

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué
général adjoint
AFEI



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

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Marché de gré à gré – Ordres de clients (non) – Opération de contrepartie (oui) – Opération pour compte propre (oui) – Obligation de respecter la primauté des intérêts du client (non) – Obligation de respecter l'intégrité du marché (oui) – Manquement en l'espèce (non)

AMF, Commission des sanctions, 13 décembre 2007, Octo Finances ; cf. aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 95.

Suivant en cela la position prise par le Conseil d'État en 2006, la commission des sanctions de l'AMF décide que dans le cas d'une opération donnant lieu à contrepartie, le critère pour qualifier une activité de négociation pour compte propre est la présence d'un ordre de client, ce qu'il appartient à l'AMF d'établir. En l'absence d'un tel ordre, la rémunération de l'intermédiaire n'est pas encadrée par le principe de la primauté des intérêts du client, tant qu'elle ne porte pas atteinte à l'intégrité du marché, ce dernier manquement devant alors être établi par l'AMF au travers de la preuve d'opérations frauduleuses ou présentant un caractère anormal ou exagérément risqué.

Voilà une décision importante rendue le 13 décembre dernier par la commission des sanctions de l'AMF qui, dans le prolongement des arrêts du Conseil d'État du 13 juillet 2006 commentés dans cette même chronique¹, doit retenir l'attention des professionnels en ce qu'elle s'aligne sans réserve sur la position des magistrats du Palais Royal : en présence d'une opération réalisée par le bilan de l'intermédiaire, qualifiée d'opération de contrepartie, il faut qu'aucun ordre ne soit à son origine pour déceler une activité de négociation pour compte propre non soumise au principe de primauté des intérêts du client, le prestataire n'ayant alors d'autre intérêt à préserver que le sien, même s'il doit néanmoins veiller à respecter l'intégrité du marché. On peut toutefois regretter que le raisonnement sur lequel s'appuie cette solution ne soit pas toujours suffisamment clairement exposé, ce qui ne permet pas d'en tirer des conclusions définitives compte tenu de l'émergence du nouveau cadre posé par la directive MIF.

Précisons tout d'abord les faits de l'espèce. La société Octo Finances, dont l'essentiel de l'activité est réalisé avec des clients institutionnels, est spécialisée dans l'intermédiation sur les marchés obligataires et dans la négociation de produits structurés de dette. Courant 2005, le service de la surveillance des marchés relève des « anomalies » portant « à la fois sur le caractère inhabituel du taux de rotation des titres et sur le caractère élevé des marges enregistrées ». En juin 2006, une enquête est ouverte, couvrant la période du 1^{er} janvier 2005 au 30 juin 2006 et portant sur six valeurs négociées par le prestataire. En janvier 2007, est adressée une notification de griefs mettant en relief des écarts de cours « inhabituellement élevés » que la société « n'a pas été en mesure de justifier » et une intensité du taux de marge qui semblait varier « selon que le client [...] était ou non à même de déterminer par lui-même une valorisation des écarts de cours et disposait de la compétence technique pour ce faire », ces faits pouvant caractériser des manquements aux règles de bonne conduite destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, ainsi qu'à l'obligation qu'ont les prestataires de services d'investissement de s'assurer « qu'un collaborateur qui effectue une transaction à un prix différent d'un prix de marché disponible pour cette transaction au moment de sa réalisation peut en expliquer les raisons sur requête de l'AMF ».

De manière liminaire, on relèvera que les textes cités à l'appui de la notification de griefs (Comofi, art L. 533-4, RG AMF, art. 321-24 et 77) ont été profondément remaniés à l'occasion de la transposition de la directive MIF. Ces textes n'étant plus en vigueur depuis le 1^{er} novembre 2007, la commission des sanctions prend soin d'énoncer que l'ensemble des dispositions en cause « ayant été remplacé par des dispositions qui ne sont pas plus douces, il sera fait application des dispositions précitées ». Une seule observation sera formulée à cet égard, pour rappeler que les personnes faisant l'objet d'une procédure de sanction administrative peuvent prétendre à l'application de dispositions « plus douces » intervenues postérieurement aux faits et antérieurement au prononcé de la décision, en raison de l'assimilation de la mission répressive des autorités administratives indépendantes à celle des juridictions pénales au regard de la Convention européenne des droits de l'homme².

NDLR. Les propos des auteurs n'engagent que ces derniers.

1. Voir CE 13 juillet 2006, Stéphane A., n° 259231 et 13 juillet 2006, Pascal A., n° 259232 : cette Chronique, Banque & Droit n° 109, sept.-oct. 2006, p. 52. Voir aussi : Revue Lamy Droit des Affaires, n° 9, Octobre 2006, p. 39.

2. P.-H. Conac, « Autorité des marchés financiers », Dic. Joly Bourse et Produits financiers, n° 156.

L'absence d'ordre, critère de l'activité de négociation pour compte propre

La première question tranchée par la commission des sanctions a trait à la qualification de l'activité exercée dans les opérations en cause.

Pour convenablement en apprécier la nature et la portée, il est utile d'éclairer le contexte dans lequel se situe l'activité d'un acteur comme Octo Finances et que livre d'ailleurs, même si c'est de façon morcelée, la décision. En l'occurrence, il s'agit du marché secondaire des titres obligataires émis par des sociétés, dont on sait que, non seulement il s'organise de gré à gré³, mais aussi, qu'à l'exception de quelques rares émissions, il se caractérise par une liquidité faible, voire quasi nulle. Ce défaut consubstantiel de liquidité est particulièrement vrai dans le cas des produits ici en cause, comme le relève la décision dans sa reprise des observations du défendeur : non seulement, il s'agit de produits structurés pour lesquels « les émissions sont de petite taille et en général destinées à un acquéreur unique pour lequel elles ont été définies sur mesure », mais en outre « l'acquéreur initial est totalement tributaire du banquier arrangeur pour obtenir un prix sur le marché secondaire s'il souhaite céder ses titres avant leur terme car les autres banques ne sont, sauf exception, pas intéressées à faire des prix sur des produits qu'elles n'ont pas conçus. Or, dans la plupart des cas, le banquier arrangeur n'est pas intéressé non plus à reprendre les titres dont il a arrangé l'émission ». Le rôle de l'intermédiaire est donc ici d'offrir « à l'investisseur la liquidité dont il a besoin » en détectant une ou plusieurs contreparties disposées à réaliser l'opération de sens inverse⁴.

Le rapprochement des contreparties étant réalisé, la transaction est nouée dans les conditions décrites par la décision, l'intermédiaire prenant presque simultanément position à l'achat et à la vente par deux séries de contrats : d'une part, celui ou ceux par lesquels il achète les titres à une ou plusieurs contreparties ; d'autre part, celui ou ceux par lesquels il les vend à une ou plusieurs contreparties. Juridiquement, il n'y a pas de doute, tous ces contrats sont distincts et indépendants les uns des autres : la non-exécution de l'un d'entre eux n'a aucun effet sur les autres. Mais, opérationnellement, comme le soulignaient les services de l'AMF⁵, la quasi-simultanéité de ces contrats fait que, sauf défaillance d'une contrepartie, les titres et espèces ne passeront qu'un instant de raison dans les comptes de l'intermédiaire, les opérations de crédit et de débit ayant vocation à être immédiatement contrebalancées par des opérations de sens inverse. Dans ces mouvements simultanés, seule une fraction des espèces reste en définitive dans les comptes de l'intermédiaire : cette fraction constitue sa rémunéra-

tion et résulte de l'écart de cours entre le prix auquel il vend les titres et ceux auquel il les achète.

Comment alors qualifier cette activité au regard de la typologie des services d'investissement ? S'agit-il de négociation pour compte propre ou d'exécution d'ordres pour compte de tiers ? La commission des sanctions est particulièrement lapidaire sur ce point puisqu'elle énonce seulement qu'Octo Finances agissant « dans le cadre d'une activité donnant lieu à contrepartie », elle « ne saurait être considérée comme ayant agi sur ordre pour le compte de client dès lors qu'il n'est pas établi que ces interventions étaient réalisées à la suite de passation d'ordres » et qu'ainsi l'activité de la société Octo Finances « doit être regardée comme une activité de négociation pour compte propre [...] ». Elle suit ainsi, en adoptant d'ailleurs une formulation quasiment identique, le raisonnement posé par le Conseil d'État au travers des arrêts de 2006, selon lequel la réalisation d'une activité de contrepartie, lorsqu'elle ne donne pas lieu à passation d'ordres, doit être regardée comme une activité de négociation pour compte propre. La formation disciplinaire de l'AMF confirme donc – mais pouvait-elle faire autrement que suivre les magistrats du Palais Royal ? – que le critère distinctif de la négociation pour compte propre est l'existence ou non d'un ordre préalable du client⁶.

Cette solution appelle quelques remarques et réflexions.

La première est qu'aucune analyse n'est menée par rapport à la qualification contractuelle dans laquelle les parties ont entendu insérer leurs relations. Or, c'est normalement le premier élément à retenir, sa réfutation ne pouvant intervenir que sur la base d'un examen approfondi de la réalité des rapports entre les intéressés. Il est vrai que dans les opérations en cause, il n'y a généralement pas de cadre conventionnel préétabli. Il est néanmoins curieux que la commission des sanctions n'ait pas d'abord procédé à ce constat⁷, pour justifier ensuite la nécessité de recourir à l'ordre comme critère qualificateur.

Observons également que, pas plus l'AMF que le Conseil d'État ne précisent les éléments caractéristiques de l'ordre, désormais érigé en critère central. Il faut donc rappeler que, dans le domaine des activités de marché financier comme en droit commun du mandat, l'ordre est l'instruction⁸ que donne le client à l'intermédiaire, et qui, instituant ce dernier mandataire, fait que son exécution engage le client, pour autant bien sûr que le résultat soit conforme aux instructions données.

Soulignons en outre que, si la commission des sanctions utilise le critère de l'ordre, elle ne mène en revanche pas d'analyse particulière pour déterminer si des ordres existaient ou non au cas présent : elle se contente en effet de souligner « qu'il n'est pas établi que [les] interventions étaient réalisées à la suite de passation d'ordres ». Ainsi, et par différence avec la situation qu'avait eue à connaître

3. Si les titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé, le marché secondaire est quasi exclusivement constitué par des opérations de gré à gré, l'admission aux négociations ayant pour seul but d'assurer l'éligibilité des titres à l'actif de certains institutionnels, OPCVM et compagnies d'assurance notamment.

