

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER

### ■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Directeur juridique et conformité  
Groupe Crédit Agricole



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



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



**JEAN-PIERRE BORNET**  
BPCE

#### **Abus de marché – Information privilégiée – Information précise et non publique (oui) – Information susceptible d’avoir une influence sur le cours de bourse – Information pouvant être prise en compte par un investisseur raisonnable (non).**

AMF, Commission des sanctions, décision du 27 novembre 2009, affaire EADS.

**L’information privilégiée doit être non seulement une information précise et non publique, mais également une information susceptible d’avoir une influence sensible sur le cours de bourse, c’est-à-dire susceptible d’être prise en compte par un investisseur raisonnable.**

Bien des expressions pourraient être employées pour exprimer le sentiment que peut provoquer le dénouement de l’affaire EADS : la baudruche se dégonfle, la montagne accouche d’une souris, l’affaire a fait pschitt... Elles s’appliquent non à la décision de la Commission des sanctions, mais à la décision de poursuite du collège de l’AMF car, ce qui se dégonfle, c’est l’enquête menée sous sa responsabilité. Mais laissons-là ces appréciations, qui relèvent plus du journalisme que de l’analyse juridique. Pour ce qui est essentiel, notons que deux types de reproches étaient formulés :

- à des personnes physiques, dirigeants et hauts cadres du Groupe EADS, d’avoir utilisé des informations privilégiées pour réaliser des opérations sur le titre ;
- à la société EADS, de ne pas avoir correctement informé le public ou de ne pas avoir mis en place les mesures lui permettant de différer la communication d’une information privilégiée.

Les deux résultaient des mêmes faits : il leur était reproché d’avoir été « en possession de trois informations privilégiées relatives

(i) aux objectifs de marge et de résultats opérationnels d’Airbus et du Groupe EADS, tels qu’exprimés dans l’OP 2006-2008/2010 d’EADS,

(ii) à la révision du programme de livraison de l’A380,

(iii) à l’accroissement significatif des coûts de développement du programme A350, conduisant à la constatation d’une valeur actuelle nette négative »<sup>1</sup>.

Malgré une longue enquête émaillée d’incidents, malgré une instruction approfondie du rapporteur, malgré – ou grâce à – une audience exceptionnelle de cinq jours devant les deux sections réunies, la Commission a estimé qu’il n’y avait pas lieu à sanction, ni des personnes physiques ni de la société EADS, ni donc pour abus de marché ni pour mauvaise information du marché.

La Commission des sanctions a d’abord dû écarter de nombreuses exceptions de procédure. Évoquons-en deux, qui peuvent avoir un certain intérêt, les autres n’étant manifestement pas constituées, en droit ou en fait. D’abord, le contenu du dossier de procédure. Plusieurs mis en cause avaient contesté le fait que l’intégralité du dossier d’enquête n’avait pas été versée à la procédure, des fichiers informatiques ayant été préalablement restitués, et que d’autres pièces ne l’avaient été que bien postérieurement à son ouverture. Ce n’est pas la première fois qu’une telle difficulté est soulevée, ni la première fois que la Commission des sanctions écarte le grief<sup>2</sup>, et la Cour de cassation à sa suite<sup>3</sup>. La Commission des sanctions écarte les critiques des personnes poursuivies, d’une part, en constatant que, pour les pièces versées postérieurement à l’ouverture de la procédure, elles ont eu deux mois supplémentaires pour « leur permettre de faire état des arguments nouveaux que la consultation de ces pièces pourrait éventuellement susciter », d’autre part, qu’il ne ressort pas de l’instruction que les pièces qui n’ont pas été versées et ont été restituées auraient « été de nature à influencer sur l’appréciation des griefs notifiés et, ainsi, auraient dû, pour satisfaire à l’obligation de loyauté, figurer au dossier soumis à la Commission des sanctions ». Ces deux motifs ne sont pas pleinement satisfaisants.

S’il est vrai que les pièces versées tardivement au dossier de la procédure ont conduit à la réouverture d’un délai de deux mois pour permettre un débat contradictoire, ce qui paraît conforme à une application extensive mais logique de l’art. R. 621-38 du Code monétaire et financier (CMF), il n’en reste pas moins regrettable que toutes les pièces utiles n’aient pas figuré au dossier dès l’ouverture de la procédure de sanction. De manière générale, d’ailleurs, on peut s’étonner que toutes les pièces de l’enquête ne soient pas systématiquement versées au dossier de la procédure. Imagine-t-on le Parquet expurger le dossier

1. D. 2010 n° 1, AJ, p. 14, NDLR.

2. COB 4 mars 2003, Rubens et Chapellier; AMF 16 octobre 2008, Mme X...

3. Cass. com. 25 septembre 2007, n° 06-17476.

de la police lorsque, saisissant un juge d'instruction, il le lui transmet ? Il y a très certainement des pièces inutiles qui ne donnent lieu à aucune suite ou sont étrangères aux griefs ; pour autant, il nous paraît nécessaire de ne pas les enlever pour éviter tout soupçon, même infondé. Au surplus, nul ne sait par avance si les personnes poursuivies n'y trouveront pas des éléments utiles à leur défense. Mieux vaudrait mettre un terme à cette pratique, ce qui rendrait le processus pleinement transparent<sup>4</sup>.

L'autre difficulté de procédure que l'on voudrait signaler est relative à des propos publics tenus par le secrétaire général de l'AMF et par le président. La Commission des sanctions écarte ce grief en constatant que les déclarations du premier « ne portaient aucune atteinte à la présomption d'innocence » et que ceux du second « ne traduisaient aucune appréciation des griefs ». Il n'est en effet pas anormal que les hauts responsables de l'AMF fassent part publiquement de leurs préoccupations quand c'est nécessaire, mais à condition qu'ils le fassent dans la plus stricte neutralité. Lorsqu'il est arrivé que ce ne soit pas le cas, la sanction est tombée : l'annulation de la procédure pour manquement à l'impartialité<sup>5</sup>. Mais à une époque, celle de la COB, où le collège faisait également fonction de formation disciplinaire. Or, il n'en va plus de même depuis la création de l'AMF, au sein de laquelle la Commission des sanctions est pleinement distincte et indépendante du Collège et du Secrétariat général. Aussi la Commission des sanctions ajoute-t-elle en l'espèce « qu'au demeurant les propos tenus par le président de l'AMF ne sauraient affecter la validité de la procédure suivie devant la Commission des sanctions, autorité distincte et indépendante du Collège et de son Président et seule compétente pour se prononcer sur les griefs notifiés ». Cette remarque, formulée à propos du président, peut d'ailleurs être étendue au secrétaire général. C'est ce que vient de confirmer la cour d'appel de Paris et indirectement la Cour de cassation<sup>6</sup>. Il n'en reste pas moins qu'il paraît nécessaire que ces organes respectent une certaine prudence et une certaine réserve dans les propos qu'ils peuvent tenir sur les affaires en cours car, d'une part, il ne leur faut pas donner le sentiment qu'ils pourraient tenter de faire pression, d'autre part, il ne faut pas oublier que, bien qu'indépendante, la Commission des sanctions demeure institutionnellement une composante de l'AMF, ce qui nous paraît contraindre les autres composantes de cette autorité, le Collège et le Secrétariat général, à une certaine retenue. Ils pourraient s'inspirer des règles applicables aux déclarations publiques du Parquet lorsqu'une affaire est en cours. L'art. 11 du Code de procédure pénale prévoit en effet qu'« afin d'éviter la propagation d'informations parcellaires ou inexactes ou pour mettre fin à un trouble à l'ordre public, le Procureur de la République peut, d'office et à la demande de la juridiction d'instruction ou des parties, rendre publiques des éléments objectifs tirés de la procédure ne comportant aucune

appréciation sur le bien-fondé des charges retenues contre les personnes mises en cause ». Mieux vaudrait que les membres de l'AMF se tiennent aux mêmes principes.

S'agissant du fond, on peut ne pas s'appesantir sur la partie de la décision relative au grief de fausse information du marché, qui visait EADS et a été écarté par la Commission des sanctions. Elle l'a fait par des appréciations de fait qui ne peuvent être utilement discutées ici. En revanche, on s'arrêtera aux griefs relatifs à l'utilisation d'informations privilégiées par les personnes physiques poursuivies. Trois séries d'informations étaient en cause :

- celles relatives aux objectifs de marge et de résultats opérationnels d'Airbus et du Groupe EADS contenus dans un plan d'affaires 2006-2008/2010, révélées aux intéressés en novembre 2005 et mars 2006 pour les uns et en avril 2006 pour les autres ;
- celles relatives à la révision du programme de livraison de l'A380 données à certaines des personnes poursuivies aux mêmes époques ;
- celles relatives à l'augmentation du coût du programme de l'A350, indiquées à certaines autres au même moment.

