

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon

AMF – Commission des sanctions – Composition – Conflit d'intérêts (oui) – Méconnaissance du principe d'impartialité (oui) – Annulation (oui)

CE, 26 juillet 2007, 6^e et 1^{re} s/ section, Global Equities et autres c/ AMF : cf. aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, 3^e éd. n° 113.

Méconnaît le principe d'impartialité la décision de sanction de l'AMF qui a été rendue alors que l'un de ses membres exerçait des fonctions dans une société concurrente de la société condamnée sans que ne soit offerte à cette dernière une possibilité de récusation.

L'exigence d'impartialité vue par le Conseil d'État risque de tuer l'AMF. Non pas que ce principe ne soit pas défendable. Au contraire. On sait qu'il constitue – avec raison – un des socles des droits de la défense et de notre droit processuel – souvent sous l'aiguillon de la Cour européenne des droits de l'Homme de Strasbourg – que le Conseil d'État a érigé en principe général de droit¹. La jurisprudence a confirmé très rapidement que l'AMF était soumise à l'exigence d'impartialité, comme toute autre autorité administrative dotée d'un pouvoir de sanction².

Mais son application rigoureuse et, osons le, excessive, par le Conseil d'État au cas de l'AMF conduit à s'interroger non seulement sur sa portée, mais aussi sur les raisons qui motivent un tel acharnement par les magistrats du Palais royal à l'encontre des membres – ou plus exactement de certains d'entre eux – de la commission des sanctions de l'AMF.

L'arrêt du Conseil d'État du 26 juillet 2007 marque une nouvelle étape dans le contrôle de l'exigence d'impartialité tant des membres de la commission des sanctions que du collège de l'AMF par la Haute juridiction administrative. Après avoir déjà condamné en moins d'un an deux fois l'AMF sur ce même motif, le juge administratif franchit un nouveau degré dans le niveau d'impartialité exigé par les membres de l'AMF.

On se souvient que dans son arrêt du 27 octobre 2006³ le Conseil d'État avait considéré que l'apparence de partialité découlait du fait que l'une des personnes poursuivies entretenait des liens de nature capitalistique avec l'un des membres de la commission des sanctions. La décision de sanction prononcée par cette dernière avait dès lors été annulée. Déjà dubitatifs sur cette conception extensive de l'impartialité, nous renouvelons notre critique sur la mise en œuvre de ce principe de façon plus appuyée encore avec la décision de la même juridiction du 30 mai 2007⁴ qui, aux dires même du commissaire du gouvernement, franchissait « un pas dans l'exigence d'impartialité subjective par rapport au [...] précédent Parent »⁵. Ici, la Haute juridiction administrative avait estimé que la présence d'un membre de la commission des sanctions appartenant au comité exécutif d'un groupe bancaire dont l'une des entités entretenait un contentieux de nature commercial avec la personne poursuivie était « de nature à susciter un doute quant à l'impartialité de celui-ci », et avait dès lors prononcé l'annulation de la sanction émise par l'AMF au motif de la méconnaissance du principe d'impartialité.

Avec cette nouvelle décision du 27 juillet 2007, une étape supplémentaire dans le degré de contrôle du respect du principe d'impartialité est franchie. Qu'on en juge. La société Global Equities et l'une de ses filiales ainsi que deux de leurs dirigeants ont fait l'objet d'une sanction par l'AMF le 6 avril 2006 pour avoir organisé un système de « sur-commissionnement » à l'occasion d'opérations avec l'un de ses clients⁶. Après avoir exercé avec un succès partagé une requête en référé à fin de suspension d'exécution de la décision⁷, les personnes condamnées déposèrent une requête en annulation pour différentes violations de règles de procédure. Parmi les moyens invoqués, le Conseil d'État a retenu celui relatif à la violation du principe d'impartialité au motif que l'un des membres de la commission des sanctions exerçait des fonctions de direction au sein de la société de Bourse Exane, laquelle est directement concurrente de la société Global Equities, notamment vis-à-vis de la Caisse de retraite du personnel navigant professionnel de l'aéronautique civile,



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

1. CE, 10 mai 1995, Arvieu, Req. n° 135431.
2. Pour l'ordre judiciaire : Paris, 28 juin 2005, Vivendi Universal, Bull. Joly Bourse 2005, § 145, p. 602, note C. Ducoiloux-Favard et sur pourvoi Cass. Com., 19 décembre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, § 27, p. 175, note A. Deprez-Graff. Pour l'ordre administratif : CE, 4 février 2005, GSD Gestion, Banque & Droit n° 101, p. 44, cette chronique.