4. Pour ce faire, il s'appuie sur son expertise du marché, des produits qui y sont traités et des investisseurs qui y sont actifs, en connaissant particulièrement quels investisseurs sont détenteurs de quels produits et quels investisseurs sont susceptibles d'être intéressés par de tels produits.

5. En relevant que « Octo Finances se porte systématiquement contrepartie pour chaque opération à l'achat et à la vente, en ne s'engageant cependant que lorsque l'opération peut être débloquée dans l'instant ».

6. Critère qui était déjà d'ailleurs au centre de la décision du Conseil des marchés financiers ayant donné lieu aux arrêts de 2006 du Conseil d'État.

7. Mais que le défendeur a essayé en revanche d'utiliser en soulignant qu'il n'intervenait jamais au titre d'un contrat de représentation, que ce soit en qualité de courtier, de mandataire ou de commissionnaire.

8. Qui peut être extrêmement précise (acheter ou vendre telle quantité de tel titre à tel prix) mais qui souvent aussi, et surtout pour une clientèle institutionnelle, est plus souple au niveau de la quantité et / ou du prix.

le Conseil d'État dans les arrêts de 2006⁹, il semble que la commission ne prenne pas position sur le fait que des ordres étaient ou non à l'origine des opérations soumises à son appréciation et constate seulement qu'il n'est pas établi qu'il y ait eu de tels ordres. Autrement dit, la charge de la preuve appartient à l'AMF.

Mais est-ce une preuve possible et sur quoi doit-elle porter ? Dans le type d'activité poursuivie ici, il n'y a jamais formellement d'ordre, mais seulement l'expression d'un « intérêt » : autrement dit, sur les bases que lui présente l'intermédiaire, le client se déclare intéressé à conclure l'opération, mais sans s'engager ; à ce stade, il n'y a pas d'acceptation de sa part. Un engagement n'existera que lorsque, les conditions finalisées de l'opération lui ayant été données, il exprimera un accord de volonté. D'ici là, il reste libre de finalement ne pas conclure l'opération. Il semble qu'il faille en déduire que l'ordre suppose une initiative du client, ce qui est conforme à la notion d'instruction qui caractérise le mandat.

Remarquons aussi qu'en ne reprenant que le critère de l'ordre, la commission des sanctions comme d'ailleurs le Conseil d'État refusent de s'engager sur le terrain du risque et de l'analyse économique, que les services de l'AMF et, avant eux, ceux du CMF avaient pourtant essayé de poser en critère discriminant : c'est parce que les opérations ne génèrent aucun risque pour l'intermédiaire, qui ne s'engageait sur une branche de l'opération que lorsqu'il était en mesure de nouer la branche inverse, qu'il fallait en déduire qu'il ne s'agissait pas d'une « pure » activité de négociation pour compte propre. Mais en quoi l'absence de risque pourrait-elle être un critère pertinent par rapport à la finalité poursuivie ? Au surplus, en l'espèce, comme l'a rappelé le défendeur, une part de risque, même très limitée, subsiste au travers du risque de règlement-livraison : les contrats à l'achat et à la vente étant indépendants, l'inexécution par l'une des contreparties de ses obligations ne peut en aucun cas délier l'intermédiaire de ses obligations vis-à-vis des autres, et cela contrairement aux règles du mandat. Certes, on objectera que ce risque est minime¹⁰ ; mais, comme le rappellent les situations de marché existant depuis l'été dernier, minime ne veut pas dire nul, surtout pour les produits dont il est ici question puisque leur quasi illiquidité implique de fortes difficultés à substituer rapidement une nouvelle contrepartie à celle défaillante. Au demeurant, ce critère du risque prête à de multiples discussions. Pourquoi, par exemple, écarterait-on la situation ici en cause et pas celle où un teneur de marché déboucle (totalement ou partiellement) une position alors que, non seulement il n'est pas en risque, mais en plus il supprime ou diminue un risque existant¹¹ ?

Il n'est pas sans intérêt de relever par ailleurs le raisonnement particulier mené par la commission des sanctions. La première étape consiste à affirmer que l'activité exercée donne « lieu à contrepartie », avant de la qualifier de négociation pour compte propre au motif qu'elle ne trouve pas son origine dans la passation d'un ordre. Ainsi, non seulement la commission ne se fonde sur aucune analyse par rapport aux textes mêmes qui définissent l'activité de négociation pour compte propre¹² par rapport à l'autre grand service d'investissement en jeu qu'est l'exécution d'ordre pour compte de tiers¹³, mais en outre, elle assied son raisonnement sur l'identification d'une activité, la contrepartie, que les textes ne connaissent pas. Cette apparente incohérence ne se comprend que parce que la question de la nature du service fourni par l'intermédiaire n'a véritablement de sens que par rapport à l'applicabilité du principe de primauté des intérêts du client : s'il est bien évident que la constatation qu'un intermédiaire engage ou non ses propres capitaux face à ses clients est décisif pour l'agrément, il semble en revanche impossible de s'en tenir à ce seul critère pour déterminer si cet intermédiaire est ou non tenu par les règles de protection du client. On ne peut ainsi qu'approuver la commission des sanctions de rechercher, au travers du critère de l'ordre, si l'intermédiaire agit ou non dans le cadre d'une mission confiée par l'investisseur et au titre de laquelle il lui doit certaines garanties¹⁴.

Nous sommes d'ailleurs ici sur un terrain similaire à celui qui a donné lieu à de vifs débats concernant la mise en œuvre de l'obligation de meilleure exécution (Comofi, art. L. 513-18), qui constitue l'un des piliers autour desquels s'articule la directive MIF. L'enjeu était de déterminer comment cette obligation, qui s'applique « lors de l'exécution des ordres » (Dir. 2004/39/CE, art. 21-1), pouvait aussi s'imposer dans les activités conduisant un intermédiaire à engager son compte propre. Sans entrer dans le fond d'une discussion qui met en jeu bien d'autres éléments, il est néanmoins intéressant d'observer que la Commis-

possible de donner une unité économique aux différentes opérations d'achat et de vente, il n'est pas non plus possible de calculer un taux de marge pour en discuter le cas échéant le niveau ?

12. A l'époque des faits en cause, la définition en était donnée par le Règlement général de l'AMF : « Exerce une activité de négociation pour compte propre tout prestataire habilité qui achète ou vend des instruments financiers pour son propre compte. Cette activité ne constitue un service d'investissement que lorsqu'elle est exercée en dehors des opérations de trésorerie ou de prise de participation du prestataire » (RG AMF, art. 312-4 ancien). Aujourd'hui, la définition de ce service est donnée par décret, dans une formulation directement reprise de la directive MIF (Dir. 2004/39/CE, art. 4-1, 6) : « Constitue le service de négociation pour compte propre le fait de conclure des transactions portant sur un ou plusieurs instruments financiers en engageant ses propres capitaux » (Comofi, art. D. 321-1, 3).
13. Le Règlement général AMF applicable au moment des faits établissait : « Exerce une activité d'exécution d'ordres pour compte de tiers tout prestataire habilité qui, en qualité de courtier, mandataire ou commissionnaire, agit pour le compte d'un donneur d'ordres en vue de réaliser une transaction sur instruments financiers. Dans le cas d'une activité de courtage, l'ordre n'est exécuté que lorsque les parties, rapprochées par le courtier, ont manifesté leur consentement sur les termes de la transaction. (...) ». Le décret applicable depuis le 1er novembre 2007 prévoit, également dans une formulation directement reprise de la directive MIF (Dir. 2004/39/CE, art. 4-1, 5) : « Constitue le service d'exécution d'ordres pour le compte de tiers le fait de conclure des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers, pour le compte d'un tiers. (...) » (Comofi, art. D. 321-1, 2).
14. De ce point de vue, il faut d'ailleurs douter de l'utilité de l'argument utilisé par le défendeur selon lequel, étant rémunéré par écart de cours, il ne doit pas la transparence à son client au contraire des règles applicables au commissionnaire. Cet élément n'est pas une cause de la qualification mais une conséquence de celle-ci ...

9. Où il avait relevé qu'il résultait « de l'instruction que les opérations à l'origine des poursuites n'ont donné lieu à aucune passation d'ordres », le Commissaire du Gouvernement ayant rappelé que « il ne résulte pas de l'instruction, notamment des retranscriptions téléphoniques, qu'un ordre ait été passé en amont à MM. S. D. et P. D. par M. Le rapport d'inspection met en évidence que les opérations de vente à Mme Q. ont été effectuées à l'initiative » du prestataire (Concl. M. Guyomar, sous CE 13 juillet 2006, Bull. Joly Bourse nov.-déc. 2006, p. 753).

10. Notamment parce que les systèmes fonctionnant en règlement contre livraison, le risque est uniquement un risque de marché.

11. Mais la difficulté n'est-elle pas dans ces situations que, comme il n'est pas

sion européenne, qui a fourni des indications sur ce point, fait reposer son analyse sur le fait que « l'application ou non de la meilleure exécution dépendra de la possibilité de considérer l'exécution de l'ordre du client comme étant véritablement effectuée pour le compte du client. C'est une question propre à chaque cas qui dépend en fin de compte du fait que le client s'en remet ou non légitimement à l'entreprise d'investissement pour protéger ses intérêts par rapport à la valorisation et aux autres éléments de la transaction – comme la rapidité ou la probabilité d'exécution et de règlement – pouvant être affectés par les choix effectués par l'entreprise lors de l'exécution de l'ordre »¹⁵. En d'autres termes, la Commission reconnaît, et il faut approuver cette position, que le fait que l'intermédiaire engage ses capitaux n'est pas exclusif de l'application de la règle de protection du client que constitue la meilleure exécution et dépend également de l'attente des clients.