■ S'agissant des informations contenues dans le plan d'affaires 2006-2008/2010 d'EADS, la lettre de griefs reprochait à ceux qui en avaient eu connaissance d'avoir été en mesure de percevoir qu'elles révélaient des chiffres inférieurs aux attentes du marché. Le Collège, à la suite du service des enquêtes, avait estimé qu'il y avait un écart entre les indications du plan d'affaires et les projections des analystes, écart dont les bénéficiaires de ces informations avaient eu conscience et avaient pu profiter. Il était précisément reproché aux intéressés « d'avoir utilisé l'information relative à la perception d'un écart entre d'une part, des perspectives de dégradation de la rentabilité qui aurait pu être déduites pour les années 2006, 2007 et 2008 des objectifs de marges et de résultats opérationnels contenus dans le plan d'affaire de cette société [...] et d'autre part, les "attentes du marché" telles qu'exprimées par certains analystes financiers ». En gros, les anticipations de résultat du Groupe EADS faites dans ce plan à un, deux et trois ans auraient été inférieures à celles des analystes, de sorte que cette différence, qui aurait été perçue par ceux qui avaient reçu l'information, aurait été une information privilégiée qu'ils auraient utilisée pour céder leurs titres à un moment favorable. La Commission des sanctions écarte ce grief. Elle estime d'abord que seule la première année du plan, l'année 2006, peut être prise en compte, les anticipations des autres années ne pouvant avoir le même degré de fiabilité car étant destinées à évoluer en raison du caractère glissant du plan, qui est reconstruit chaque année, de sorte qu'elles ne revêtaient pas la précision exigée d'une information privilégiée. Cependant, même pour la première année, la Commission des sanctions considère que les indications données n'étaient pas sensiblement différentes de celles retenues par les analystes ou que s'il y avait une différence, celle-ci s'expliquait par la prise en compte d'une hypothèse de prudence que n'avaient pas retenue les analystes, de sorte que les anticipations de résultat du plan ne pouvaient être comparées aux anticipations des analystes faute de reposer sur les mêmes données. Enfin, elle juge que les analyses dont il est fait

4. J.J. Daigre, « Affaire Rhodia : Pour une plus grande transparence des enquêtes de l'AMF » : RDBF mars-avril 2006, p. 1.

5. CA Paris, 7 mai 1997 : JCP E 1997, n° 676, obs. A. Viandier.

6. CA Paris, 1<sup>re</sup> H, 29 octobre 2008, n° 2008/02551, Dumesnil et ADC 511C ; Cass. com. 19 janvier 2010, n° 08-2284.

état ne pouvaient être prises en compte car elles étaient trop peu nombreuses et trop différentes, et en termine en notant que « la moyenne arithmétique d'opinions divergentes d'analystes financiers fondées sur des hypothèses hétérogènes n'a pas une pertinence suffisante pour être, à elle seule, assimilée aux « attentes du marché » et constituer par suite un élément utilement comparable aux données du plan d'affaires d'EADS ». Aussi, conclut-elle que « la perception, invoquée par les notifications de griefs, d'un écart entre les "attentes du marché" et les "objectifs de marge et de résultats opérationnels d'Airbus et du Groupe EADS, tels qu'exprimés dans le plan d'affaires 2006-2008/2010", ne constituaient pas un "ensemble de circonstances" dont il aurait été possible de tirer une conclusion quant à son effet possible sur le cours du titre EADS et qui aurait pu mettre un "investisseur raisonnable" en mesure d'utiliser cette information "comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement" » et qu'ainsi cette information ne présentait pas le caractère d'une information privilégiée.

La décision est sévère à l'égard de l'enquête. Elle estime qu'aucun des deux éléments dont le rapprochement permettait de caractériser une information privilégiée n'est pertinent, ni les informations contenues dans le plan d'affaires, dont la Commission estime qu'elles n'étaient pas vraiment constitutives d'une information sensible, ni les projections des analystes, dont elle estime qu'elles ne pouvaient être comparées car fondées sur des hypothèses trop différentes, entre elles et par rapport à celles du plan.

C'est donc la condition de précision qui permet à la Commission des sanctions d'écarter une partie des informations contenues dans le plan d'affaires, celles concernant les années postérieures à la première année étant jugées trop incertaines et trop susceptibles d'évolution pour être précises, mais c'est l'autre condition, celle relative à la sensibilité de l'information, qui la conduit à écarter le grief pour la première année, car elle estime qu'un investisseur raisonnable ne s'en serait pas servi pour fonder sa décision d'investissement ou de désinvestissement. C'est l'insuffisante sensibilité de l'information qui est au cœur de la solution. Le caractère sensible de l'information a été introduit par la Directive du 28 janvier 2003 sur les abus de marché<sup>7</sup> à la demande des Anglais et des Allemands<sup>8</sup>. La notion de sensibilité n'est pas définie, mais est précisée par la directive d'application du 29 avril 2004<sup>9</sup>. L'article 1<sup>er</sup>.2 de celle-ci dispose qu'on entend par information susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers concernés « une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement ». Dès lors, il n'est pas possible de définir par avance un type d'information sensible ou un seuil de sensibilité, même si

des autorités étrangères semblent l'avoir tenté<sup>10</sup>. Tout est affaire d'appréciation cas par cas. Il a ainsi été jugé par la Commission des sanctions qu'une information concernant un projet d'offre publique d'achat pouvait par « nature, au moment où elle est annoncée au public, [à] avoir une "influence sensible" sur le cours »<sup>11</sup>. En l'espèce, il se pourrait que la Commission des sanctions ait considéré qu'il n'était pas impossible que les dirigeants et hauts cadres qui avaient eu connaissance des anticipations du plan d'affaires aient pu en induire une information importante, mais elle estime qu'un investisseur raisonnable n'en aurait pas tiré la même conséquence. Les intéressés ne sont donc pas jugés par rapport à ce qu'ils sont, mais par rapport à un investisseur raisonnable. En appréciant la sensibilité de l'information à partir de ce standard abstrait, la Commission de sanctions a peut-être été conduite à une appréciation plus favorable pour les intéressés que si elle avait raisonné sur leur situation concrète.

■ Le deuxième grief lié à une information privilégiée était relatif à des indications portant sur le programme de livraison de l'avion A380. Dans le courant du mois de mars 2006, les intéressés avaient appris que la société Airbus serait dans l'incapacité d'honorer ses engagements de livraison, tels qu'ils avaient été prévus un an auparavant. La Commission des sanctions l'écarte pour des raisons de fait : les difficultés de fabrication n'étaient pas exceptionnelles et étaient même conformes à « celles usuellement rencontrées en matière aéronautique et susceptibles d'être surmontées par une mise en œuvre de mesures d'amélioration du processus de production » ; ceci constituait « une préoccupation habituelle à ce stade la fabrication ». Il s'agissait au surplus d'un report très mineur, puisqu'il portait sur un avion sur 27. Aussi la Commission n'y voit-elle pas une information suffisamment précise pour qu'un investisseur raisonnable l'utilise comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement.

■ Enfin, le dernier grief lié à une information privilégiée était relatif à l'augmentation des coûts de développement du programme de l'avion A350. Leur augmentation aurait été importante (de 4,35 à 5,6 milliards d'euros) et serait résultée de l'adjonction « d'un nouveau cockpit et d'une nouvelle cabine ». Mais la Commission remarque qu'au moment des faits, aucune proposition commerciale n'avait été formulée sur la base d'une nouvelle version et qu'aucune décision du Conseil d'administration n'avait été prise de faire évoluer l'A350 pour lui adjoindre un nouveau cockpit et une nouvelle cabine. Autrement dit, il ne s'agissait pas d'une information privilégiée car il s'agissait d'une simple hypothèse, non d'une information précise.

Un élément de chronologie a manifestement beaucoup compté dans toute cette affaire. C'est en effet à la suite d'un communiqué postérieur de plusieurs mois aux faits reprochés aux intéressés que le cours du titre EADS a décroché (baisse de 26 % à la suite d'un communiqué du 13 juin 2006), communiqué qui résultait

7. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), art. 1<sup>er</sup>, 1.