3. CE, 27 octobre 2006, M.P. et autres, conclusions du Commissaire du gouvernement Guyomar, Petites Affiches, 20 décembre 2006, p. 4 et Bull. Joly Bourse 2007, § 6, p. 80 ; Banque & Droit, janvier – fév. 2007, cette chron. ; RTDF 2007/1, obs. N. Rontschevsky, p. 117 ; RD Bancaire et financier, mars – avril 2007, n° 86, p. 42, note D. Bompoint
4. CE, 30 mai 2007, conclusions du Commissaire du gouvernement Guyomar, Bull. Joly Bourse 2007, § 71, p. 371 ; Banque & Droit n° 114, juil. - août 2007, p. 23, cette chron. ; RTDF 2007/2 p. 133, note E. Dezeuse.
5. Guyomar, conclusions du commissaire du gouvernement, CE, 30 mai 2007, Bull. Joly Bourse 2007, § 71, p. 373
6. Rapport AMF 2006, p. 235.
7. CE, ord. Réf. du 22 juin 2006 : rapport AMF 2006, p. 237.

client commun aux deux sociétés et qui avait pâti des sur-commissionnements effectués par Global Equities. Pour être plus précis, la décision relève qu'il résulte de l'instruction que le membre de la commission des sanctions qui a été désigné comme rapporteur de l'affaire a exercé les fonctions d'administrateur, puis de conseiller du président de la société Exane. Que selon les magistrats, « à l'époque des faits reprochés à la société Global Equities, soit durant la période 1999 – 2001, la société Exane était l'un des principaux concurrents de la société Global Equities pour la passation des ordres de Bourse de la Caisse de retraite du personnel navigant [...], qu'alors même que les transactions conclues pour le compte de la Caisse de retraite ne représentaient qu'une part très minime du chiffre d'affaires de la société Exane et que la concurrence entre cette société et Global Equities sur les activités de la Caisse avait cessé en 2004, à la date de désignation du rapporteur de la commission des sanctions, une telle situation faisait obstacle à ce que l'intéressé exerçât de telles fonctions ; qu'aucune disposition ne permettait à [la société Global Equities] de récuser le rapporteur de la commission des sanctions, qui n'est pas une juridiction ».

Tout comme dans les deux autres décisions du 27 octobre 2006 et du 30 mai 2007, le problème posé est celui de la portée du principe d'impartialité. On rappellera brièvement que l'impartialité objective tient aux fonctions exercées par le juge et consiste à analyser l'apparence que produit la composition de la juridiction sur le justiciable, alors que l'impartialité subjective, qui renvoie à l'individu et à sa personnalité, se traduit par un préjugé – favorable ou défavorable – du juge. Mais dans un cas comme dans l'autre, les personnes qui délibèrent doivent offrir des garanties suffisantes pour exclure tout doute légitime. Or, selon la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'Homme de Strasbourg, l'existence de préjugés peut être présumée en raison de l'existence d'un conflit d'intérêts.

Reprenons les arguments présentés par les magistrats du Palais royal dans le détail. En premier lieu, notons que la Haute juridiction administrative semble considérer qu'en l'espèce, la situation décrite ci-dessus constitue en elle-même un conflit d'intérêts : « une telle situation faisait obstacle à ce que l'intéressé exerçât de telles fonctions ». Nous y reviendrons. Ensuite, les magistrats estiment que l'absence de procédure de récusation conduit, en une telle situation, à une méconnaissance du principe d'impartialité. Commençons par ce dernier point.

Il a déjà été signalé que l'absence de procédure de récusation d'un membre de la commission des sanctions de l'AMF au sein du Code monétaire et financier constituait une faiblesse du dispositif encadrant le fonctionnement de l'AMF, tant en ce qui a trait au collègue qu'à la commission des sanctions, et qu'une partie poursuivie devant cette commission ou ce Collège pourrait utilement invoquer l'article 6 § 1 de la CEDH et le principe d'impartialité au soutien d'une demande de récusation, et ce, même en l'absence de règles plus précises en droit interne⁸. Les requérants ont manifestement lu les bons commentai-

res ! On ne peut, sur ce point, qu'approuver le Conseil d'État d'avoir sanctionné une décision disciplinaire par son annulation pour violation des droits de la défense en l'absence d'un droit de récusation. Ce droit de révocation constitue une protection essentielle de la défense. L'AMF n'est certes pas une juridiction au sens du droit interne, ce qui permet de mesurer la différence qui la sépare en la matière des magistrats judiciaires et administratifs où les procédures permettent au justiciable de demander la récusation des magistrats pour cause de suspicion légitime, mais en matière de droits de la défense, les principes généraux édictés tant par la Cour de Strasbourg que par les deux Hautes juridictions françaises doivent s'appliquer à l'AMF comme à tout autre type d'autorité disposant de pouvoir de répression, même si l'on peut concevoir, et même souhaiter, des degrés d'exigence différents selon la nature du « tribunal ». Quoi qu'il en soit, prononcer l'annulation d'une décision pour absence de droit à récusation est un acte de bonne justice. Encore fallait-il qu'il existât une situation de conflits d'intérêts, ce qui est moins certain.