Mais, s'il paraît logique que la commission des sanctions ait retenu le critère de l'ordre pour qualifier de l'activité de négociation pour compte propre, on peut en revanche être réservé sur le raisonnement qui consiste à distinguer deux niveaux de qualification de cette activité : l'un, large, pour les besoins de l'agrément ; l'autre, plus restreint, pour l'applicabilité de la règle de la primauté des intérêts du client. Plutôt en effet que de considérer la contrepartie comme l'activité qui conduit l'intermédiaire à engager son propre bilan et la négociation pour compte propre comme un sous-ensemble recouvrant les opérations effectuées sans ordre du client, il serait plus simple – et surtout plus cohérent par rapport à la classification des services d'investissement – de suivre l'analyse opérationnelle classique exactement inverse qui voit dans la contrepartie un sous-ensemble de la négociation pour compte propre, rassemblant les opérations faites face au bilan de l'intermédiaire, mais sur ordre du client¹⁶. Sans doute n'est-ce que la traduction de la volonté de la commission des sanctions de suivre le même chemin que celui de la Haute juridiction administrative.

Le droit de rechercher la meilleure rémunération possible, conséquence de la qualification de négociation pour compte propre.

La seconde question tranchée par la commission des sanctions, qui était le cœur véritable du débat, concernait le niveau de rémunération de l'intermédiaire. Était-il, comme le soupçonnaient les services de contrôle de l'AMF, trop élevé, induisant un manquement au principe central posé par le règlement général, selon lequel les services d'investissement « sont exercés avec diligence, loyauté, équité, dans le respect de la primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché » (RG AMF, art. 321-24 ancien) ?

La réponse, qui ici encore ne s'écarte pas de la voie tra-

cée par le Conseil d'État, est énoncée de façon ramassée : non seulement la qualification de négociation pour compte propre étant retenue, il en résulte que « ne s'applique pas le principe de la primauté des intérêts des clients », mais en outre « le niveau moyen des écarts de cours constatés sur les opérations dont il s'agit n'est pas constitutif d'un manquement au regard de l'intégrité du marché, dès lors qu'il n'est pas établi, ni même allégué, que les opérations en cause seraient frauduleuses et qu'il n'est pas établi qu'elles présenteraient un caractère anormal ou exagérément risqué ».

Souignons d'abord, parce que cela n'appelle pas beaucoup de commentaires, le rejet d'un « manquement au regard de l'intégrité du marché ». Dès lors que le Conseil d'État a rappelé que cette notion a « pour but d'assurer que, d'une manière générale, le comportement de ceux qui sont habilités à [intervenir sur le marché] ne porte atteinte ni à la sécurité de la place ni à sa réputation et qu'elle interdit dès lors que soient réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué », on ne peut en effet que souscrire à ce rejet en l'espèce, les faits énoncés ne permettant manifestement pas de caractériser un tel manquement.

Plus intéressant en revanche est le rejet du principe de primauté des intérêts du client comme voie permettant de contrôler que la rémunération perçue par l'intermédiaire n'est pas excessive. Il faut également y souscrire, et cela pour les motifs qu'a énoncé le Commissaire du Gouvernement dans ses conclusions rendues à l'occasion des arrêts du Conseil d'État de 2006 : « Lorsqu'un [intermédiaire] agit dans son propre intérêt, ce qui est la caractéristique d'une opération pour compte propre, les règles de bonne conduite s'imposent certes à lui. Mais dès lors qu'il ne commet aucune manœuvre frauduleuse et que l'opération n'a reposé sur aucune désinformation manifeste de son interlocuteur, le respect de l'intérêt de celui-ci ne saurait faire obstacle à la recherche de la meilleure marge possible. Il y aurait, selon nous, quelque paradoxe à considérer que, dans le cadre du jeu normal de l'offre et de la demande [...] la rémunération optimale par "écart de cours" devrait céder devant le respect de l'intérêt du client. »

Comment discuter en effet que, dès lors qu'il a été établi que l'intermédiaire n'agit pas pour le compte du client, c'est le libre jeu de la concurrence – pour autant bien sûr qu'il ne soit pas faussé – qui doit seul permettre de déterminer le « juste » point d'équilibre entre son intérêt, qui est d'acheter au prix le plus bas ou de vendre au prix le plus haut, et celui de son client, qui est exactement l'inverse ? Une part majeure du système économique repose sur ce principe de base, dont on voit mal pourquoi son application devrait être exclue au titre du principe de la primauté des intérêts du client au cas précis des activités de négociation de titres¹⁷. Finalement, ce qui est implicitement affirmé ici, c'est que le niveau de la rémunération des activités de négociation pour compte propre relève du seul droit de la concurrence, pour l'appréciation duquel l'AMF n'est pas compétente.

15. Commission européenne, Working document ESC-07-2007, n° 8, annexé au document de CESR, « Best execution under MiFID - Questions & Answers », CESR/07-320, dont l'AMF a publié une version française sur son site.

16. Et qui trouve son origine dans l'ouverture progressive de cette activité aux agents de change. D'abord stricts mandataires de leurs donneurs d'ordres, ceux-ci ont peu à peu pu utiliser des techniques de contrepartie (en avance de marché, en avance de client ou en régularisation) au motif que leur intervention ne faisait que combler un déséquilibre ponctuel entre l'offre et la demande.

17. Observons d'ailleurs que l'un des objectifs clairement affichés par les institutions européennes au travers de la directive MIF est justement l'intensification de la concurrence dans le domaine de la négociation, la concurrence étant un puissant facteur de baisse des tarifs des fournisseurs de services d'investissement et de stimulation de l'innovation.

Enfin, il faut observer que la commission des sanctions estime in fine « que l'appréciation des intérêts des assurés ou clients des assurances ou mutuelles intervenant comme acheteurs dans de telles opérations et qualifiés d'« investisseurs finaux » par la notification de griefs ne relève pas de la compétence de la Commission des sanctions de l'AMF ». Voilà une rédaction pour le moins ambiguë. Elle peut en effet laisser penser que le principe de la primauté des intérêts du client pourrait trouver à s'appliquer si l'on considère, non la contrepartie juridique de l'intermédiaire, mais le client final pour le compte duquel agit cette contrepartie, et que c'est seulement pour défaut de compétence, s'agissant d'entités placées sous l'autorité de l'ACAM, que cet aspect n'est pas traité. Il faudra sans doute attendre une affaire intéressante un OPCVM pour être éclairé sur ce point. Toutefois, si manquement il devait y avoir, il ne nous paraîtrait pas concerner la relation de l'intermédiaire avec sa contrepartie, mais celle de cette contrepartie avec ses propres mandants.

Une discussion définitivement close ?

De l'alignement parfait que réalise la commission des sanctions sur la Haute juridiction administrative, on pourrait en tirer comme conclusion que la discussion est désormais définitivement close. Ce n'est pas certain, et cela pour au moins deux raisons.

La première, que nous avons déjà indirectement signalée, est que sur la base d'une affirmation générale – l'inapplicabilité du principe de primauté des intérêts du client¹⁸ –, il est en réalité tiré une conséquence étroite – la liberté de la rémunération de l'intermédiaire. En d'autres termes, le principe de primauté se réduit-il à ce seul élément, et si non, peut-on véritablement considérer que son application sera toujours réfutée en cas de négociation pour compte propre ? Il nous semble qu'il y a là un élément d'incertitude qui pourrait conduire à inviter les professionnels à n'écarter par prudence le principe de la primauté des intérêts du client, dans le compte propre, qu'à l'égard des clients professionnels, qualifiés ou avertis. Cette voie, qui au cas d'espèce aurait conduit à la même solution¹⁹, avait été proposée par les requérants dans les affaires jugées en 2006 par le Conseil d'État ainsi que l'avait indiqué le Commissaire du Gouvernement ; mais, après l'avoir lui-même envisagé, celui-ci avait préféré la voie plus radicale de la non-application de principe de la primauté de l'intérêt du client au compte propre²⁰, et la Haute juridiction l'a suivi. N'aurait-il cependant pas été possible de maintenir toute l'étendue du principe de primauté des intérêts du client, mais d'admettre que son respect doit se faire en tenant compte de la compétence professionnelle de celui-ci, ce que prévoyait expressément le dernier alinéa de l'ancien art. L. 533-4 du Code monétaire et financier ? Certes, le nouveau texte issu de la transpo-

sition de la directive MIF ne retient plus expressément la même règle correctrice, mais elle la postule néanmoins. La solution aurait eu l'avantage d'être moins brutale, de permettre une appréciation cas par cas, et de correspondre mieux à la réalité car, enfin, la personne qui sollicite un prestataire ou est sollicitée par lui est bien un client et le compte propre est un service d'investissement. L'interprétation donnée par la Commission européenne concernant la meilleure exécution contient d'ailleurs l'indication que « l'application de prime abord [des facteurs qu'elle pose pour déterminer si cette obligation est applicable] est susceptible de mener à la présomption que sur les marchés de gros, les clients ne s'en remettent pas à l'entreprise d'investissement de la même façon »²¹.

La seconde raison est que même effectuée sans ordre du client, l'activité de négociation pour compte propre est multiple. Il y a loin du teneur de marché, archétype du négociateur pour compte propre, dont les clients viennent de leur propre initiative « taper » les prix affichés²² lorsqu'ils estiment que c'est leur intérêt, à l'opérateur dont le rôle est de mener une démarche active envers ses clients pour leur proposer des opérations dont il estime qu'elles peuvent rencontrer leur intérêt et, une fois leur conviction emportée, mettre en œuvre les moyens qui permettront de trouver les contreparties permettant de finaliser l'opération. Peut-on traiter de la même manière ces deux situations ? Probablement pas, dans la mesure où dans le dernier cas il est toujours possible de soupçonner que l'intermédiaire conseille une opération donnée moins dans l'intérêt du client que dans le sien, qui est d'obtenir une rémunération avantageuse. Depuis la reconnaissance du service de conseil en investissement, désormais défini comme « le fait de fournir des 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 » (Comofi, art. D. 321-1, 5), il y a là certainement une voie à explorer²³.

Pour autant, il n'est pas sûr que cette voie permette d'introduire un élément de discussion utile sur le caractère « particulièrement élevé » du niveau de rémunération. L'enjeu du service de conseil en investissement est en effet de savoir si a été effectivement remplie l'obligation centrale de « pouvoir recommander [aux clients] les instruments financiers adaptés [...] à leur situation » (Comofi, art. L. 533.13, I) : or, cette question paraît largement indépendante de celle de la rémunération de l'intermédiaire. Et puis, même si cette discussion est envisageable, où cela mène-t-il ? Apprécier un niveau de marge suppose de pouvoir définir un niveau moyen de référence. Sur quelles bases, surtout quand sont en jeu des titres illiquides comme ici, un référentiel utilisable est-il établi ? Ce référentiel incorpore-t-il et valorise-t-il correctement les trois services rendus que sont le conseil, la recherche

18. Dont on rappellera au demeurant qu'il ne constitue que l'un des aspects des règles de conduite qu'un intermédiaire est tenu d'observer dans ses relations avec ses clients.