8. S. Loyrette, « Le contentieux des abus de marché », Joly Éditions, n° 118, p. 124.

9. Directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché.

10. S. Loyrette, ouvrage préc., n° 118, p. 125.

11. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 21 avril 2005.

d'informations nouvelles, cette fois précises et inquiétantes. Par contraste, les informations obtenues par les intéressés auparavant apparaissaient comme peu précises et assez hypothétiques.

L'essentiel est de retenir que si, habituellement, la discussion porte sur le caractère plus ou moins précis de l'information, elle s'est, dans l'affaire EADS, plutôt focalisée sur le caractère sensible de l'information. Ce fut-là le point nodal de la discussion et de la décision favorable rendue par la Commission des sanctions. Cet aspect est à méditer, car il avait été peu soulevé auparavant et pourra servir à l'avenir chaque fois que la portée de l'information en cause sera difficile à apprécier, en particulier en raison de son caractère technique et fluctuant.

La Commission des sanctions n'a pas eu à évoquer une autre question, que certains mis en cause avaient soulevée, celle de savoir s'ils n'avaient pas eu d'autres raisons de procéder aux opérations de cession de titres qui leur aient été reprochées et qui auraient pu leur servir de justification. En effet, certains prétendaient que, non seulement ils n'avaient pas obtenu d'information privilégiée, mais qu'en tout état de cause, ils n'avaient pas utilisé d'information privilégiée car ils avaient procédé aux cessions pour des raisons personnelles et familiales. On sait que la Cour de justice des Communautés européennes a rendu sur ce point une importante décision le 23 décembre 2009, qui confirme que seule une utilisation « indue » d'une information privilégiée est répréhensible. Cet arrêt est commenté ci-après dans la présente chronique.

Les poursuites administratives sont définitivement éteintes, aucun des intéressés n'ayant évidemment de raison de déposer un recours dans la mesure où tous sont absous. Or, nulle autre personne n'est autorisée à combattre la décision devant la juridiction d'appel. C'est le principal regret exprimé par le président de l'AMF, qui a fait publier deux communiqués dans les heures qui ont suivi le prononcé de la décision, fait inhabituel, dans lesquels il regrette que l'AMF n'ait pas le droit de faire appel. Ce droit pourrait lui être accordé bientôt, d'autant plus qu'un précédent est en train de se mettre en place puisque l'ordonnance relative à la nouvelle Autorité de contrôle prudentielle du 21 janvier 2010 (n° 2010-76), qui opère la fusion de la Commission bancaire et de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, lui donne le droit d'exercer un recours à titre principal ou à titre incident contre les décisions de sa Commission des sanctions<sup>12</sup>. Pour autant l'affaire EADS n'est pas terminée. D'une part, les poursuites pénales pour délit d'initié ne sont pas arrêtées ; elles le sont d'autant moins que le délit pénal ne comporte pas de condition de sensibilité. D'autre part, il semble que deux actions civiles aient été lancées par des investisseurs, l'une à Amsterdam, siège de la société EADS, l'autre aux États-Unis, où cette société est également cotée.

### **Opération d'initié – Définition – Caractère intentionnel de la définition (non) – Manquement objectif (oui) – Possibilité de renverser la présomption (oui) - prise en cause de la finalité de la directive (oui).**

CJCE, Spector Photo Group NV / CBF, aff. C-45/08 du 23 décembre 2009

**L'opération d'initié se définit au sens de la directive 2003/6 relative aux abus de marché de manière objective sans l'intention qui l'inspire entre dans sa définition. Le principe de la présomption d'innocence ne s'oppose pas à ce que l'intention de l'auteur d'une opération d'initié se déduise des éléments matériels constitutifs de cette infraction. Toutefois, la finalité de la directive conduit à prohiber les opérations d'initié lorsque l'initié primaire fait une utilisation indue de l'avantage que lui procure cette information.**

Qu'est-ce qu'une opération d'initié ? Qu'entend-on par « utilisation » d'une information privilégiée ? C'est à ces questions que la Cour de justice des Communautés européennes (CJCE) a répondu dans un arrêt du 23 décembre 2009 à la suite d'une question préjudicielle posée par la cour d'appel de Bruxelles suite à un appel formé par une société et un de ses dirigeants après une sanction prononcée par la Commission bancaire et financière et des assurances (CBFA) en Belgique. La société Spector Photo Group NV, société de droit belge cotée sur le marché Euronext de Bruxelles, a – dans le cadre de sa politique d'intéressement de ses salariés – acheté un certain nombre de ses propres actions en Bourse selon les conditions définies par son programme de rachat d'actions. Suite à ces rachats, Spector a publié certaines informations relatives à ses résultats et à sa politique commerciale qui ont conduit à une augmentation du cours de bourse. La CBFA a qualifié ces achats d'opérations d'initié et a infligé une amende de 80 000 € à la société et 20 000 € à son dirigeant qui ont alors formé un recours contre cette décision devant la cour d'appel de Bruxelles. Dans le cadre de ce litige, les requérants ont soulevé trois séries d'arguments à l'origine de la demande préjudicielle :

- la rétroactivité de la loi nouvelle plus douce (les faits s'inscrivaient dans le cadre de la loi de transposition en Belgique de la directive 89/592 sur les opérations d'initiés) ;
- les éléments constitutifs de l'opération d'initié ;
- la proportionnalité de la sanction de l'infraction reprochée.

Plus précisément, la juridiction de renvoi cherchait à déterminer s'il est suffisant, pour qu'une opération soit qualifiée d'opération d'initié prohibée, qu'un initié primaire, en possession d'une information privilégiée effectue une opération de marché sur les instruments financiers auxquels se rapporte cette information ou s'il est, en outre, nécessaire d'établir que cette personne a « utilisé » cette information en connaissance de cause. La question touche ici à la substance même de la définition de l'infraction : manquement objectif ou subjectif ? La CJCE répond de manière non ambiguë : elle relève que la directive 2003/6 relative aux abus de marché définit de manière objective les opérations d'initiés sans que l'in-

12. Nouvel article L. 612-16.1 du CMF.

tention qui les inspire entre de manière explicite dans leur définition, cela afin d'instaurer un régime efficace et uniforme de sanctions des opérations d'initiés, dans le but de protéger l'intégrité des marchés financiers.

Revenons sur les éléments qui ont motivé cette décision. Puis nous examinerons brièvement les conséquences de cette décision sur le droit français positif.

La question préjudicielle porte sur le sens de la notion d'« utilisation d'une information privilégiée » selon les termes de l'article 2 § 1 de la directive 2003/6. La Cour relève en premier lieu que ce texte ne définit pas l'opération interdite comme devant être effectuée « en connaissance de cause », mais se borne à interdire aux initiés primaires d'utiliser cette information privilégiée lorsqu'ils effectuent une opération de marché. Cet article, comme l'indique la Cour, définit les éléments constitutifs de l'opération prohibée en se référant expressément à deux types d'éléments, à savoir d'une part les personnes susceptibles de relever de son champ d'application et, d'autre part, les agissements matériels constitutifs de cette opération. Mais la directive ne prévoit pas expressément de conditions subjectives relatives à l'intention ayant inspiré ces agissements matériels. L'article 2 § 1 de la directive ne précise pas si l'initié primaire doit avoir été mû par une intention spéculative, poursuivi un dessein frauduleux, ou agit de manière délibéré ou par négligence. Cet article, toujours selon la CJCE, n'indique pas expressément qu'il est nécessaire d'établir que l'information privilégiée a déterminé la décision d'effectuer l'opération de marché en cause, pas plus qu'il ne prévoit expressément que l'initié primaire devait avoir une conscience du caractère privilégié de l'information en sa possession. Cette analyse effectuée par la Cour tient compte de la différence d'approche sur ce point précis de l'intentionnalité entre la directive 89/592 et celle 2003/6. En se plongeant dans les travaux préparatoires de ce dernier texte et les motivations exprimées par la Commission dans la présentation de la future directive, la Cour constate que « le législateur communautaire, en élaborant la directive 2003/6, a entendu combler certaines lacunes constatées sous l'empire de la directive 89/592 ». Dans le texte ancien, il était indiqué que les personnes disposant d'une information privilégiée devaient s'interdire d'effectuer une opération de marché « en exploitant en connaissance de cause cette information privilégiée ». La Cour relève que la transposition de cette disposition en droit interne a donné lieu à des nuances d'interprétation par les États membres, la notion d'« exploitation en connaissance de cause » ayant été, dans certains droits nationaux, assimilée à l'exigence d'un élément moral. C'est donc pour supprimer ces divergences que la Commission a supprimé cette expression de son projet de directive. Les travaux préparatoires démontrent même que le Parlement, conformément à l'approche objective de la notion d'opération d'initié préconisée par la Commission, a souhaité remplacer le verbe « exploiter » par le verbe « utiliser », afin de ne conserver aucun élément de finalité ou d'intentionnalité dans la définition des opérations d'initié. La CJCE en conclut que la « directive 2003/6 définit de manière objective les opérations d'initiés sans que l'intention qui les inspire entre de manière explicite dans leur définition, et cela afin de parvenir à une harmonisation uniforme du droit des États membres ». Cette exclusion de tout élément