S'agissant de l'existence d'un conflit d'intérêts, on sait que les membres de l'AMF sont soumis à des règles de préventions (article L. 621-4 c. mon. et fin.). La première obligation consiste à identifier les intérêts des membres de l'AMF en imposant à ceux-ci d'informer dès leur nomination le président de l'AMF des intérêts détenus au cours des deux ans précédents leur nomination ou des intérêts qu'ils viennent à détenir. La seconde obligation oblige les membres de l'AMF à ne pas participer aux délibérations de la formation à laquelle ils appartiennent dans toute affaire dans laquelle ils ont ou ont eu un intérêt, soit directement soit indirectement durant les deux années précédentes. Dans un tel cas, ces membres doivent le faire savoir immédiatement au président de leur formation. En l'espèce, la participation par un membre de la commission des sanctions en tant que cadre dirigeant dans une entreprise concurrente de celle objet des poursuites constitue-t-elle un intérêt ? Tout d'abord, il convient de rappeler que l'énumération des hypothèses visées à l'article L. 621-4 du c. mon. et fin. n'est pas exhaustive⁹. Le problème tient ici à l'appréciation de l'impartialité. Or, on sait que la Cour européenne des droits de l'Homme considère que peu importe que le conflit ait ou non pesé sur la décision de la personne concernée dès lors qu'une telle influence – ou préjugé – peut passer pour vraisemblable. Reste à vérifier si intérêt il y a et partant, conflit. Et c'est sur ce point, que la décision du 26 juillet 2007 prend toute son importance en franchissant une nouvelle étape dans le degré de partialité. En énonçant qu'« une telle situation faisait obstacle à ce que l'intéressé exerçât de telles fonctions », le Conseil d'État se place sur le terrain de l'impartialité objective : indépendamment de l'attitude personnelle du membre de l'AMF, c'est la composition même de la commission des sanctions qui projette un doute de partialité sur la décision. L'on ne saurait donc reprendre ici le test

8. E. Dezeuse, RTDF 2007/2, p. 137. cf. aussi, Ch. Arsouze, Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions, th. Paris 1, 2007, n° 242, p. 316.

9. Cf. en ce sens, conclusions du commissaire du gouvernement, sous C.E. 27 octobre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, § 6, p. 85, spéc. p. 103 où celui-ci indique qu'« il est des situations non prévues par les textes dans lesquelles l'existence d'un conflit d'intérêts doit conduire les membres de l'AMF à ne pas délibérer dans une affaire ».

d'impartialité subjective proposé dans les conclusions du Commissaire du gouvernement dans la décision du 30 mai 2007¹⁰. Quel est donc le motif qui justifie la présence d'un conflit d'intérêts ? Le soupçon de partialité est caractérisé ici par le fait que la société à laquelle appartient le membre de la commission était, au moment des faits objets de la sanction prononcée par l'AMF, concurrente de celle condamnée par cette dernière. Peu importe à cet égard que la concurrence portât sur des montants faibles, voire insignifiants (« alors même que les transactions conclues [...] ne représentaient qu'une part très minime du chiffre d'affaires de la société Exane »). La concurrence crée le soupçon de partialité et place le membre de l'AMF dans une situation de conflit d'intérêts objectif. On est loin des intérêts visés par l'article L. 621-4 du c. mon. et financier.

Potentiellement, une telle jurisprudence conduit à exclure tous les membres professionnels issus du monde financier (banques et sociétés de Bourse en particulier, mais potentiellement aussi sociétés de gestion) non seulement du rôle de rapporteur, mais aussi sans doute des délibérations lorsque le dossier porte sur une société issue du même milieu professionnel. Car, quelle banque, quelle société de Bourse n'a-t-elle pas été en concurrence avec une autre banque ou société de Bourse vis-à-vis du même client dans les deux années précédentes d'une affaire ? La concurrence s'entendant de façon très large (un chiffre d'affaires minimes suffit), ce sont la plupart des membres professionnels de l'AMF qui devront dorénavant se déporter. Après avoir étendu au-delà du commun l'impartialité subjective, le Conseil d'État poursuit dans une même logique en donnant une définition extensive de l'impartialité objective.