19. Les contreparties d'Octo Finances étaient toutes des compagnies d'assurances, donc des investisseurs professionnels, comme d'ailleurs celles des prestataires en cause dans les affaires de 2006.

20. Concl. précitées, p. 754.

21. Interprétation précitée.

22. Prix qui peuvent d'ailleurs constituer un engagement ferme pour la quantité proposée ou seulement une indication.

23. Si ce service était bien déjà prévu en tant que service connexe par la directive Services d'investissement, la transposition de cette directive avait toutefois conduit à le transformer en conseil de gestion de patrimoine, notion qui recouvre une réalité bien différente.

de contreparties et l'interposition en compte propre²⁴ ? Cette valorisation incorpore-t-elle une dimension temporelle pertinente alors que la rémunération s'apprécie aujourd'hui moins opération par opération que sur une période donnée²⁵, pendant laquelle, par rapport à un niveau de services fournis, certaines opérations plus fortement rémunérées viennent en compenser d'autres moins rémunérées²⁶ ?

Autant de questions auxquelles la décision de la commission des sanctions n'est pas en mesure de donner des réponses définitives. Ce qui laisse présager d'intéressants débats dans le futur.

Appel de couverture – Absence de respect des règles de couverture par l'intermédiaire – Responsabilité de l'intermédiaire (oui) – Manquement aux règles de bonne conduite (oui). Cassation (oui)

Cass com 26 février 2008, Medhi X c/ Cortal Consorts SA. Voir H de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec 2001, 3^e éd, n° 557 et s.

Un client est fondé à se prévaloir de l'absence de respect des règles de couverture par un intermédiaire financier lorsque cette dernière contrevient aux règles de bonne conduite que tout intermédiaire financier doit légalement respecter.

Comme nous le pressentions au sein de notre dernière chronique, le droit de la responsabilité des établissements financiers en matière de couverture est à nouveau au centre des discussions juridiques.

Les faits à l'origine de cette affaire sont comme de coutume dans ce type de dossier d'une extrême simplicité : un client a ouvert via internet un compte d'instruments financiers avec 1 000 euros pour lequel il a reçu une prime d'ouverture de 1 000 euros. Immédiatement après cette ouverture, fin 2000, il acquiert des titres de valeurs technologiques en utilisant les possibilités offertes par le SRD. Réinvestissant un héritage de 21 300 euros quelques semaines après, ce client de 25 ans, chômeur et ancien moniteur de surf sans expérience boursière, poursuit ses investissements qu'il doit liquider pour faire face à des appels de couverture dont le mécanisme lui était inconnu. Ces opérations conduisent à une perte importante à l'origine de son action contre l'établissement financier dont il était le client.

La cour d'appel de Paris le 20 octobre 2006 refuse l'argumentation du client fondée sur les manquements de l'établissement financier à son obligation de constitution et d'appel de couverture. Elle s'inscrit ainsi dans le fil de la jurisprudence traditionnelle de la Cour de cassation qui n'autorise pas le client à se prévaloir de tels man-

quements car l'obligation de couverture vise à protéger seulement l'intermédiaire²⁷.

La cour d'appel de Paris condamne toutefois l'établissement financier pour manquement à l'obligation de conseil de son client profane en évaluant le préjudice né de la perte de la chance consécutive à cette absence d'information à 5 000 euros alors que le client évaluait la totalité de son préjudice à environ 15 000 euros.

La décision de la cour d'appel est cassée par la Cour de cassation le 26 février car il lui est reproché d'avoir considéré que le client ne pouvait se prévaloir des manquements nés de l'obligation de constitution et d'appel de couverture de la banque.

La Cour de cassation précise que la cour d'appel en retenant qu'« il est de principe que le donneur d'ordre ne peut invoquer à son profit le non-respect de l'obligation de couverture, celle-ci n'étant édictée que dans l'intérêt de l'opérateur et afin de pourvoir à la sécurité des marchés, mais non dans le sien propre », a violé les règles de bonne conduite que chaque intermédiaire financier doit respecter, règles alors codifiées à l'article L 533-4 du Code monétaire et financier. Pour les magistrats de la Cour de cassation, le manquement aux règles de couverture constitue donc une violation des règles de bonne conduite auxquelles sont astreints les établissements financiers.

Dans son arrêt rendu le 26 février 2008, la Cour de cassation revient sur cette position. L'on remarque immédiatement que cette décision prend appui, non seulement sur l'article 1147 du Code civil à l'instar des décisions précédentes mais également sur les règles de bonne conduite édictées par l'article L 533-4 du Code monétaire et financier. C'est ce fondement qui permet de comprendre la portée de la décision de la Cour de cassation.

Les précédentes décisions se fondaient sur le respect de l'obligation de couverture appréciée à travers l'article 61 du décret du 7 octobre 1890 qui l'avait institué dans le seul intérêt de l'intermédiaire. Depuis son abrogation en 1988, la nature de cette obligation ne relevait donc plus que de la seule interprétation du juge qui, dans son analyse de la relation contractuelle entretenue par le prestataire avec le client, perpétuait ainsi un texte abrogé dont le dispositif n'avait pas été repris dans la réglementation financière issue des codes du CMF ou plus récemment celui de l'AMF.

L'originalité de cette affaire est donc d'avoir assis l'action du donneur d'ordre non pas sur l'absence de respect de l'obligation d'appel de couverture de l'établissement financier mais sur celui des règles de bonne conduite. C'est cette approche qui a permis l'évolution de la position de la Cour de cassation.

Au cas présent, cette approche n'est pas nouvelle mais jusqu'à présent elle n'avait pas prospéré. Ainsi la chambre

24. Notamment, l'intermédiaire qui ne prend qu'un risque de règlement-livraison sur des titres illiquides prend-il vraiment moins de risques que le teneur de marché qui se met en position face à un client pour une quantité dont il sait qu'elle est aisément absorbable par le marché... ?

25. Le trimestre, le semestre, voire l'année.

26. Voir en ce sens par exemple 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 (www.afei.com), commentée dans cette chronique (Banque & Droit n° 109, sept.-oct. 2006, p. 63).

27. Rendu à la suite de l'arrêt « Borja » rendu par la chambre commerciale le 14 janvier 2003, arrêt considéré comme isolé, l'arrêt « Sepeau » du 8 juillet 2003 avait fermement précisé que la couverture « est édictée dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché et non dans celui du donneur d'ordre ». Pour renforcer la portée de cette décision, la Cour de cassation dans son rapport annuel pour 2003 avait commenté sa décision en ajoutant, pour mettre fin à toute dérive jurisprudentielle, que la sanction de cette obligation de couverture ne saurait résider dans la responsabilité de l'intermédiaire à l'égard du donneur d'ordre même par le biais de l'obligation d'information du donneur d'ordre.

commerciale de la Cour de cassation, dans un arrêt rendu le 18 février 2004²⁸, dans une affaire similaire ou le prestataire se voyait reprocher de ne pas avoir appelé en temps utile la couverture, avait été invitée à se prononcer sur la portée des règles de bonne conduite codifiées à l'article L 533-4 du Code monétaire et financier. Mais ce moyen avait dû être rejeté pour des motifs de procédure car non invoqué auparavant devant les juges d'appel. Dès lors, les magistrats de la chambre commerciale n'avaient pas été en mesure de statuer sur l'application de ce texte.

Le cas d'espèce a permis à la Cour de cassation de préciser la portée des règles de bonne conduite destinées à la fois à garantir la protection des investisseurs et à assurer la régularité des opérations. À ce titre, les intermédiaires financiers doivent, pour reprendre les termes de l'article L 533-4 -7 du Code monétaire et financier applicables au moment des faits ayant donné lieu à ce contentieux, se conformer à toutes les réglementations applicables à l'exercice de leurs activités de manière à promouvoir au mieux les intérêts de leurs clients et l'intégrité du marché financier²⁹. Incorporées au sein du dispositif réglementaire qui lui-même leur assignent, comme règle de bonne conduite, une double finalité, la protection des intérêts du client et l'intégrité du marché, les règles de couverture doivent donc être respectées en tant que telles. Il est alors logique de considérer que le client comme l'intermédiaire peuvent se prévaloir de leur absence.

S'agit-il pour autant d'un revirement de jurisprudence? Les précédentes décisions étaient fondées sur l'application du seul l'article 1147 du Code civil sans retenir l'article L 533-4 du Code monétaire et financier. Or, c'est également sur le fondement de cet article qu'est rendue la décision du 26 février 2008. Plus que d'un revirement, nous sommes en présence d'une évolution de la Cour de cassation. Les règles de bonne conduite sont conçues en des termes généraux qui permettent leur déclinaison au sein des textes du régulateur. Dès lors, en retenant que leur absence de respect peut être à l'origine d'actions mettant en jeu la responsabilité des intermédiaires financiers, les magistrats ouvrent la possibilité aux parties d'engager largement la responsabilité des intermédiaires financiers. Ces derniers doivent donc avoir conscience que l'absence de respect, ou simplement une application imparfaite des règles de bonne conduite au travers notamment de leur déclinaison au sein des textes de l'autorité administrative que cela soit le CMF, la COB et maintenant l'AMF, les rend susceptibles, non seulement de sanctions administratives pour manquement, mais également de condamnations au titre de leur responsabilité civile à l'égard de leurs clients.

Pour être complet, l'on précisera que si l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier a été abrogé par l'ordonnance de transposition de la directive Marché d'instruments financiers du 12 avril 2007, les règles de bonne

conduite demeurent. Ainsi la section 5 du chapitre 3 du titre 3 du Code monétaire et financier traite des règles de bonne conduite qu'elle décline au sein de plusieurs articles dont l'article L 533-11 conférant ainsi toute son actualité à cette décision importante de la Cour de cassation.