moral s'explique, selon la Cour, par la nature particulière de l'opération d'initié qui permet de présumer cet élément moral à partir de la réunion des éléments constitutifs de la définition ; mais cette exclusion trouve aussi sa raison dans la finalité même de la directive Abus de marché qui est d'« assurer l'intégrité des marchés financiers [...] et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés » (2<sup>e</sup> considérant), et partant où les moyens de défense subjectifs sont naturellement limités afin non seulement de sanctionner mais également de prévenir efficacement les infractions à cette interdiction.

En conséquence, « le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération de marché sur instruments financiers auxquels se rapporte cette information implique que cette personne a "utilisé cette information" au sens de la directive 2003/6 ». Cette précision – de taille ! – apportée, la CJCE s'empresse d'en limiter les effets en ajoutant deux tempéraments. Le premier tient au strict respect de la présomption d'innocence telle que mentionnée à l'article 6 § 2 de la CEDH. En pratique, cela revient à permettre à la personne poursuivie de renverser cette présomption.

Le deuxième tempérament est plus substantiel en ce qu'il conduit à introduire un élément téléologique dans la définition de l'opération d'initié. Selon la Cour, « afin de ne pas étendre la prohibition prévue à l'article 2 § 1 de la directive 2003/6 au-delà de ce qui est approprié et nécessaire à la réalisation des objectifs poursuivis par cette directive, certaines situations peuvent requérir un examen approfondi des circonstances de fait permettant de s'assurer que l'utilisation de l'information privilégiée revêt effectivement le caractère indu que la directive vise à proscrire au nom de l'intégrité des marchés financiers et de la confiance des investisseurs ». La question de savoir si un initié primaire « utilise » une information doit donc être déterminée à la lumière de la finalité de la directive, qui consiste à protéger l'intégrité des marchés financiers, renforcer la confiance des investisseurs, confiance qui repose notamment sur l'assurance qu'ils seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées. « Seule une utilisation contraire à cette finalité constitue une opération d'initié prohibée ». Ce tempérament constitue une limitation importante à une application par trop littérale et automatique de la définition d'initié, comme cela semble être le cas dans certaines circonstances en France.

Quelle est la situation en France aujourd'hui ? On sait que l'article 622-1 du RGAMF dispose que « toute personne mentionnée à l'article 622-2 doit s'abstenir d'utiliser l'information privilégiée qu'elle détient [...] ». Comme on le voit, le texte mentionne l'utilisation de l'information. Pourtant, à la lecture de certaines décisions de sanction de l'AMF en matière de manquement d'initié, on peut y déceler une approche purement objective où la qualification de l'infraction résulterait du simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information privilégiée et l'opération sur le marché, comme en matière de manipulation de cours<sup>13</sup>. Mieux, en ajoutant à cette approche la

13. La Commission des sanctions de l'AMF considère ainsi que « le manquement tiré de l'utilisation d'une telle information est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances » : AMF,

théorie du « faisceau d'indices », le manquement d'initié était – presque – tombé dans la catégorie des infractions formelles. Heureusement, la cour d'appel de Paris a mis très récemment un frein à cette théorie<sup>14</sup> en considérant que lorsque la preuve d'une utilisation d'une information privilégiée ne peut être rapportée directement, il peut être fait état d'une démonstration fondée sur un faisceau d'indices graves, précis et concordants à condition toutefois que ces indices apportent une démonstration « sans équivoque »<sup>15</sup>. La jurisprudence française tient pour indifférentes les intentions de l'auteur de l'infraction<sup>16</sup>. Le manquement est considéré comme établi dès que l'opération sur le marché en détention d'une information d'initié est réalisée ; sauf si l'intéressé établit qu'il a agi sous l'empire de « circonstances insurmontables » ou qu'il était dans « l'impossibilité absolue d'attendre », exceptions qui renvoyaient à l'idée de fait justificatif de l'article L. 122-7 du Code pénal.

Avec l'arrêt Spector, cette approche extensive du manquement d'initié devra être revue. La Commission des sanctions de l'AMF doit désormais aller chercher non pas l'intention de l'initié, mais si l'utilisation de cette information l'a été de manière induue. Selon la Cour, un avantage indu est l'avantage que procure cette information par rapport aux autres intervenants sur le marché qui l'ignorent. « En effet, elle permet à cet initié, lorsqu'il agit de manière concordante avec cette information en effectuant une opération de marché, d'escompter en retirant un avantage économique sans pour autant s'exposer aux mêmes risques que les autres intervenants sur le marché ». C'est la rupture d'égalité dans l'information qui crée l'avantage ; celui-ci est indu dès lors que celui qui l'utilise en tire un profit économique. Reste à savoir s'il est nécessaire de prendre en considération le bénéfice réalisé pour déterminer l'avantage indu. Ici, la CJCE considère qu'il s'agit d'une réponse de niveau national : « La méthode de calcul de cet avantage économique et, en particulier, la date ou la période à prendre en considération relèvent du droit national ». Quant à savoir à partir de quel seuil l'influence sur le cours de bourse que doit avoir cette information peut être qualifiée de « sensible », la Cour estime que « cette aptitude à influencer de manière sensible les cours doit s'apprécier, a priori, à la lumière du contenu de l'information en cause et du contexte dans lequel elle s'inscrit. Il n'est donc pas nécessaire, afin de déterminer si une information est privilégiée, d'examiner si sa divulgation a effectivement influé de façon sensible sur le cours des instruments financiers auxquels elle se rapporte ». Cette définition valide celle du Règlement général de l'AMF qui, dans son article 621-1, al. 3, définit une information sensible comme celle « qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement ».

## **Contrat de commission – Transmission d'un ordre – Négociation pour compte de tiers – Annulation de l'ordre aberrant d'un client – responsabilité du prestataire.**

Paris, 22 octobre 2009.

**Un ordre d'achat de titres manifestement aberrant transmis par un client et exécuté par un prestataire de services d'investissement ne lui est pas opposable. Cet ordre est toutefois valide et engage en conséquence la responsabilité du prestataire à l'égard du marché dont l'intégrité n'a pas été affectée par son exécution.**

La décision rendue par la Cour d'appel de Paris le 22 octobre 2009 présente un grand intérêt car elle traite des conditions, modalités et effets du contrat de commission qui constitue l'épine dorsale de l'architecture juridique des marchés. Et comme les décisions rendues en cette matière, pourtant essentielle, sont rares, il convenait de la citer dans cette chronique. Décision qui, solidement étayée, nous permet de mieux comprendre les contours du contrat de commission même si les magistrats ont dans la rédaction de leur décision habilement contourné quelques difficultés conceptuelles.

Les faits sont, comme de coutume en la matière boursière, forts simples. Un investisseur qui passe ses ordres par Internet se trompe en associant sur une même ligne le nombre de titres demandés et leur prix ce qui est à l'origine de la passation d'un ordre au volume fort important. Volume passé au premier prix de marché puisqu'aucun prix, suite à cette erreur, n'avait été indiqué dans l'ordre passé par le client. En d'autres termes, le client qui entendait passer un ordre d'achat pour 231 titres Gaz de France au prix de 34,03 euros a entré dans les systèmes un ordre portant sur une quantité de 2 313 403 actions Gaz de France « au prix de marché ». Un prestataire de service d'investissement hollandais, arbitragiste, a présenté un ordre de vente qui a permis l'enregistrement de cette transaction. Alors même qu'il s'agit d'une des valeurs les plus liquides du marché parisien, cette transaction totalement inhabituelle a été à l'origine d'une suspension de la cotation de l'action Gaz de France pendant une heure. Une des inconnues de ce dossier provient de l'absence de filtrage de cet ordre, tant chez le négociateur qui l'avait directement reçu via les systèmes Internet du client, que chez l'entreprise de marché. Points inconnus car non repris par les parties dans leur procédure ce qui peut, de prime abord, paraître surprenant mais qui pourrait toutefois s'expliquer par des considérations liées certainement à la conjugaison d'une multitude de défaillances humaines et techniques lors des différentes étapes du traitement de l'ordre. En conséquence, nous ne reviendrons pas sur cet aspect de ce dossier qui présente l'avantage pour le juriste de centrer la discussion sur la portée du contrat de commission.