On a pu justifier la sévérité des sanctions prononcées par le Conseil d'État au nom de l'exigence d'impartialité à l'encontre de l'AMF au motif qu'il en « allait de son crédit et, partant, de l'efficacité de son action »¹¹ : la présence de professionnels au sein de la commission des sanctions « implique une particulière rigueur à l'égard des liens qui ont pu se nouer à l'occasion de l'exercice de la profession »¹². Qui ne saurait désapprouver de tels principes ? Mais les contraintes pesant sur les professionnels, dont on se plaît à rappeler le rôle indispensable au bon fonctionnement de l'AMF compte tenu de leur expertise financière, doivent être les mêmes que pour les autres membres de l'AMF. Plus généralement, le principe d'impartialité doit être le même pour l'AMF comme pour toute autre instance ou juridiction au sens de l'article 6 de la CEDH. Il conviendrait d'éviter d'appliquer un régime plus sévère à l'AMF au seul motif que celle-ci comprend des professionnels. Le principe d'impartialité – objective et subjective – s'applique de façon identique à toute personne qui exerce une fonction soumise à son respect. Aux juges de l'ordre judiciaire comme administratif, tout comme aux avocats et aux médecins siégeant dans leurs organes disciplinaires professionnels.

10. Guyomar, conclusions du commissaire du gouvernement, Bull. Joly Bourse 2007, § 71, p. 373.

11. Guyomar, conclusions du commissaire du gouvernement, CE, 27 octobre 2006, Bull. Joly Bourse 2007, § 6, p. 80.

12. *Idem*.

Or, il semble peser une présomption de partialité sur les membres de l'AMF issus du secteur professionnel : « Seul un strict respect par les membres de l'AMF des obligations déontologiques qui pèsent sur eux [...] permettra d'asseoir, dans la durée, l'indépendance de cette autorité de régulation à l'égard des intérêts privés »¹³. C'est parce qu'ils sont des professionnels de la finance et qu'ils proviennent du milieu financier que pèse sur les membres de l'AMF choisis en raison de leur « compétence financière et juridique ainsi que leur expérience »¹⁴ un tel soupçon de partialité¹⁵ : tare indélébile, tâche originelle que ne saurait laver aucun viatique. Il ne revient pas à ce commentaire de s'attarder sur cet ostracisme à l'égard de certains des membres de l'AMF et pas à l'égard de ceux issus du secteur public. Mais il y a là un problème qui dépasse le seul cas de l'AMF.

Au final, s'il convient d'approuver le Conseil d'État d'avoir permis d'annuler une décision de sanction en l'absence de droit à récusation pour la personne condamnée par la commission des sanctions, on ne saurait qu'émettre les plus vives réserves sur l'extension de la définition de l'impartialité.

AMF – Commission des sanctions – Négociation pour compte propre – Prix de marché en matière obligataire

AMF, Pollak et autres, décision de la commission des sanctions du 25 janvier 2007, cf; aussi H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd., 2001, n° 95 et suiv. et 696.

Doit être sanctionné l'intermédiaire financier qui, ne bénéficiant pas de l'agrément pour effectuer des opérations pour compte propre, utilise son compte erreur à cette fin. L'exigence de justification du prix pour les transactions réalisées à un prix différent de celui du prix de marché ne s'applique pas lorsque le titre fait l'objet d'une faible liquidité.

Nous avons déjà eu l'occasion d'examiner dans cette chronique la notion d'opération pour compte propre, dont on connaît les difficultés à en cerner les contours. Ainsi, le Conseil d'État a été amené à se pencher sur ce qui distingue les opérations pour compte propre de celles de contrepartie¹⁶. De son côté, la Cour d'appel de Paris s'est prononcée sur la notion d'opération pour compte propre par des non PSI¹⁷. La présence espèce doit être relevée en ce qu'elle vient préciser le contenu de cette notion par rapport aux pratiques des « comptes erreurs » des intermédiaires financiers. Il peut arriver qu'un prestataire de service d'investissement agissant sur les marchés pour le compte de ses clients réalise une erreur dans l'exécution

13. *Idem*; formulation identique reprise dans les conclusions du commissaire du gouvernement sous CE, 30 mai 2007, Bull. Joly Bourse 2007, § 71, p. 371, spec. p. 378.

14. Art. L. 621-2 du c. mon. et fin.

15. Outre ces six membres désignés par le ministre de l'économie après consultation des organisations représentatives des divers intervenants, deux autres membres sont choisis parmi les représentants des salariés des entreprises du secteur financier.