Il est vraisemblable que le caractère général de ces règles de bonne conduite contraindra les juges à en apprécier la portée lors de la mise en jeu de la responsabilité civile des établissements financiers ; appréciation qui pourrait être à l'origine, au moins dans un premier temps, d'imprécisions jurisprudentielles sources de discussions. En définitive, il est vraisemblable que ces discussions éventuelles et les incertitudes ainsi créées seront prises en compte lorsqu'il sera décidé d'asseoir une décision sur l'absence de respect des règles de bonne conduite. Toute décision fondée sur l'absence, ou le respect imparfait des règles de bonne conduite, serait en conséquence une décision réfléchie que l'on pourrait souhaiter motivée notamment pour des raisons pédagogiques à l'égard des parties et des autres intervenants.

En conclusion – provisoire – l'on observera qu'alors que le régime de la responsabilité professionnelle bancaire se stabilise autour de principes déjà connus du droit financier notamment autour des obligations d'information et de mise en garde appréciées en fonction de la compétence et la connaissance du client, celui de la responsabilité civile en matière financière diverge à nouveau par la prise en considération de règles de bonne conduite absentes du droit bancaire. Cette rapide observation, qui mériterait une étude approfondie, est cependant à relativiser compte tenu de la prise en considération, en matière de responsabilité bancaire, des notions de bonne foi et de loyauté qui constituent, il est vrai mais seulement pour une part, le pendant en droit bancaire des règles de bonne conduite du droit financier.

PSI – Exécution d'ordres – Pot Pourri

CA Nancy, 1^{re} civile, 1^{er} octobre 2007, Juris-Data n° 352270 : 1^{re} espèce ; CA Nîmes, 9 octobre 2007, Juris-Data n° 351209 : 2^e espèce.

- La défaillance du système informatique de la banque est une faute qui n'est pas à l'origine du préjudice du client puisque l'opération erronée réalisée par celui-ci, bien que non filtrée par le système de la banque, lui a finalement été profitable (1^{re} espèce).
- La stipulation de solidarité figurant dans la convention de compte conclue par des époux ne s'étend pas à la convention d'exécution d'ordres en ligne signée par le mari (2^e espèce).

1^{re} espèce : Cet arrêt, dont on ne connaît que le résumé grâce à Juris-Data, sera simplement signalé. Le client d'un service en ligne a commis une erreur de saisie informatique, qu'il n'a pu corriger car le système ne le permettait pas ; au surplus, celui-ci n'a pas bloqué l'ordre erroné alors qu'il était supérieur au plafond autorisé. Il s'agit, dans les deux cas, pour la cour d'appel de Nancy, d'une faute du prestataire. Néanmoins, celui-ci est exonéré de toute condamnation dans la mesure où la liquidation de l'opération a finalement été profitable au client. Pas de préjudice, pas d'intérêt, pas d'action...

28. dans un arrêt rendu le 18 février 2004. Cass. Com 18 février 2004 (X c/Sté Oddo et cie) Bull joly Bourse mai-juin 2004 p 280, note B Le Bars.

29. Les règles de constitution et d'appel de couverture figuraient à l'époque des faits de l'espèce au sein du dispositif réglementaire conçu par le CMF, en l'occurrence la décision CMF n° 2000-04. Ces points relèvent aujourd'hui de l'article 517-12 du RG de l'AMF

2^e espèce : Cet arrêt, dont on connaît là encore que le résumé par Juris-Data, mérite simplement d'être mentionné. Deux époux avaient conclu une convention de compte avec une banque, dont les conditions générales contenaient une stipulation de solidarité active et passive, cette convention étant uniquement destinée à servir de support à des placements bancaires. La cour d'appel de Nîmes décide que la stipulation de solidarité prévue dans cette convention ne peut être étendue à une autre convention, conclue par le mari seul, de transmission d'ordres en ligne. On peut imaginer que la banque avait invoqué l'existence d'un lien entre ces deux conventions, mais les juges refusent d'en faire un tout. Il est vrai qu'elles n'étaient pas de même nature, qu'elles n'avaient pas le même objet, qu'elles n'étaient pas signées par les mêmes parties, et n'avaient pas été conclues au même moment semble-t-il. La protection de l'épouse a pu également justifier cette décision.

PSI – Exécution d'ordres – Service à règlement différé – Solde débiteur – Report – Défaut de mise en demeure de payer – Crédit – Irrégularité

CE, 25 juillet 2007, n° 266735, affaire Société DUBUS SA c/ Ministère de l'économie, des finances et de l'emploi. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd.

Lorsqu'une entreprise d'investissement permet à un investisseur intervenant sur un marché à règlement différé de reporter d'un mois sur l'autre ses positions en inscrivant au débit de son compte-espèces la moins-value constatée lors du report et que, en raison d'une couverture insuffisante, cette inscription a pour conséquence un solde débiteur du compte, l'entreprise doit être regardée, dès lors qu'elle ne fait pas diligence pour obtenir du donneur d'ordres l'apurement de ce débit, comme mettant des fonds à la disposition de l'investisseur au sens des dispositions de l'art. L. 313-1 du Code monétaire et financier. La circonstance qu'un solde débiteur ne s'accompagne pas de la perception d'intérêts n'est pas de nature à exclure que l'opération ait un caractère onéreux, celui-ci découlant de la perception de commissions de report, rendue possible par les facilités ainsi accordées.

La décision rendue par le Conseil d'État le 25 juillet 2007, à la suite d'un recours contre une décision juridictionnelle de la Commission bancaire, est intéressante à plus d'un titre, mais l'on s'en tiendra ici aux aspects qui intéressent le droit boursier. Un prestataire de services d'investissement, précisément une entreprise d'investissement, avait à de nombreuses reprises, et pendant plusieurs mois, accepté des soldes débiteurs sur les comptes en espèces de sa clientèle, voire leur accroissement dans nombre de cas, sans exiger le moindre remboursement. La Commission bancaire y avait vu une opération de crédit réalisée en dehors des limites permises aux entreprises d'investissement. En l'espèce, les comptes débiteurs en cause étaient ceux de clients qui profitaient du service à règlement différé. Il semble que, dans nombre de cas, les couvertures aient été insuffisantes, insuffisance acceptée par l'entreprise d'investissement de mois en mois à la

suite de reports. La question était de savoir si ces débits étaient assimilables à des opérations de crédit. En ce cas, en effet, ils n'auraient été réguliers, aux termes de l'art. 5 du règlement n° 98-05 du 7 décembre 1998 du Comité de la réglementation bancaire et financière, qu'après accord exprès des parties et que pour une durée déterminée d'un maximum de trente jours. Or, en l'espèce, ces conditions n'avaient pas été respectées. Le Conseil d'État rejette la requête de l'entreprise d'investissement.

L'entreprise d'investissement expliquait que les soldes négatifs résultaient de la passation d'ordres à règlement différé, puis du report de leur exécution, et prétendait qu'ils n'auraient donc eu qu'un caractère comptable tant que l'opération n'avait pas été dénouée, de sorte que la Commission bancaire n'aurait pu juridiquement y voir une opération de crédit. Le Conseil d'État constate que l'entreprise d'investissement permettait à des investisseurs bénéficiant du SRD de reporter d'un mois sur l'autre leur position en inscrivant au débit de leurs comptes-espèces la moins-value constatée lors du report. Il juge que, en raison d'une couverture insuffisante, cette inscription avait pour conséquence un solde débiteur du compte et que, en l'absence de diligence de l'entreprise pour obtenir paiement, celle-ci devait être regardée comme ayant mis des fonds à la disposition des investisseurs, ce qui est une opération de crédit au sens de l'art. L. 313-1 du Code monétaire et financier. On ne peut que souscrire à cette analyse traditionnelle des opérations de crédit. Les opérations litigieuses étaient en effet assimilables à un découvert bancaire. Les conclusions du Commissaire du gouvernement Mattias Guyomar éclairent cette position : il précise que pour qu'il y ait opération de crédit, il faut, d'une part, une mise à disposition de fonds et, d'autre part, l'accomplissement d'un acte à titre onéreux. Sur la première condition, il rappelle qu'un découvert est assimilé à un prêt, à condition qu'il ait été consenti sur une certaine durée ; en l'espèce, il remarque que l'entreprise d'investissement avait accepté les reports et n'avait jamais exigé le paiement des soldes débiteurs et avait, par conséquent, marqué sa volonté d'octroyer un crédit ; sur la durée de la facilité accordée, il remarque que, s'il est impossible de définir un critère chronologique a priori, en l'espèce les reports avaient été multiples et s'étaient étalés sur plusieurs mois. Pour le caractère onéreux de l'opération, il estime qu'il se déduisait de l'avantage que trouvaient les deux parties aux reports successifs, les clients qui bénéficiaient de facilités, l'entreprise d'investissement qui percevait des commissions. Il aurait pu ajouter que l'entreprise d'investissement y trouvait l'intérêt de fidéliser une clientèle.

Par ailleurs, le Conseil d'État signale que si les manquements commis pouvaient être également poursuivis par l'Autorité des marchés financiers, chaque autorité est indépendante l'une de l'autre et a sa propre compétence, de sorte que les mêmes faits donnant lieu à des infractions distinctes, les unes de droit bancaire, les autres de droit des marchés financiers, pouvaient être deux fois sanctionnés. Ce n'est pas la première fois que le Conseil d'État admet cette solution et juge que la règle *non bis in idem* ne fait pas obstacle au cumul des sanctions de la Commis-

sion bancaire et de l'Autorité des marchés financiers³⁰. Il est vrai que les finalités poursuivies par les deux autorités sont distinctes, l'autorité bancaire ayant en charge les risques, l'autorité boursière la déontologie. Il n'en reste pas moins qu'il s'agit de deux sanctions disciplinaires pour les mêmes faits et qu'à force d'étendre les cumuls admis, l'addition peut en être infinie. Il faudra bien finir par y mettre des bornes raisonnables, car les distinctions qui le justifient sont sans doute acceptables intellectuellement, mais de moins en moins acceptables en justice, même si le principe de proportionnalité en neutralise le principal inconvénient.

Autorité administrative indépendante – Plainte d'un tiers – Silence de l'autorité – Décision implicite de rejet – Recours devant le juge de l'excès de pouvoir – Recevabilité

CE, 30 novembre 2007, n° 293952, affaire Michel K et autres c/ ACAM. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001.