Après l'enregistrement de la transaction, le négociateur a réglé le vendeur pour le compte de l'acquéreur conformément aux règles et usages de marché. L'acquéreur ne disposant pas sur son compte de la somme nécessaire à l'acquisition de ces actions Gaz de France, ces dernières furent revendues, en raison de la taille importante de

26 juin 2008, affaire Belay, Bull. Joly Bourse 2009, § 58, p. 463, note E. Dezeuze. Dernièrement, Paris, 24 novembre 2009, Freymont et Semper Gestion.

14. La théorie du faisceau d'indices est ancienne même si elle a été systématisée par la Commission des sanctions de l'AMF depuis 2006 : cf. G. Roch, note sous AMF, 22 mai 2008, Bull. Joly Bourse 2009, § 57, p. 454, note n° 7.

15. Paris, 8 avril 2008, Bull. Joly Bourse 2009, p. 270, § 38, note F. Martin Laprade.

16. D. Bompoint, « Reste-t-il des éléments constitutifs au manquement d'initié ? », note sous Paris, 15 mai 2008, Bull. Joly Bourse 2008, § 59, p. 471.

l'ordre d'achat, à la suite de plusieurs opérations dans les jours qui suivirent l'ordre d'achat litigieux. Cette revente fut à l'origine d'une moins value de près de 6,5 millions d'euros que l'acquéreur refusât de supporter en arguant d'une erreur qui aurait vicié son consentement annulant ainsi son ordre. Le négociateur a alors assigné le vendeur, professionnel arbitragiste de marchés, pour faire annuler l'ordre conclu à la suite de l'erreur du client donneur d'ordre. Le tribunal de grande instance de Paris le 10 juillet 2007 a rejeté les demandes du négociateur tout en déclarant inopposable au client la transaction conclue avec le prestataire arbitragiste. L'appel du négociateur est à l'origine de la décision rendue par la cour d'appel le 22 octobre 2009. Les obligations du négociateur commissionnaire de son client lors de la transmission de son ordre d'achat constituent le cœur de la discussion juridique.

Le caractère aberrant de l'ordre du client n'est pas contesté. Reconnu par le négociateur, la cour le confirme, qu'il soit né d'une erreur de manipulation du client ou d'un dysfonctionnement des systèmes d'information et de filtrage. Patent, il n'est pas discuté. L'appréciation de ses conséquences est par contre à souligner. La cour d'appel de Paris constate en premier lieu les erreurs commises par le négociateur qui n'aurait jamais du transmettre sur le marché un ordre aussi discordant et aberrant. Fort de ce constat, elle déclare l'enregistrement de cet ordre inopposable au client donneur d'ordre. Les magistrats ne se placent pas sur le terrain de la nullité de l'ordre à l'égard du client donneur d'ordres, pour simplement relever son inopposabilité née des fautes commises par le négociateur dans l'exécution de ses obligations. Ce n'est pas l'erreur du client, considérée comme un vice de consentement, qui aurait justifié de l'annulation de l'ordre du client qui est retenue par la cour d'appel pour dégager la responsabilité financière du client. L'ordre n'est donc pas annulé, le client donneur d'ordres est soustrait à ces obligations à la suite de l'inopposabilité de cet ordre à son encontre déclarée par la cour d'appel de Paris. Cette approche est intéressante car elle contribue à valider l'opération au regard du marché tout en la rendant nulle pour le client. Une stricte analyse du litige centrée sur la relation entre le client vendeur et le marché aurait sans doute conclu à une erreur du client que cela soit une erreur sur la substance ou une erreur obstacle. C'est l'erreur à l'origine de l'annulation de l'opération qui aurait permis de dégager le client donneur d'ordres de sa responsabilité financière et non l'inopposabilité de la transaction comme l'arrêt l'affirme. Mais cette approche n'est pas retenue du fait de l'intervention du négociateur en sa qualité de commissionnaire. Certes, le client donneur d'ordres contracte avec le marché puisqu'il est représenté par le négociateur, mais l'originalité de l'opération provient de l'intervention du négociateur au titre d'un contrat de commission. Le négociateur représente certes son client mais sans le dénoncer, le client demeure toujours inconnu du marché et des contreparties. Le commissionnaire est un mandataire, mais un mandataire particulier<sup>17</sup>. Le négoc-

iateur intervient pour son compte dans le marché. C'est cette représentation imparfaite, née du contrat de commission, qui constitue la pierre angulaire du dossier. Et il s'agit là de la stricte application des règles du Code civil et non d'une prétendue autonomie des règles du droit financier qui pourrait être à l'origine de règles spécifiques comme l'affirmait bien hâtivement la décision du TGI de Paris du 10 juillet 2007.

Le contrat de commission suppose deux temps : celui de la réception du mandat par le mandataire, au cas précis le transfert de l'ordre par le client au négociateur qui obéit aux règles du code civil gouvernant la conclusion des contrats et donc la validité des consentements. Et un deuxième temps qui voit le mandataire, du fait de la représentation imparfaite, agir en son nom dans le marché pour conclure l'accord. À ces deux temps de l'opération correspondent deux analyses juridiques distinctes et deux relations. Une première relation du client avec le négociateur commissionnaire qui doit être valable et une deuxième relation entre de commissionnaire et le marché, *a priori* autonome bien que née de la précédente relation, qui doit répondre aux règles de marché afin de valider la transaction. Le commissionnaire n'est cependant responsable que de la conclusion de l'opération, de sa validité mais non de son exécution sauf s'il est commissionnaire du croire. Ces deux temps sont ils réellement autonomes ? En d'autres termes, l'absence de validité de l'ordre du client reçu par le commissionnaire invalide-t-elle la transaction passée dans le marché ? Cette question au cœur de la problématique du contrat de commission ne connaît pas de réponse affirmée. Si l'on admet que le contrat de commission puisse être à l'origine d'un lien direct entre le client commettant et le tiers acquéreur, l'on devrait conclure que l'invalidité du contrat de commission produit ses effets vis-à-vis du tiers acquéreur. Cette position n'a pas été reçue en jurisprudence mais celle-ci est très ancienne et remonte principalement au XIX<sup>e</sup> siècle, et ce alors même qu'une doctrine plus récente semble parfois admettre l'existence d'un lien direct<sup>18</sup>. Un arrêt, rendu il y a près de 50 ans, par la chambre commerciale de la Cour de cassation précise toutefois que « le commettant avec lequel le tiers contractant n'avait pas eu de rapports contractuels directs, n'est pas fondé à alléguer contre lui le défaut d'accord sur la chose vendue », situation voisine de celle qui nous intéresse. Il revient aux magistrats de la cour d'appel de Paris d'avoir su esquiver ce point en se fondant sur les fautes du négociateur qui ont rendu la transaction inopposable au client donneur d'ordres. Si l'on comprend ce dispositif, l'on ne pourra que le regretter puisqu'il ne nous permet pas de disposer d'une décision judiciaire récente sur l'épineuse question de l'opposabilité au tiers du contrat de commission.

Le deuxième terrain sur lequel se placent les magistrats, l'intégrité du marché, est toutefois intéressant. Pour la cour d'appel, en ne filtrant pas l'ordre manifestement erroné du client donneur d'ordre le négociateur a commis une faute

commerciaux » p. 554 et s.

18. Cf. notamment Cass. civ. 20 juillet 1871 DP, 1871.1.232 ; Cass civ 29 décembre 1930 GP 1931, 1, 299. En ce qui concerne la doctrine : cf. Hémard : « Les contrats commerciaux ».