16. CE, 13 juillet 2006, affaire Dokkan, Banque & Droit, n° 109, sept. – oct. 2006, p. 52, cette chron.

17. Paris, 17 février 2005, Heiderjick c / ING, Banque & Droit n° 104, nov. – décembre 2005, p. 54, cette chronique.

des instructions confiées par ces derniers. Il est alors de pratique courante pour ces intermédiaires, lorsque l'erreur relève de leur fait mais que l'instruction a déjà été exécutée, de placer sur un compte erreur le produit de la vente ou de l'achat des instruments financiers, l'intermédiaire prenant à son compte le solde positif ou négatif de ces opérations. Rien que de plus courant dans cette pratique. Là où les choses peuvent être différentes, c'est lorsque l'intermédiaire utilise son compte erreur non pas dans les fins indiquées ci-dessus, mais comme support d'une activité pour compte propre. Reprenons les faits qui sont reprochés à la société Pollak et certains de ses salariés. Cette dernière était au moment des faits une société agréée pour exercer les services d'investissement de réception et transmission d'ordres pour le compte de tiers, mais aussi de négociation pour compte propre. Cet agrément était toutefois limité, tout au moins au moment des faits, aux seules opérations liées aux ordres stipulés à règlement – différés (OSRD). Or, à l'occasion d'une mission de contrôle effectuée par le régulateur, celui-ci a constaté que l'intermédiaire avait procédé à plusieurs opérations sur des titres sans instruction de la part de clients mais en anticipation de demandes provenant de ceux-ci. Autrement dit, alors même qu'aucun ordre ne motivait les opérations, la société Pollak prenait des positions sur des instruments financiers le temps de trouver des intérêts en sens opposé puis, une fois ces intérêts identifiés, sortait ces positions face à ces clients. Lors de la notification des griefs, l'AMF avait estimé que cette pratique constituait « une activité de négociation pour compte propre qui n'aurait pas été justifiée par la régularisation d'erreurs en rapport avec des transactions exécutées pour le compte de tiers malgré l'enregistrement de ces positions dans les comptes erreurs affectés aux activités » de la société. C'est l'absence d'instruction préalable du client à la prise de position par l'intermédiaire qui permet de considérer que l'opération ne relève pas du service d'exécution d'ordres mais de celui de compte propre. Le fait que ces opérations aient transité par un compte erreur est indifférent et ne saurait en lui seul caractériser les opérations d'exécution d'ordre pour compte de tiers. D'ailleurs, dans une société qui n'est pas agréée pour effectuer des opérations pour compte propre, il ne peut pas exister de comptes dits de « trading » ou de compte propre. Comme le rappelle si justement la commission des sanctions, un compte erreur ne peut « être utilisé que pour les erreurs d'exécution résultant des opérations réalisées pour le compte de tiers ». C'est donc à une utilisation abusive des comptes d'erreurs que se sont livrés certains employés de la société Pollak ; tel est le sens de la décision de la commission des sanctions qui considère que « les opérations relevant de la négociation pour compte propre intervenues dans des secteurs pour lesquels le prestataire n'était pas agréé étaient proscrites et ne devaient donc pas être dissimulées, au moyen d'un enregistrement dans ce compte erreur, sous l'apparence d'interventions erronées faites pour des clients ».

Le deuxième intérêt de la présente décision est en ce qu'elle porte sur la notion de prix de marché¹⁸. Avant même la directive MIF, celle-ci venant encore renforcer cette obligation, les intermédiaires financiers ne pouvaient pas effectuer des transactions « à un prix différent d'un prix de marché disponible pour cette transaction au moment de sa réalisation, [sauf à] en expliquer les raisons sur requête » du régulateur (article 3-4-2 du RG CMF). Cette disposition n'interdisait pas à un intermédiaire de traiter à un prix différent de celui du marché, mais à devoir justifier à tout moment auprès du régulateur des raisons l'ayant amené à pratiquer un prix différent de celui du marché. Tel est le bien le sens que la commission des sanctions donne à cette disposition lorsqu'elle indique que « ce texte vise exclusivement l'absence de justification de la pratique d'un prix différent de celui du marché ». Il s'agit de protéger les clients des intermédiaires en obligeant ceux-ci à justifier de leurs marges. Reste alors à s'interroger sur la notion de « marché disponible ». En effet, le contrôle des marges en matière de prix n'a de sens que s'il est possible de comparer un prix à un autre, ou plus exactement de comparer le prix d'une transaction à un moment donné avec ceux disponibles au même moment sur le marché central, c'est-à-dire celui où se concentre la liquidité du marché. Or, la question de la détermination du marché central est particulièrement complexe, en particulier en matière de titres obligataires où justement il n'y a pas de marché directeur mais principalement des transactions de gré à gré en dehors de toute centralisation de l'offre et de la demande, situation sur laquelle s'était déjà penchée la COB¹⁹. C'est la raison pour laquelle la commission des sanctions écarte, avec raison, le grief tiré de la non-justification d'un prix de transaction au motif « qu'il ne peut exister un cours de référence assimilable à un "prix de marché" pour les obligations convertibles, en raisons notamment du faible nombre d'opérateurs et de la faible liquidité des titres ».