Une autorité administrative indépendante qui dispose d'un pouvoir de sanction dont l'objet est d'assurer la sécurité d'un marché peut ne pas déférer aux plaintes qu'elle reçoit, mais sa décision, expresse ou implicite, de ne pas y donner suite peut être déférée au juge de l'excès de pouvoir.

La décision du Conseil d'État du 30 novembre 2007 a été rendue à propos de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles (ACAM), mais est néanmoins intéressante en ce qu'elle retient une solution générale. En l'espèce, un assuré avait demandé à l'ACAM d'engager une procédure disciplinaire à l'encontre d'une société d'assurance-vie. L'autorité de régulation des assurances n'avait pas donné suite, ni même simplement répondu. L'intéressé a prétendu y voir une décision implicite de rejet et a sollicité son annulation devant la Haute juridiction. L'ACAM prétendait qu'elle n'avait pas à donner suite à ce genre de plainte et que le silence conservé par elle ne valait pas décision administrative susceptible de recours.

Le Conseil d'État juge, de manière générale, et l'attendu de principe mérite d'être cité, « qu'il appartient à une autorité administrative indépendante qui dispose en vertu de la loi d'un pouvoir de sanction qu'elle exerce de sa propre initiative et dont l'objet ne se borne pas à punir certains comportements mais consiste, eu égard notamment à la nature des mesures susceptibles d'être prononcées, à assurer la sécurité d'un marché, de décider, lorsqu'elle est saisie par un tiers de faits de nature à motiver la mise en œuvre de ce pouvoir, et après avoir procédé à leur examen, des suites à donner à la plainte ; [...] que la décision qu'elle prend, lorsqu'elle refuse de donner suite à la plainte, a le caractère d'une décision administrative qui peut être déférée au juge de l'excès de pouvoir ; que les personnes qui interviennent sur le marché soumis au contrôle de l'autorité justifient d'un intérêt leur donnant qualité pour contester cette décision ; qu'il appartient au juge de censurer celle-ci en cas d'erreur de fait ou de droit, d'erreur manifeste d'appréciation ou de détournement de pouvoir ». Cette décision est

de principe et vaut, par sa motivation générale, pour toutes les autorités administratives indépendantes, donc en particulier pour l'autorité des marchés financiers.

Trois enseignements doivent être retenus :

- l'autorité saisie par un tiers n'est pas tenue de donner suite ;
- si elle ne donne pas suite expressément, sa décision est de nature administrative et peut être attaquée par le recours pour excès de pouvoir devant le Conseil d'État ;
- si elle se contente de ne pas répondre, son silence vaut encore décision administrative implicite de rejet et est susceptible du même recours.

Il y a là une ouverture certaine à l'action de ceux qui s'estiment victimes d'un manquement de la part d'un professionnel. On verra quelles conséquences pourront en résulter en pratique : les autorités de régulation seront-elles inondées de demandes ? À suivre...

Manipulation de cours – Ordres transmis en début de séance avant fixing – Absence de confrontation de l'offre et de la demande (oui) – Libre établissement du prix (non) – Manquement (oui) (1^{re} espèce) – « Achetés / vendus » – Pression sur le calcul du prix du titre – Vente massive de titre en période de référence de calcul de valeur du titre – Manquement (oui) (2^e espèce)

Paris, 20 novembre 2007, Sedia Développement / AMF (1^{re} espèce) C.E., 16 janvier 2008, Knaepen (2^e espèce). Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e édition, 2001.

Constitue un manquement au libre établissement des cours le fait, pour un émetteur, de transmettre des ordres en début de séance appelés à être coiffés par un ordre juste avant le fixing (1^{re} espèce).

Constitue une manipulation de cours le fait de procéder à des ventes massives de titres pendant la période de référence du calcul de la valeur de l'instrument financier et la pression à la baisse exercée par l'utilisation d'« achetés / vendus » (2^e espèce).

Les deux espèces commentées ci-après constituent les deux faces d'une même affaire, déjà commentée dans cette chronique³¹, où d'une part, tant la société émettrice, son intermédiaire financier et certains de ses préposés ainsi, d'autre part, qu'un autre intermédiaire et un de ses préposés agissant pour compte propre du PSI mais dans un sens manipulateur opposé aux premiers ont été, pour des raisons bien sûr différentes, condamnés par la Commission des sanctions pour manipulation de marché. Certains des intéressés, comme la société émettrice elle-même ainsi que l'un des préposés du PSI arbitragiste, ayant toutefois contesté cette décision, les tribunaux ont eu à connaître de cette affaire, mais de façon distincte. En effet, compte tenu des règles de répartition de compétence en matière de procédures de sanctions, la Cour

30. CE, 30 mai 2007, n° 283888, M.D. et société D. : Bull. Joly Bourse, juillet-août 2007, p. 521, note S. Bonfils ; *Droit des sociétés* 2007, comm.15, note Th. Bonneau ; RDBF, janvier-février 2008, p. 52, note D. Bompont.

31. AMF, Commission des sanctions, 19 octobre 2006, Ferrer, Intens, Knaepen, Tradition Securities and Futures, CIC C.M et Société Sedia développement : Banque & droit, cette chronique, n° 112, mars - avril 2007, p. 39.

d'appel de Paris pour l'émetteur et le Conseil d'État pour le préposé du PSI ont chacun examiné les reproches formulés par les requérants en fonction de leur compétence juridictionnelle.

Les faits sont bien sûr identiques dans les deux espèces. Les actionnaires majoritaires de la société Leblanc, cotée en Bourse, ont cédé, suite aux difficultés financières rencontrées par la société, en mai 1999 près de 70 % du capital de la société à Sedia Développement au prix de 5,27 euros, alors que le cours de bourse s'établissait à la même époque à 15,28 euros et que le titre avait été introduit en Bourse fin 1998 à 20,58 euros. À l'issue de cette opération, Sedia a lancé une procédure de garantie de cours à 5,27 euros en proposant des CVG aux actionnaires de Leblanc qui n'apporteraient pas leurs titres à l'offre, à raison d'une CVG par action Leblanc non présentée au prix de 20,58 euros moins la moyenne pondérée du cours de Bourse de l'action Leblanc durant les 30 jours de Bourse précédant la période d'exercice des CVG. En pratique cette offre revenait pour Sedia à garantir aux actionnaires de Leblanc un prix minimum équivalent au prix de l'introduction en Bourse de Leblanc. Face à une telle générosité et compte tenu du prix de la garantie de course, personne bien sûr n'a répondu à l'offre publique, ce qui a conduit Sedia à émettre tous les CVG. Le cours de référence de l'action Leblanc s'étant établi à 15,25 euros, le gain procuré par chaque détenteur de CVG s'est élevé à 5,32 euros par CVG.

Il est reproché à la société Sedia et son PSI des interventions massives à l'achat sur le titre Leblanc afin de faire monter le cours de l'action Leblanc dans le but de minorer le coût des CVG émis par Sedia. Pour sa part, le préposé du PSI arbitragiste tout comme son employeur étaient poursuivis pour avoir réalisé des interventions massives à la vente sur le titre Leblanc, puis des achetés/vendus ayant pour objet de baisser le cours de l'action Leblanc en vue d'augmenter le prix de remboursement du CVG émis par Sédia. Ce qui est remarquable dans le cas commenté, c'est l'opposition totale d'intérêt qui animait les manipulateurs : les uns cherchaient à diminuer le prix de revient de leur garantie, alors que les autres tâchaient de profiter encore plus d'une offre déjà des plus généreuses. Il est en effet rare de voir agir sur le même titre des acteurs dans un sens différent, notamment du fait que les interventions des uns ont tendance à annuler les effets des autres, mais surtout parce que les manipulations effectuées sur un titre « profitent » rarement à l'émetteur des titres objet de la manipulation, au contraire ! C'est ici la particularité du CVG que de permettre une « communauté d'intérêts » entre le manipulateur à l'achat et l'émetteur des SVG. C'est cette juxtaposition d'intérêts contradictoires qui donne tout l'intérêt à ces deux décisions. On remarquera à cet égard que tant les juges du Palais Royal pour le préposé du PSI que ceux de la Cour d'appel de Paris pour la société émettrice des CVG ont confirmé les sanctions prononcées par la commission des sanctions, et ce, quelles que soient les intentions qui ont pu motiver les actes délictueux.

Au-delà de cette affaire et des comportements des pro-

tagonistes « *quelque part entre Candide et Pieds Nickelés* »³², il convient de retenir de ces deux décisions les techniques utilisées comme des procédés de manipulation de cours. Celles-ci sont souvent proches, ce qui justifie d'un commentaire commun aux deux décisions, et ce d'autant plus que le cas de la première espèce a été commenté de façon détaillée et complète par ailleurs³³.

Dans la première espèce, nous nous contenterons de présenter brièvement les techniques utilisées. En premier lieu, l'intermédiaire de Sedia entrait des ordres d'achat dans le carnet d'ordres dans le seul but de donner l'illusion d'un intérêt acheteur. En effet, lors de quasiment chaque séance de Bourse, le PSI a entré dans le carnet d'ordre, le matin en début de séance, trois ordres stipulés à un prix toujours inférieur à 19 euros et pour des volumes précis, calibrés en fonction de l'état du carnet d'ordres, ces ordres étant « coiffés » peu de temps avant le fixing, et généralement dans la minute qui le précédait, par un ordre d'achat stipulé à un cours supérieur de sorte que les premiers ordres passés par le PSI à un niveau d'achat inférieur n'étaient pas exécutés. Cette intervention dans les secondes qui précèdent le fixing a provoqué, comme on peut s'en douter, une forte hausse du titre. Relevons que la Commission des sanctions précisait dans sa décision que « *si une transmission d'ordre dans la dernière minute avant le fixing n'est pas répréhensible en soi, le motif, explicite [...] rend ces opérations illicites* », dans la mesure où l'objectif est de faire coter en ouverture le titre à la hausse. La deuxième technique, proche de la première, consistait à transmettre des ordres dans la dernière minute précédant le fixing en surpayant volontairement des titres à l'offre et en ne désintéressant généralement pas totalement les autres offres, provoquant ainsi une cotation à la hausse, tout comme dans la première technique. Le troisième moyen était encore plus radical car il consistait, en l'absence d'offres suffisantes dans le carnet, de provoquer le gel de la valeur. Toutes ces techniques, fixées grâce à des formules de calcul déterminant les quantités de titres à acheter, sont d'une affligeante simplicité mais d'une grande efficacité au point d'être présentées dans les directives Abus de marché comme des présomptions de manipulation.