17. Cf. F. Collard Dutilleul et P. Delebecque : Précis Dalloz « Contrats civils et

en participant à la conclusion d'une transaction dont les modalités ont été à l'origine d'une suspension pendant une heure des transactions. Fort de cette position, l'on comprend que le négociateur ait tenté de démontrer que le tiers acquéreur, le prestataire arbitragiste hollandais, a participé lui aussi à des violations des règles à l'origine de la suspension des cours. En d'autres termes, ce prestataire aurait dû en présence d'une telle anomalie de marché s'abstenir d'intervenir, alors que son intervention profitable a été réalisée au détriment de l'intégrité du marché. Il est d'ailleurs curieux de constater que seul cet arbitragiste soit intervenu alors que d'autres prestataires, au vu de cet ordre manifestement aberrant, se seraient volontairement abstenus. Cette argumentation présentée par le négociateur n'a pas été entendue par les magistrats. Ces derniers constatent que cette faute est bien du seul ressort du négociateur qui après avoir transmis cet ordre n'a pas utilisé les dispositions édictées par l'entreprise de marché qui lui aurait permis d'annuler cet ordre transmis à tort au marché. Et surtout, et il faut suivre les magistrats dans leur argumentation, reconnaître que le prestataire arbitragiste acquéreur avait commis une faute faussant l'intégrité du marché en se portant contrepartie de l'ordre présenté, faisait glisser la question vers une tromperie, un dol, de sa part qui aurait révélé au-delà de l'aspect propre au droit civil du litige une possible manipulation de cours passible de sanctions pénales ou de manquement administratif. Or même si le tiers acquéreur a profité des erreurs multiples qui ont conduit à la présentation et au maintien dans le marché de cet ordre, l'on ne peut pas pour autant affirmer que sa réponse répondait aux critères des manquements administratifs relatifs aux manipulations de cours et était encore moins révélatrice d'une intention délictuelle. Tout au plus, elle s'insérait dans le *dolus bonus* cher aux professionnels, à distinguer du *dolus malus* qui fait souvent intervenir un professionnel et un particulier. Et c'est bien ici le cas puisque l'ordre est inopposable au client donneur d'ordre non professionnel alors que la validité de la transaction issue de ce même ordre est confirmée.

Au final, l'on relèvera cette décision qui a trait à un sujet rarement traité pour lequel l'habilité des magistrats sera saluée même s'il sera regretté que cette décision ait, en définitive, esquivé une question clef du dispositif juridique qui sous-tend l'organisation des marchés boursiers.

J.-P. B.

## ■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### **Autorité de contrôle prudentiel - ACP – Banque – Assurance – Agrément - Contrôle prudentiel – Commercialisation – Commission des sanctions**

Ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, JO du 22 janvier 2010

**La nouvelle Autorité de contrôle prudentiel qui se substitue à la Commission bancaire, à l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, au Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et au Comité des entreprises d'assurance vient d'être instituée par voie d'ordonnance comme la LME en avait autorisé le Gouvernement. Elle se caractérise par une structure articulée autour de différentes formations et par la constitution d'une Commission des sanctions distincte et indépendante.**

On sait que la crise financière a ouvert un débat sur le fonctionnement des autorités de supervision au niveau mondial. Ce débat a eu des répercussions au niveau français avec le souci de mettre en œuvre l'architecture de supervision la plus adaptée dans le contexte révélé par la crise. C'est ainsi qu'à l'été 2008, le gouvernement a été habilité à effectuer par ordonnance les dispositions ayant pour objet « de prendre les mesures relatives aux autorités d'agrément et de contrôle du secteur financier en vue de garantir la stabilité financière et de renforcer la compétitivité et l'attractivité de la place financière française »<sup>19</sup> (loi n° 2008-776 du 4 août 2008, art 152). Dans cette perspective, la ministre de l'économie a confié une mission de réflexion à Bruno Deletré, dont les conclusions rendues en janvier 2010, préconisaient une fusion de la Commission bancaire, de l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et du Comité des entreprises d'assurance<sup>20</sup>. La concertation entreprise sur cette base jusqu'à l'automne 2009 a eu pour objet de déterminer le schéma approprié permettant de répondre aux préoccupations des deux grandes familles professionnelles intéressées. Les banques étaient en effet particulièrement attentives à ce que l'autorité de supervision prudentielle reste étroitement intégrée dans la Banque de France, garantie d'un accès rapide à la liquidité que la banque centrale peut être amenée à leur fournir en cas de besoin. Les assureurs quant à eux étaient nécessairement préoccupés par une intégration trop étroite de leur supervision dans les services de la Banque de France avec le risque de perdre ainsi sa spécificité.

L'ordonnance du 21 janvier 2010, qui crée l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), traduit donc le souci de réali-

19. Voir cette chronique, *Banque & Droit* n° 121, septembre-octobre 2008, p. 36.

20. V. Rapport de la mission de réflexion et de propositions sur l'organisation et le fonctionnement de la supervision des activités financières en France, janvier 2009, dit Rapport Deletré I qui a donc simultanément écarté l'idée de mise en place d'un modèle *twin peaks*, dans lequel deux autorités distinctes sont respectivement en charge, quel que soit le secteur concerné, de la supervision prudentielle d'une part, de la supervision des relations avec la clientèle d'autre part.

ser un équilibre entre le secteur de la banque et celui de l'assurance, tout en maintenant un superviseur étroitement intégré à la Banque de France. On ne peut toutefois oublier qu'au-delà, ce texte intéresse aussi le secteur des marchés financiers puisque la nouvelle ACP reprend les pouvoirs que la Commission bancaire et le CECEI détenaient à l'égard de certains prestataires de services d'investissement, en l'occurrence les établissements de crédit agréés pour fournir des services d'investissement et les entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille. Dans ce contexte, et alors que le règlement devrait apporter diverses précisions complémentaires très prochainement compte tenu de l'intention affichée de procéder rapidement à l'installation de l'Autorité, un certain nombre de points du nouveau dispositif focalise l'attention.

### Missions

L'ACP « veille à la préservation de la stabilité du système financier et à la protection des clients, assurés, adhérents et bénéficiaires des personnes soumises à son contrôle » (CMF, art. L. 612-1, I). À cet effet, elle prend les décisions individuelles qui sont de son ressort, notamment en termes d'autorisation. Elle exerce aussi « une surveillance permanente de la situation financière et des conditions d'exploitation » des personnes placées sous sa compétence, notamment en ce qui concerne le respect de leurs exigences de solvabilité. Elle veille enfin au respect par ces personnes « des règles destinées à assurer la protection de leur clientèle, résultant notamment de toute disposition législative et réglementaire ou des règles de bonne pratique de leur profession, constatées ou résultant de ses recommandations, ainsi qu'à l'adéquation des moyens et procédures qu'elles mettent en œuvre » pour ce faire, mais aussi pour respecter le livre I<sup>er</sup> du Code de la consommation relatif à l'information des consommateurs et à la formation du contrat. Pour l'accomplissement de ses missions, l'ACP dispose classiquement d'un pouvoir de contrôle, du pouvoir de prendre des mesures de police administrative et d'un pouvoir de sanction, avec en outre la capacité à « porter à la connaissance du public toute information qu'elle estime nécessaire à l'accomplissement de ses missions, sans que lui soit opposable le secret professionnel » (CMF, art. L. 612-1, II). En revanche, comme la Commission bancaire et l'Acam avant elle, mais à la différence de l'AMF, la nouvelle autorité ne dispose pas du pouvoir réglementaire qui reste entre les mains du ministre de l'Économie, agissant au travers d'arrêtés.

Dans l'exercice de ses missions, on notera que l'ACP doit particulièrement prendre en compte « les objectifs de stabilité financière dans l'ensemble de l'Espace économique européen et de mise en œuvre convergente des dispositions nationales et communautaires en tenant compte des bonnes pratiques et recommandations issues des dispositifs de supervision communautaires », coopérer avec ses homologues européens et apporter « son concours aux structures de supervision des groupes transfrontaliers » (CMF, art. L. 612-1, III). L'un des soucis au cœur de la constitution de cette nouvelle autorité, comme l'expose le rapport au président de la République qui accompagne l'ordonnance, est d'ailleurs, dans un contexte où la réglementation nationale est désormais en grande partie issue de normes ou standards supranationaux, de « renforcer l'influence de la France sur la scène interna-

tionale pour peser dans les réformes de la régulation financière », en unissant au sein d'une autorité unique, les forces de la banque et de l'assurance.

Les personnes relevant de la compétence de l'ACP sont nombreuses puisqu'il s'agit de toutes celles qui relevaient précédemment de la Commission bancaire et de l'Acam, ce contrôle s'exerçant en ce qui concerne les prestataires de services d'investissement, « sous réserve de la compétence de l'Autorité des marchés financiers en matière de contrôle des règles de bonne conduite et autres obligations professionnelles » (CMF, art. L. 612-2, I, A).