18. V. d'une façon générale, sur la détermination des prix, les Etudes sur le cours en Bourse, ouvr. coll. J. Stoufflet et J. Deschanel, Economica, 1997, ainsi que M.C de Nayer, L'unité du prix Bull. Joly Bourse 1993, p. 267 et s. – Sur les aspects financiers : D. Vizzavonna, *Marchés financiers*, Atol Editions, 2000, p. 16 et s. – Sur les déterminants de la fourchette de cours sur les marchés obligataires, v. M. Debeauvais et E. Maina, *Gestion obligataire*, Banque éd. p. 67, 1996.

19. Sur le problème de « juste prix » d'une obligation : Bull. COB, mai 2001, p. 119 et s. où la commission observait que : « Le problème de l'acuité du prix se retrouve à deux niveaux :
• sur des emprunts qui ne bénéficient pas d'un encours très important, ce qui est encore le cas de nombreuses émissions, notamment celles qui sont réalisées par des "corporate" ;
• en fonction du marché sur lequel le titre est traité. On peut distinguer trois types de marchés obligataires : les marchés où les échanges sont uniquement effectués entre banques, les marchés où les investisseurs finaux interviennent mais dont les banques sont contreparties et les marchés où les particuliers peuvent acheter ou vendre des titres. Sur chacun de ces différents types de marchés, l'information sur le prix du titre est d'une richesse très différente. C'est particulièrement le cas sur les marchés accessibles aux particuliers car ceux-ci supportent des frais de traitement de leurs ordres qui, sur de petits montants, peuvent peser de manière importante sur les prix qui leur sont proposés. Un des enjeux des années à venir est de savoir si les investisseurs finaux pourront avoir accès au marché ou au moins aux prix du marché "interbancaire" ».

Principauté de Monaco – Gestion sous mandat – Objectif de gestion – Défaut d'indication – Nullité du mandat – Restitutions réciproques – Limite : droits des tiers

Cour de révision de Monaco, 11 octobre 2006. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, 3^e éd., n° 949, p. 860.

La loi du 9 juillet 1997 sur la gestion de portefeuille et le texte pris pour son application n'ont pas prévu la nullité d'un mandat de gestion ne respectant pas les conditions de forme qu'ils imposent. Un acte juridique peut cependant être frappé de nullité par le fait qu'il contrevient à une règle imposée par le législateur pour sauvegarder un intérêt qu'il juge important même si aucune disposition n'a prévu une telle sanction. Or, il résulte des travaux préparatoires que le législateur a entendu établir un ordre public de protection des investisseurs, parties faibles au contrat de mandat de gestion, et assurer la sécurité des transactions. Dès lors, le fait que le mandat de gestion en cause ne précise pas les objectifs de la gestion alors que les textes imposent cette mention expresse, c'est à bon droit que la cour d'appel a prononcé l'annulation du mandat. Si, en raison du caractère rétroactif de la nullité, le contrat annulé est censé n'avoir pas existé, en sorte que chacun est tenu de restituer à l'autre ce qu'il a perçu, il en va différemment lorsqu'il s'agit d'un contrat à exécution successive dont la nullité produit les mêmes effets qu'une résiliation.

L'arrêt de la Cour de révision de Monaco du 11 octobre 2006 retient l'attention, parce qu'il est rare qu'une décision rendue par une juridiction de la Principauté fasse l'objet d'une publication, encore plus d'un commentaire²⁰, à Monaco ou ailleurs, et parce qu'il adopte une solution radicale, particulièrement protectrice des intérêts des clients de la gestion privée. En l'espèce, un particulier avait confié à une société un mandat qui ne précisait pas l'orientation de la gestion. N'étant pas satisfait du résultat, l'intéressé a demandé la nullité ou, subsidiairement, la réparation du préjudice né du manquement de la société à son obligation d'information et de conseil. La cour d'appel de Monaco l'a suivi sur le principe et a prononcé la nullité du mandat, mais a limité les restitutions pour tenir compte de la nature des opérations conclues. La Cour de révision rejette le pourvoi sur les deux points.