Dans la deuxième espèce, les moyens de manipulation retenue retiennent l'attention en ce que la Commission pointe du doigt une autre technique, à savoir l'utilisation d'« achetés/vendus » pour faire pression sur le titre. En l'espèce, le responsable d'activités d'arbitrage pour compte propre d'un PSI – lequel avait acquis près du tiers du capital flottant de Leblanc – a procédé à des ventes massives de ce titre pendant la période de référence pour le calcul de la valeur du titre dans le cadre de l'exercice de certificat de valeur garantie émis par Sédia. L'objectif ici était de faire baisser le cours de l'action Leblanc. Comment ? Là encore en positionnant des ordres, dans les minutes précédant le fixing, à un prix inférieur à celui de la veille ou bien même sans stipulation de prix en quantité impor-

32. F. Martin Laprade, note sous Paris, 20 novembre 2007, Bull. Joly Bourse 2008, § 2, p. 19.

33. Paris, 20 novembre 2007, S.A Sédia Développement / AMF, Bull. Joly Bourse 2008, § 2, p. 19, note F. Martin Laprade.

tante à la vente afin de « peser » sur le calcul du *fixing*. Mais c'est le recours à la technique de « l'acheté/vendu » qui doit être signalé comme un procédé permettant de « gonfler » artificiellement les volumes traités afin non pas d'influer ici sur le prix mais d'induire autrui en erreur quant aux volumes traités sur la valeur (selon l'adage bien connu que « la vente appelle la vente », et vice versa). On mentionnera ici que la Commission des sanctions n'a pas estimé que les achetés/vendus constituaient en soi une technique manipulatrice mais que leur utilisation « dénuée de toute raison économique » en rendait l'usage illicite.

Cette affaire, totalement atypique une nouvelle fois, laisse toutefois une question ouverte. Dans quelle mesure les actions manipulatrices des uns n'ont-elles pas annulé celles des autres ? Certes, juridiquement, ce qui compte n'est pas tant la réussite de l'action manipulatrice que l'acte lui-même. Mais il est troublant de constater que si Sédia a constitué près de 70 % du volume d'achats sur les actions Leblanc pendant la période incriminée, le PSI arbitragiste a, pour sa part, représenté plus du tiers des ventes de titres sur les actions Leblanc. La raison en est que les interventions se sont déroulées à des moments différents, celle de Sédia tout au long de la période de référence de calcul de façon « équilibrée » alors que celles de l'arbitragiste se sont concentrées à la fin de cette période de référence. Dès lors, les actions des uns et des autres ne se sont pas « annulées » mais au contraire ont conduit à une amplification du mouvement : en voyant le titre Leblanc monter sans véritablement de logique économique, Sédia a attiré l'attention d'arbitragistes qui ont flairé une bonne affaire. Ceux-ci, voyant une hausse progressive du titre ont attendu la fin de la période de référence pour intervenir massivement à la vente, à un moment où les actions de Sédia ne produisaient que peu d'effets face aux moyens mis en œuvre par les vendeurs. Le plus « cocasse » dans cette « triste » affaire, c'est que l'AMF a été alertée par l'un des protagonistes, en l'espèce la société Sédia, estimant que les volumes et les prix sur l'action Leblanc n'étaient pas cohérents. *Nemo auditur propriam turpitudinem allegans!* Auquel on pourra répondre : *Nemo ex delicto consequatur emolumentum.*

Introduction en Bourse – Caractéristiques irréalistes du mandat d'introduction – Devoir de conseil (oui) – Responsabilité du PSI (oui) – Indemnisation du préjudice (oui) – Perte de chance

Paris, 7 septembre 2007, *EFI / Probag*, Voir aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001.

Doit être tenu responsable le PSI qui, dans le cadre d'un mandat d'introduction en bourse, n'apporte pas l'aide et le soutien attendus par la société et manque à son devoir de conseil en s'abstenant d'informer le mandant que la mission était vouée à l'échec.

Le mandat d'introduction en Bourse est un contrat complexe – même si dans la présente espèce les juges qualifient la prestation de « mandat » — mais qui, dans l'ordre du droit financier, s'apparente au service auxiliaire n° 3 des services d'investissement de la directive MIF, à savoir le « Conseil aux entreprises en matière de structure du capital, de stratégie industrielle et de questions connexes ; conseil et services en matière de fusions et de rachat d'entreprises ». Comme toute activité de service, le prestataire est redevable d'une obligation d'information, parfois de mise en garde et même de conseil à l'égard de son client. Celui-ci n'étant généralement pas un « opérateur averti », l'obligation générale de mise en garde lui est applicable au titre de la jurisprudence *Buon*. Mieux, depuis l'arrêt de la chambre commerciale du 26 février 2008, *Medhi X c/ Cortal Consors SA* commentée dans ce numéro, les règles de conduite sont aussi opposables aux clients du prestataire.

C'est dans ce contexte qu'il convient d'évoquer la situation, très exceptionnelle du fait des circonstances de l'espèce et dont il est difficile de tirer des leçons générales, de l'arrêt rendu par la cour de Paris le 7 septembre 2007 à l'occasion d'un différend intervenu entre le prestataire et son client suite à une introduction en Bourse avortée³⁴.

En l'espèce, la société *EFI*, un PSI, habitué des prétoires, était en litige avec son ancien client suite à la rupture, à son initiative, du contrat qui le liait avec la société *Probag* en vue, d'une part de son introduction en Bourse, et d'autre part de l'obtention d'un financement intérimaire. Ayant été condamnée en première instance en réparation du préjudice subi par son ex-client, la société *EFI* a fait appel, en vain. Le prestataire voit sa responsabilité confirmée, même si le montant de la réparation allouée a été diminué au motif que seule la perte de chance peut être indemnisée, celle-ci, de façon classique, ne pouvant constituer l'intégralité du préjudice subi. Au-delà du cas d'espèce, très particulier compte tenu des nombreux manquements à la charge du prestataire, il convient de retenir deux enseignements de cette décision.

En premier lieu, si l'on s'accorde à considérer que le mandat d'introduction en Bourse ne peut s'analyser en une obligation de résultat, et qu'il ne se réduit pas à la seule recherche d'investisseurs, il revient pour autant à l'intermédiaire d'exécuter son « mandat » avec toute la diligence, la loyauté et le professionnalisme attendus

34. Cf. aussi la note de M. Goldberg-Darmon et J. Balensi, sous Paris, 25 septembre 2007, *Bull. Joly Bourse* 2007, § 161, p. 754.

d'un professionnel des marchés financiers, comme par exemple, en recherchant activement à obtenir la participation d'une société de Bourse. Tel n'a manifestement pas été le cas ici. Sans rentrer dans le détail des manquements, relevons le considérant particulièrement cinglant à l'encontre de la société EFI où les juges de la cour de Paris relève que c'est « de façon pertinente et par une analyse particulièrement fine et perspicace que les premiers juges, en rien contredits par les constatations et observations de l'expert, ont déduit des multiples manquements de la société [...] sa responsabilité entière et exclusive dans la survenance du dommage subi par la société Probag ». Précisons que le PSI avait déjà encaissé le tiers de ses honoraires, élément qui a dû être pris en compte par les magistrats dans l'appréciation de la responsabilité de EFI.

Le deuxième enseignement tient dans l'obligation qui pèse sur le PSI, comme pour n'importe quel service d'investissement, d'informer son client des risques liés à celle-ci, et pas uniquement dans le cadre d'opérations spéculatives sur les marchés à terme comme la jurisprudence traditionnelle l'imposait jusqu'alors. Au cas des introductions en Bourse, ce devoir d'information peut être renforcé au point de conseiller à son client de ne pas poursuivre l'opération, voire même à refuser le mandat lui-même compte tenu des circonstances de l'espèce. C'est d'ailleurs là le pendant de l'absence d'obligation de résultat sur le PSI : professionnel des marchés financiers, ce dernier doit, tout au long de l'exécution du contrat, – l'arrêt commenté précise ici que EFI aurait dû informer Probag « dès les débuts de leurs relations contractuelles » – mais même selon nous dès la phase pré-contractuelle, conseiller son client sur les chances de réalisation de l'opération. En l'espèce, l'opération étant « vouée à l'échec » selon les magistrats parisiens, il revenait au PSI d'informer son client de cette situation. En s'abstenant d'une telle information, la société EFI a « manqué à son devoir de conseil », ce que l'on ne peut qu'approuver.

En définitive, la cour approuve totalement les juges de première instance lorsque ceux-ci ont pu « déduire de la constatation de ces éléments que la société EFI n'avait pas apporté à la société Probag l'aide et le soutien de son expérience et de ses compétences qui lui étaient contractuellement dus et que celle-ci avait abusé de la méconnaissance profonde qu'elle pouvait avoir des conditions à remplir pour réussir une telle opération financière ». On ne saurait résumer en moins de mots l'absence de professionnalisme du prestataire.

■ ACTUALITÉ RÉGLEMENTAIRE

Rapport du groupe de travail présidé par M. Jean-Marie Coulon sur la dépenalisation de la vie des affaires.

Le rapport du groupe de travail présidé par M. Jean-Marie Coulon sur la dépenalisation de la vie des affaires a remis en janvier au garde des Sceaux. La richesse de cette réflexion, qui marquera sans doute le paysage du droit pénal en France, dépasse le cadre de cette chronique dédiée au droit des marchés financiers. Parmi les thèmes traités par ce rapport aux 30 propositions concrètes, trois seront plus spécialement passées en revue.

1. Les conséquences de l'harmonisation des sanctions : vers un accroissement des sanctions encourues en matière de délits boursiers et financiers.

Au-delà de la dépenalisation d'un certain nombre de peines actuellement encourues, le rapport insiste sur la nécessaire harmonisation des peines qui peut conduire en définitive à un accroissement de la pénalisation de certaines d'entre elles afin de contribuer à une hiérarchie des infractions, facteur de répression efficace des comportements les plus graves. C'est ainsi que les amendes et peines d'emprisonnement pour les délits boursiers sont apparues aux auteurs du rapport comme faibles au regard d'autres incriminations comme par exemple l'abus de biens sociaux. En conséquence, s'agissant du délit d'initié, il est suggéré de porter la peine d'emprisonnement de deux ans à trois ans. Au-delà de cet accroissement de la peine, cette mesure pourrait se traduire par des effets secondaires qu'il conviendrait d'apprécier à la lumière notamment des projets en cours (prescription, mise en détention préventive, etc.).