### Organisation et fonctionnement

L'ACP est une « autorité administrative indépendante » (CMF, art. L. 612-1, I) qui n'a pas la personnalité morale, mais qui peut se constituer partie civile à tous les stades de la procédure pénale pour l'application des dispositions entrant dans son champ de compétence et dont le président a qualité pour agir devant toute juridiction (CMF, art. L. 612-16). Elle dispose de l'autonomie financière dans la limite des ressources qui résultent à la fois des contributions que doivent lui verser les personnes soumises à son contrôle<sup>21</sup> et les dotations exceptionnelles que peut lui attribuer la Banque de France (CMF, art. L. 612-18 et 20).

À l'instar de l'AMF, la nouvelle autorité comprend un Collège qui se distingue en formation plénière, en formation restreinte, en sous-collèges sectoriels et en commissions spécialisées (CMF, art. L. 612-4 et 5). La formation plénière comprend seize membres. Son président est le gouverneur de la Banque de France ou le sous-gouverneur qui le représente. Les autres membres sont :

- le président de l'Autorité des normes comptables ;
- trois représentants des différentes autorités administratives que sont le Conseil d'État, la Cour de cassation et la Cour des comptes, nommés par celles-ci ;
- trois membres « choisis en fonction de leurs compétences en matière de protection des clientèles ou de techniques quantitatives et actuarielles ou dans d'autres matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions », dont l'un qui dispose d'une expérience en matière d'assurances, est également le vice-président de l'Autorité ;
- quatre membres « choisis en raison de leurs compétences en matière d'assurance, de mutualité, de prévoyance ou de réassurance » ;
- quatre membres « choisis en raison de leurs compétences en matière d'opérations de banque, de services de paiement ou de services d'investissement ».

Les mandats sont de cinq ans, ils sont renouvelables une fois. Les nominations sont effectuées par arrêté du ministre de l'Économie à l'exception toutefois du vice-président pour lequel cette nomination est effectuée conjointement avec le ministre de la Sécurité sociale et de la mutualité. Les membres ne peuvent être âgés de plus de 70 ans le jour de leur nomination ou de leur renouvellement. Ils sont en outre, de manière classique,

21. Ce qui constitue une novation pour les établissements de crédit et les entreprises d'investissement, les moyens financiers de la Commission bancaire étant confondus avec ceux de la Banque de France.

soumis à des règles strictes en matière de conflits d'intérêts, mais avec la particularité de ne pouvoir être salarié ou détenir un mandat dans une personne soumise au contrôle de l'Autorité (CMF, art. L. 612-10).

La formation restreinte comprend huit membres : le président, le vice-président et six membres désignés par le collège, dont deux parmi ceux choisis en matière d'assurance, deux parmi ceux choisis en matière bancaire et deux parmi les autres catégories restantes (CMF, art. L. 612-6). Deux sous-collèges sectoriels sont par ailleurs constitués : l'un en matière d'assurance qui est présidé par le vice-président, l'autre en matière bancaire (CMF, art. L. 612-7). Chacun d'eux comprend outre les quatre membres choisis dans le domaine qui est le sien, le président, le vice-président et deux membres désignés par le Collège au sein des autres catégories. Des commissions spécialisées peuvent par ailleurs être créées en son sein par le Collège pour prendre par délégation des décisions de portée individuelle (CMF, art. L. 612-8). L'ACP peut enfin créer une ou plusieurs commissions consultatives, l'une d'entre elles, majoritairement composée de professionnels des secteurs de la banque et de l'assurance, non membres de l'Autorité, devant « rendre un avis sur les listes, les modèles, la fréquence et les délais de transmission des documents et informations périodiques qui doivent être remis à l'Autorité » (CMF, art. L. 612-14).

Un commissaire du gouvernement siège auprès de toutes les formations de l'ACP sans voix délibérative, mais avec la capacité de demander une seconde délibération<sup>22</sup>.

La formation plénière arrête les principes d'organisation et de fonctionnement, le budget et le règlement intérieur de l'Autorité. Elle examine également « toute question de portée générale commune aux secteurs de la banque et de l'assurance et analyse les risques de ces secteurs au regard de la situation économique [et] délibère sur les priorités de contrôle » (CMF, art. L. 612-12). Les questions individuelles relèvent en revanche de la formation restreinte, de l'un des deux sous-collèges sectoriels ou, le cas échéant, d'une commission spécialisée instituée, la ligne de partage de principe étant que les questions individuelles et les questions d'ordre général spécifiques à un secteur relèvent du sous-collège sectoriel compétent tandis que la formation restreinte du collège a « vocation à examiner les questions individuelles relatives à la surveillance complémentaire des entités réglementées appartenant à un conglomerat financier et à examiner les prises, augmentations et cessions de participation susceptibles d'avoir un effet significatif à la fois sur des entités relevant du secteur de la banque et sur des entités relevant du secteur de l'assurance ». Pour tenir compte notamment de leur incidence sur la stabilité financière, le président a toujours la possibilité de « remonter » une question de portée générale relative à un secteur particulier à la formation plénière et les questions individuelles relatives à l'un des deux secteurs à la formation restreinte.

Chaque formation ne peut délibérer que si la majorité de ses membres sont présents. Les décisions sont prises à la majorité des voix, le président de la formation ayant une voix prépondérante en cas de partage égal (CMF, art. L. 612-13). Les décisions par voie de consultation écrite sont autorisées en cas d'urgence constatée par le président de l'Autorité, de même que, et c'est une nouveauté, la possibilité de recourir pour ce faire à la téléconférence.

L'ACP dispose d'un secrétaire général, qui « organise et dirige » les services, et d'un premier secrétaire général adjoint, placé sous l'autorité de ce dernier, et qui doit posséder « une expérience en matière d'assurance ou bancaire complémentaire » de la sienne (CMF, art. L. 612-15). Le secrétaire général est nommé par le ministre de l'Économie, sur proposition du président de l'Autorité. Le secrétaire général adjoint est nommé par le président de l'Autorité, après avis conforme du vice-président et agrément des ministres chargés de l'économie, de la sécurité sociale et de la mutualité. C'est sur proposition du secrétaire général que le Collège « arrête les principes d'organisation des services, fixe les règles de déontologie applicables au personnel et établit le cadre général de recrutement et d'emploi du personnel ». C'est également lui qui organise les contrôles sur pièces et sur place (CMF, art. L. 612-23).

### Pouvoir disciplinaire

La commission des sanctions est composée de cinq membres et de cinq suppléants nommés dans les mêmes conditions, dont les fonctions sont incompatibles avec celles de membre du Collège (CMF, art. L. 612-9) : un conseiller d'État désigné par le vice-président du Conseil d'État qui préside la commission, un conseiller à la Cour de cassation, désigné par le premier président de la Cour de cassation et trois membres « choisis en raison de leurs compétences dans les matières utiles à l'exercice par l'Autorité de ses missions », nommés par le ministre de l'économie.

Les sanctions prononçables sont classiques, elles vont de l'avertissement au retrait d'agrément, en passant par l'interdiction d'effectuer certaines opérations et la démission d'office d'un ou plusieurs dirigeants. Elles peuvent également prendre la forme d'une sanction pécuniaire au plus égale à cinquante millions d'euros. Ces sanctions peuvent en outre être assorties d'une astreinte, dont la commission fixe le montant et la date d'effet.

L'ouverture d'une procédure de sanction peut être décidée par l'une ou l'autre des formations, et se traduit par la notification des griefs adressée par le président de la formation en cause aux personnes concernées et transmise également à la commission des sanctions (CMF, art. L. 612-38). Il appartient à la commission des sanctions de veiller au respect du caractère contradictoire de la procédure. Naturellement, toute personne convoquée a le droit de se faire assister ou représenter par un conseil de son choix. Comme pour l'AMF, une procédure de récusation est instituée à la demande de la personne mise en cause s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre.

22. Le directeur général du Trésor et de la politique économique, ou son représentant, auquel s'adjoint le directeur de la sécurité sociale, ou son représentant, auprès du sous-collège sectoriel de l'assurance ou des autres formations de l'Autorité lorsqu'elles traitent des organismes régis par le Code de la mutualité ou le Code de la sécurité sociale.