La législation monégasque relative à la gestion de portefeuille résulte d'une loi du 9 juillet 1997, complétée par une « ordonnance souveraine » du 16 septembre 1997, qui est de caractère réglementaire. Ces textes consacrent et encadrent la profession de gestionnaire de patrimoine et permettent à des sociétés qui ne sont pas des banques de se faire admettre en tant que telles et d'exercer la gestion de portefeuille en concurrence avec les établissements de crédit. Ces sociétés sont contrôlées par une commission ad hoc²¹. Le texte réglementaire, l'ordonnance souveraine du 16 septembre 1997, exige l'indication du profil de gestion dans le mandat de gestion.

20. Voir le commentaire de J.M. Canac et A. Zabaldano sous l'arrêt, à paraître au Bulletin Joly Bourse.

21. J.-M. Canac et G. Gazo, « Vers l'autonomie du droit bancaire monégasque ? Etude de quelques aspects » : Revue de droit monégasque, 2006. Voir Juris-classeur Monaco, fasc. 63.48 et 63.49.

Deux questions étaient soulevées en l'espèce, celle de la sanction du défaut d'indication expresse de l'orientation de la gestion et celle des conséquences d'une annulation du mandat. Sur le premier point, le principe de la nullité, les arguments de la société de gestion tenaient au fait que l'exigence d'une mention indiquant l'orientation de la gestion ne résultait pas de la loi mais d'un simple texte réglementaire, n'avait pas un caractère d'ordre public et n'avait d'autre vocation que d'information du client. La Cour de révision ne s'arrête pas aux textes et considère, au vu des travaux parlementaires, que l'intention législative était d'imposer un formalisme protecteur des investisseurs ; elle en tire la conséquence, la nullité du mandat qui ne précisait pas le profil de gestion. La solution est doublement originale. En premier lieu, parce qu'elle sanctionne durement, non pas la gestion et ses résultats, mais le simple défaut d'une mention expresse dans le mandat. Elle en fait une mention essentielle, qui doit être sanctionnée par une nullité, nullité relative semble-t-il puisque la Cour y voit une obligation relevant de l'« ordre public de protection des investisseurs, partie faible aux contrats de mandat de gestion ». La Cour se démarque ainsi de la position française, qui ne fait pas de l'exigence d'un mandat écrit et, à plus forte raison, de la présence des mentions obligatoires, une condition de validité du contrat, mais une simple règle de preuve, et admet que l'existence d'un mandat tacite puisse être déduite de divers indices, notamment de son exécution sans réserve de la part du client informé des opérations par les avis d'opéré et les relevés périodiques²², et qui, dans ce prolongement, décide qu'en présence d'un mandat tacite et à défaut de preuve contraire, le gestionnaire doit privilégier une gestion en bon père de famille²³. La jurisprudence française n'en fait donc pas une règle d'ordre public, mais simplement de preuve, même si la doctrine paraît, quant à elle, moins unanime en faveur de cette solution²⁴. En second lieu, la Cour de révision de Monaco n'évoque pas la distinction qui s'installe de manière générale entre le client profane et le client averti. Elle offre sa protection à tout contractant. Mais, peut-être cela vient-il simplement du fait que la question n'avait pas été soulevée par le pourvoi. Au résultat, la sanction retenue est redoutable. Elle est certes très protectrice des clients, mais ne l'est-elle pas au-delà du raisonnable ? On peut préférer la position réaliste de la jurisprudence française²⁵.

Sur le second point, les conséquences de la nullité, la Cour de révision se montre pragmatique et approuve la cour d'appel d'avoir en partie écarté l'effet rétroactif de la

22. Cass. com., 10 mai 1994 : Bull. IV, n° 172 ; 2 novembre 1994 : Bull. IV, n° 319 ; CA Paris, 15^e B, 5 juillet 1996, n° 021852 et 1^{re} A, 28 février 1994, n° 931922 : *Dictionnaire permanent épargne et produits financiers*, vis « Gestion de portefeuille pour compte de tiers », n° 102.

23. Paris, 15^e B, 17 février 2006, n° 02/19856 : *Dictionnaire permanent épargne et produits financiers*, vis « Gestion de portefeuille pour compte de tiers », n° 102.

24. Pour la nullité : J.-J. Essombè Moussio, « Gestion de portefeuille », n° 212 et s., *Dictionnaire Joly Bourse et produits financiers*. Contre la nullité : H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2001, 3^e éd., n° 949, p. 860. Mme Meadel ne semble pas, non plus, faire entrer cette exigence dans l'ordre public boursier : *Les marchés financiers et l'ordre public*, Bib de droit privé, t. 478, LGDJ, 2007. En faveur, semble-t-il, du réalisme de la jurisprudence : M. Germain, « La responsabilité en matière de gestion individuelle sous mandat », Banque & Droit n° 70, mars-avr. 2000, p. 15.