2. La réforme de l'environnement juridique de la commission des sanctions de l'AMF.

Cumulatives à la voie pénale, les sanctions prononcées par les autorités administratives indépendantes ont naturellement été traitées par les auteurs du rapport. Le rôle positif de ces autorités, et plus particulièrement celui de l'AMF ont été mis en avant. La rapidité, la connaissance du secteur d'activité, la compétence de leurs membres ont été soulignés. Mais leurs inconvénients ont également été relevés : retour d'une justice corporative qui établit ses elle-même ses règles, s'assure de leur bonne exécution et sanctionne les infractions qu'elle constaterait.

Parallèlement, l'incapacité pour ces autorités d'indemniser les victimes a été soulignée.

Placées dans un contexte général depuis l'origine réservé voire hostile au cumul de sanctions entre les juridictions pénales et les sanctions administratives, ces observations ont conduit les auteurs à proposer des pistes de réflexion qui pourraient à terme réduire le champ d'action de la Commission des sanctions de l'AMF.

Il est ainsi proposé une articulation des sanctions péna-

les et des sanctions administratives qui conférerait au parquet un rôle central.

C'est ainsi :

- que l'AMF devrait dénoncer au plus vite au Parquet les faits susceptibles de recevoir une qualification pénale et ce sans attendre la notification de griefs ;
- que l'AMF serait tenue de surseoir à statuer dans l'attente de la décision du parquet quant à la suite judiciaire ou administrative ;
- que les enquêtes pénales et administratives seraient menées parallèlement tout en « développant leur synergie », L'on peut légitimement s'interroger sur la portée réelle de ces dispositions et, au-delà des mots, douter de l'efficacité de leur traduction concrète sauf si une osmose entre les corps d'enquêtes judiciaires et administratifs était rapidement créée ;
- qu'à l'issue de l'enquête pénale et après avis de l'AMF, le Parquet aurait l'opportunité des poursuites et pourrait, soit renvoyer l'affaire au juge pénal, soit à l'AMF pour une sanction administrative ;
- et qu'au cas où une sanction administrative ne serait pas prononcée, le Parquet pourrait toujours décider de poursuivre au pénal.

Ces préconisations sont complexes. Si l'on admet la nécessité d'articuler les procédures et sanctions pénales avec leurs équivalents administratifs, le projet actuel pourrait susciter des complications et des délais qui ne correspondraient pas aux objectifs poursuivis. Au surplus, en imposant le Parquet comme point de passage obligé, ce dispositif risquerait de reléguer la commission des sanctions dans un rôle secondaire en la cantonnant aux seuls manquements administratifs sans incidence pénale. Que l'aiguilleur soit le Parquet se comprend et même s'impose s'agissant de la voie pénale, mais qu'il ait également le pouvoir d'imposer la voie administrative est plus discutable.

Ce dispositif est à rapprocher d'une autre mesure envisagée par le rapport, l'échevinage des juridictions judiciaires appelées à connaître des contentieux boursiers. Puisque la commission des sanctions risque de n'être plus compétente pour les manquements à connotation pénale, le rapport propose de faire bénéficier les tribunaux judiciaires de la compétence technique des professionnels grâce à l'échevinage, mixité qui était jusque-là l'apanage de la commission des sanctions. L'idée n'est pas mauvaise en soi, mais ne devrait pas être réservée aux juridictions de jugement et devrait être étendue à l'enquête et à l'instruction.

Le dispositif proposé pourrait réduire le domaine de la commission des sanctions aux seules sanctions administratives ne comportant pas de volet pénal. C'est tout à fait concevable, mais il convient alors de s'interroger sur l'efficacité du mécanisme de substitution mis en place. Or, le projet actuel, porte en germe un risque de ralentissement des procédures, ce qui serait regrettable.

La recherche d'une meilleure articulation, voire d'une suppression du cumul des sanctions, pourrait conduire à une autre proposition. Ne serait ce pas plutôt en créant une juridiction spécialisée, à vocation nationale, compétente en premier ressort, que toutes les difficultés résultant de la difficile cohabitation de la commission des sanctions

avec les juridictions pénales, et du fait qu'elle est – malgré son indépendance – un maillon de l'AMF, pourraient être résolues ? Cette juridiction pourrait d'autant plus aisément être créée qu'elle pourrait directement résulter de l'actuelle commission des sanctions, qu'il suffirait d'ériger en juridiction à part entière. Dotée de tous les attributs d'une juridiction, avec notamment la possibilité pour l'accusation de faire appel, cette véritable juridiction serait à même de répondre aux impératifs de compétence et célérité dont la place financière de Paris continue d'avoir besoin pour demeurer compétitive.

Cette proposition pourrait prendre tout son sens dans un contexte où l'infraction pénale serait abandonnée au profit de la seule incrimination administrative.

3. Les mécanismes transactionnels

Les auteurs du rapport observent que le législateur a, ces dernières années, considérablement élargi le champ des alternatives aux poursuites mises à la disposition du ministère public. Ces mécanismes de règlement des litiges et de traitement des situations pénales, par la souplesse qu'ils ont apportés, ont permis à la justice de disposer de réponses adaptées à chaque type de comportement et de pouvoir échapper à la seule option, parfois trop simpliste, existant entre un classement sans suite et une poursuite devant un tribunal correctionnel. Fort de ce constat, ils proposent d'étudier l'extension de ces mesures en étudiant la mise en œuvre d'un mécanisme transactionnel propre aux procédures relevant de l'AMF.

L'on relève toutefois que cette piste de réflexion ne figure pas parmi les propositions finalement retenues par les membres du groupe de travail

Il est vrai que cette initiative rejoint celle déjà prise par l'AMF, qui avait proposé une procédure de transaction dont le projet suite aux discussions menées notamment avec les professionnels n'avaient pas abouti, en raison particulière de la reconnaissance de culpabilité qu'elle impliquait.

À partir des travaux antérieurs, l'AMF prépare un projet de « composition pénale » qui, reprenant l'idée de transaction, ne ferait semble-t-il plus référence à la notion de reconnaissance de culpabilité. Dès lors, cette procédure serait cantonnée aux seuls manquements administratifs stricto sensu et n'aurait en conséquence aucune influence sur les éventuelles poursuites pénales. Le rapport du groupe de travail estime en effet que, pour qu'une procédure de transaction soit reconnue au plan pénal, il est nécessaire qu'elle implique la reconnaissance, sinon de l'infraction, du moins a minima de la commission des faits. Seule cette reconnaissance serait en mesure de justifier de la contrepartie de l'extinction de l'action publique.

Mais ce dernier point demeure au centre des discussions puisqu'a été évoquée, en contrepartie de la possibilité de ne pas exiger une reconnaissance de culpabilité, la possibilité pour une partie civile d'obtenir la communication des pièces de l'enquête de l'AMF à l'origine de la transaction, afin de les produire, le cas échéant, devant le juge civil en vue de l'indemnisation éventuelle de son préjudice.

Une autre réflexion est également envisagée, qui viserait à s'inspirer de la procédure de clémence utilisée par le Conseil de la concurrence.

4. La régulation civile

Ce point, sans doute l'un des plus novateurs du rapport du groupe de travail, intéresse directement notre propos.

Le point de départ de cette réflexion est simple. La justice civile est souvent présentée comme moins efficace que la justice pénale car dans ce dernier cas les parties peuvent bénéficier de la mise en œuvre de l'action publique et des pièces ainsi recueillies.

Mais les auteurs du rapport relèvent qu'en définitive la faible attractivité de la justice civile provient de la différence de coût en sa défaveur au regard de celui supporté par les parties lors d'une procédure pénale.

Il convient donc de veiller à ce que toute dépénalisation ne se fasse pas aux dépens des possibilités offertes aux parties de développer leur action civile. C'est pourquoi le groupe de travail prévoit dans ses conclusions une mesure visant à favoriser le remboursement des frais engagés par les parties choisissant la voie civile.

Mais l'attractivité de la voie civile passe également par la possibilité pour les parties civiles de s'associer au sein d'actions de groupe. Rappelons que l'action de groupe est un modèle d'action en justice qui permet à une association, avec ou sans mandat, d'exercer une demande en justice au nom d'un groupe de personnes ayant subi, du fait d'un même acteur économique, des préjudices similaires. Cette action aboutit au prononcé d'une décision ayant autorité de la chose jugée à l'égard de l'ensemble des membres du groupe et du professionnel concerné.

Conçue dans un contexte de dépénalisation des incriminations, l'action de groupe assurerait une mission de régulation des relations économiques alternative à la voie pénale.

Pour éviter tout abus, cette action serait réservée aux consommateurs qui auraient préalablement opté et adhéré « l'opt in » à l'action intentée.

C'est dans, cette optique que doivent se comprendre les diverses solutions proposées tout au long du rapport qui visent à permettre aux parties civiles d'avoir connaissance du contenu d'un dossier, notamment dans le cadre de la procédure de composition pénale proposée pour l'AMF.

Cette approche de l'action de groupe comme facteur de régulation des activités économiques est intéressante car, au-delà de la seule et immédiate indemnisation des clients, elle pourrait contribuer à faire évoluer les procédures et pratiques du monde financier.

Au final, l'on constate que ce rapport ne s'inscrit pas dans une logique de réelle dépénalisation. Majoration des peines encourue sous couvert d'harmonisation avec d'autres délits, compétence renforcée du Parquet et des tribunaux, possibilité pour l'AMF d'être dotée de la faculté de composition pénale, échevinage des tribunaux, action civile régulatrice encouragée avec la possibilité de développer des actions de groupe, telles sont, rapidement tracées, les pistes de réflexion de ce rapport qui intéressent la matière financière. Mais au-delà de ces mesures, dont toutes ne seront probablement pas reprises, ce rapport révèle une nouvelle conception des équilibres de la régulation financière, par la proposition d'insérer la commission des sanctions de l'AMF dans l'orbite du Parquet et par celle d'élargir le domaine de la régulation civile par l'action de groupe. ■