Un membre du collège désigné par la formation<sup>23</sup> qui a décidé de l'ouverture de la procédure de sanction assiste à l'audience sans voix délibérative au cours de laquelle « il peut présenter des observations au soutien des griefs notifiés et proposer une sanction ».

### Contrôle de la commercialisation

Dans le droit fil des préoccupations marquées par le gouvernement ces derniers mois sur les questions de contrôle des modes de commercialisation, notamment en vue d'assurer qu'il n'y ait pas de zone non couverte, il est prévu que l'ACP et l'AMF instituent un pôle commun (CMF, art. L. 612-47) chargé, sous leur responsabilité de « coordonner les propositions de priorités de contrôle définies par les deux autorités en matière de respect des obligations à l'égard de leurs clientèles par les personnes soumises à leur contrôle concernant les opérations de banque ou d'assurance et les services d'investissement ou de paiement et tous autres produits d'épargne qu'elles offrent », mais aussi d'analyser les résultats de leur activité respective de contrôle en la matière afin de proposer au secrétaire général de chaque autorité les conséquences à en tirer, de coordonner leur action de veille « de façon à identifier les facteurs de risques et la surveillance des campagnes publicitaires relatives à ces produits » et enfin, d'offrir « un point d'entrée commun habilité à recevoir les demandes des clients, assurés, bénéficiaires, ayants droit et épargnants susceptibles d'être adressées à l'Autorité de contrôle prudentiel ou à l'Autorité des marchés financiers ».

Le coordonnateur de ce pôle, désigné conjointement par les secrétaires généraux de chaque autorité, est sous leur autorité conjointe, chargé de la mise en œuvre des missions assignées au pôle (CMF, art. L. 612-48). L'ACP et l'AMF définissent par convention les modalités de fonctionnement du pôle commun. Elles déterminent également par convention avec la Banque de France les conditions dans lesquelles elles peuvent avoir recours à ses services dans le cadre de leurs missions de supervision des relations entre les professions assujetties et leurs clientèles (CMF, art. L. 612-49). Elles établissent conjointement chaque année un rapport rendant compte de l'activité de leur pôle commun (CMF, art. L. 612-50).

### Instruments financiers – Assurance sur la vie – Commercialisation – Relations producteurs et distributeurs – Conventions

Décret n° 2010-40 du 11 janvier 2010 relatif aux conventions entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits d'assurance sur la vie, JO du 13 janvier 2010.

Le décret du 11 janvier 2010 fait suite à l'ordonnance n° 2008-1271 du 5 décembre 2008 dont il précise les modalités d'application en ce qui concerne les conventions qui doivent régir les relations entre producteurs et distributeurs en matière de commercialisation d'instruments financiers et de produits d'assurance sur la vie<sup>24</sup>. Cette ordonnance a introduit dans le CMF l'article L 533-13-1 qui impose aux prestataires de services lorsque les instruments financiers proposés aux clients donnent lieu à la publication de documents d'information conformément aux articles L. 214-109 ou L. 412-1 dudit code d'établir des conventions avec les personnes responsables de la publication de ces documents d'information. Ces conventions prévoient notamment les conditions dans lesquelles les prestataires de services d'investissement sont tenus de soumettre à ces personnes, préalablement à leur diffusion, les documents à caractère publicitaire afin de vérifier leur conformité aux documents d'information que ces personnes ont établis et celles dans lesquelles sont mises à disposition des prestataires par ces personnes les informations nécessaires à l'appréciation de l'ensemble des caractéristiques financières des instruments financiers.

Ce décret précise que ce dispositif ne s'applique pas à la distribution d'instruments financiers destinés à des investisseurs qualifiés ou encore à un cercle restreint d'investisseurs ou encore proposés dans le cadre spécifique de l'épargne salariale, l'intéressement ou la participation. Inséré au sein des articles R. 533-15 et R. 533-16 du CMF, les dispositions du décret précisent les obligations à la charge des producteurs et des distributeurs afin d'encadrer strictement les modalités de commercialisation des produits et la publicité diffusée à l'occasion de leur commercialisation. Les producteurs deviennent ainsi responsables d'un large pan de l'activité de commercialisation laissée jusque-là à l'initiative des distributeurs. Ce dispositif se décline également pour les contrats d'assurance sur la vie à travers les articles R. 132-5-1 et R. 132-5-2 du Code des assurances.

L'on notera que pour l'application de ces dispositions, les conseillers en investissements financiers sont naturellement assimilés aux prestataires de services d'investissement. Enfin, et de manière anecdotique, il sera relevé que le texte du décret baptise comme fiches de présentation les fiches produits issues des recommandations du rapport sur la commercialisation des produits d'épargne établi par M. Delmas-Marsalet en novembre 2005.

23. Qui peut être assisté ou représenté par les services de l'Autorité.

24. Cf. cette chronique *Banque et Droit* n° 123 Janvier-février 2009 p 32 et s.

## OPCVM – Gestion sous mandat – Déontologie – AFG – Norme professionnelle

Communiqué de presse, 15 décembre 2009.

### L'Autorité des marchés financiers approuve les « Dispositions » du Règlement de déontologie de l'AFG et l'étend à l'ensemble des professionnels de la gestion.

Courant 2009, l'AFG a modifié ses règlements de déontologie relatifs aux OPCVM et à la gestion sous mandat. Après avoir reçu l'avis favorable de l'AFECEI, le collège de l'AMF, a décidé d'étendre les dispositions de ces règlements à l'ensemble des professionnels. En conséquence, ils font dorénavant partie du corps de règles dont l'application est contrôlée par la Commission bancaire et l'AMF. L'on précisera que les recommandations d'application de ces règlements publiés par l'AFG n'ont pas été soumises à l'approbation de l'AMF ; ces recommandations n'ont donc pas reçu la qualification de normes professionnelles.

### Normes professionnelles – Bonnes pratiques professionnelles – Recommandations émises – FBF.

Classification des normes professionnelles, des bonnes pratiques professionnelles et des recommandations émises, Communication de la FBF du 13 novembre 2009.

Ces dernières années ont connu l'émergence d'une nouvelle catégorie de règles dont le caractère normatif demeurerait incertain. Ces règles issues de communiqués d'organisations professionnelles visent le plus souvent à préciser les modalités d'application de textes légaux ou réglementaires qu'une profession entend appliquer de manière homogène et ordonnée. Parfois, ces règles n'ont qu'une valeur d'exemple afin de permettre une bonne application des textes légaux et réglementaires. Enfin, et en dernier lieu, ces règles peuvent également répondre à des engagements ponctuels pris une profession confrontée à une situation particulière dont la pérennité n'est pas certaine.

La profession bancaire à travers la FBF a exprimé émis ces dernières années un grand nombre de positions dont il convenait d'établir la valeur normative afin de préciser leur impact et opposabilité. C'est pourquoi, l'on saluera l'achèvement du travail engagé depuis plusieurs mois pour classer les divers engagements pris par la FBF ces dernières années.

L'ensemble de ces engagements ressort d'une des trois catégories suivantes :

– **Les normes professionnelles ou déontologiques** qui ont valeur de normes pour l'ensemble des établissements. En conséquence, ces règles entrent dans le champ des normes professionnelles et déontologiques visées par le règlement CRBF 97 02 ou encore sont qualifiées de règles de bonne conduite au sens de l'article L. 613-1 du CMF ou encore de règles professionnelles précisées par l'article 314-2 du règlement général de l'AMF. À titre d'exemple de règles entrant dans cette classification à titre de norme professionnelle, l'on citera les dispositions prises récemment par la FBF sur la rémunération des professionnels de marché ;

– **les bonnes pratiques professionnelles** qui constituent dans leur domaine une mise en œuvre jugée par la profession bancaire apte à satisfaire les exigences légales, réglementaires ou éthiques incombant à la profession, sans pour autant être la seule manière de les mettre en œuvre. Ces bonnes pratiques professionnelles sont transmises au secrétariat de la Commission bancaire ou à l'AMF. Comme exemple de ces bonnes pratiques, l'on relèvera le guide Amafi-FBF de mise en œuvre des procédures de déclaration de soupçons d'abus de marché ;

– **les simples recommandations** qui ne relèvent pas des deux catégories précédentes. C'est ainsi que la charte « Accession à la propriété pour tous » publiée par l'AMF en septembre 2007 entre dans le champ de cette catégorie de documents émis par la FBF.

Une icône spécifique placée en tête de chaque communication de la FBF permettra d'identifier la catégorie dans laquelle elle entre. ■