techniques assimilées) dans le seul but de mener des actions ponctuelles à l'égard d'un émetteur. On peut rester dubitatif quant aux principes de bonne gouvernance face à cette vision qui conduit à distinguer les « bons » des « mauvais » actionnaires. Ainsi, le rapport

préconise de renforcer la transparence des opérations de cession temporaire de titres, en imposant à l'emprunteur une obligation d'information particulière pour toute cession temporaire supérieure à un seuil défini par la loi ou les statuts. L'information porterait sur la nature juridique de la cession et sa durée afin de donner une indication pertinente sur les objectifs poursuivis par l'emprunteur. Après avoir examiné la possibilité de modifier le régime de droit commun des déclarations de franchissements de seuils, le groupe de travail a toutefois conclu que cette voie n'était pas à recommander. En effet, ces modifications risquent non pas de clarifier la situation mais de rendre encore plus obscure pour le marché, voire même l'émetteur, la situation exacte de l'actionnariat, plusieurs personnes (l'emprunteur comme le prêteur) devant effectuer une déclaration sur les mêmes titres au même moment. Le rapport estime donc que la modification du régime de droit commun est non seulement disproportionnée mais surtout risque d'inonder le marché d'informations « dont la pertinence n'est avérée qu'en période d'assemblée ». C'est pourquoi le rapport préconise la mise en place d'une information spécifique en période d'assemblée. Il propose ainsi une obligation de déclaration pour toute personne détenant plus de 2 % des droits de vote d'un émetteur lorsque cette détention résulte, au moins pour partie, d'une opération de cession temporaire de titres. Le rapport estime aussi que l'emprunteur devra indiquer si une convention de vote est intervenue avec le prêteur, et le cas échéant, la communiquer à la société. La sanction de cette inobservation serait celle en matière de déclarations de franchissement de seuils : privation automatique de la totalité des droits de vote jusqu'à la revente des titres, suspension judiciaire des droits de vote totale ou partielle, voire, le cas échéant une sanction pécuniaire prononcée par l'AMF au titre de son pouvoir administratif.

Depuis la publication de ce rapport, l'AMF a confié à l'un des membres de son collègue la présidence d'un nouveau groupe de travail qui, s'inspirant des pratiques françaises et étrangères, doit formuler des propositions en matière de déclaration de franchissements de seuils. ■