25. M. Germain, préc.

nullité. Elle prend soin de rappeler le principe, « le contrat annulé est censé n'avoir pas existé en sorte que chacun est tenu de restituer à l'autre ce qu'il a perçu », mais ajoute aussitôt que, s'agissant d'un contrat à exécution successive, « la nullité produit les mêmes effets qu'une résiliation ». Cette position est assez conforme à celle de la jurisprudence française, qui applique de manière relative et avec réalisme le principe de la rétroactivité de la nullité aux contrats à exécution successive²⁶. En l'espèce, s'il est difficile de savoir à quelle solution était arrivée la cour d'appel, on comprend cependant qu'une distinction avait été retenue à propos de la restitution des titres, entre ceux directement acquis auprès de la société de gestion, dont elle avait exigé la restitution, et ceux acquis auprès de tiers, dont elle n'avait pas imposé la restitution pour préserver les droits des cédants. C'est ce qu'entérine la Cour de révision. La solution n'aurait probablement pas été différente en France.

Placement – Souscription – Échange des consentements – Annulation (non)

Cass. Com., 10 juillet 2007, Société Parisienne de Gestion. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des Marchés Financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 97.

Le contrat de placement est régi par le droit commun des obligations. En l'absence de vice du consentement, l'accord des parties confère à la souscription un caractère irrévocable.

L'affaire ici tranchée par la Cour de cassation est assez simple dans ses faits. Dans le cadre d'une émission d'obligations convertibles réalisée par une société admise au Nouveau marché, la Société Parisienne de Gestion (SPG), agissant pour le compte de l'un de ses clients, passait le 8 mars 2001 un ordre de souscription auprès d'un intermédiaire. Ce dernier, qui n'était en relation directe avec aucun des membres du syndicat de placement, était lui-même passé par un autre intervenant confirmé du marché primaire qui avait transmis la souscription auprès de l'un des co-chefs de file du syndicat de placement. Le même jour, l'intermédiaire confirmait par télécopie à la SPG la passation de l'ordre de la souscription. Le 12 mars, la SPG demandait l'annulation de son ordre de souscription. Celle-ci lui était alors refusée au motif que la souscription avait été clôturée par anticipation, comme le prospectus de l'opération en prévoyait la possibilité. La SPG refuse dans un premier temps de payer à son intermédiaire les obligations reçues, avec une très légère réduction, en contrepartie de sa souscription, pour finir par y procéder.

Apprenant peu après que la clôture de la souscription était en réalité intervenue seulement le 13 mars, la SPG entame quelques mois plus tard une procédure devant le tribunal de commerce de Paris pour obtenir l'annulation pour dol de son acquisition. Le 25 mai 2004, le tribunal fait droit à cette demande. La cour d'appel de Paris est alors saisie au motif que la souscription en date du

8 mars 2001, acceptée et exécutée le 9 mars, était ferme et irrévocable et ne pouvait pas faire l'objet d'une annulation. Observant²⁷ « qu'en l'absence de textes spécifiques régissant ce type d'opération, la souscription à un emprunt obligataire est soumise au droit commun des obligations », la cour considère que la souscription du 8 mars réalise l'acceptation de l'offre qui « manifeste la conjonction des consentements des parties dans les termes de l'offre et parfait le contrat entre émetteur et souscripteur à l'instant même où elle s'est jointe à celle-ci ». En l'absence de vice du consentement du souscripteur à la date de son acceptation de l'offre ou de non-respect des termes du contrat d'offre, la cour infirme donc le jugement du tribunal de commerce et déclare que la souscription ne pouvait l'objet d'une annulation.

Cet arrêt est attaqué par la SPG devant la Cour de cassation qui le confirme. Le premier moyen avait bien peu de chance de prospérer puisqu'il s'agissait de contester qu'il y ait accord sur la chose et le prix, permettant de valablement former le contrat, dès lors que la souscription avait été réduite. La Cour relève ainsi que s'il demeurait une incertitude quant au montant qui serait effectivement attribué au souscripteur, cette incertitude était prévue par la note d'opération et avait donc été acceptée par le souscripteur. Sur les autres moyens, la Cour de cassation relève que la souscription étant ferme, admettre sa remise en cause pour d'autres motifs que celui tenant au vice du consentement du souscripteur à la date de son acceptation de l'offre ou au non-respect des termes du contrat reviendrait à s'opposer à la détermination du montant de l'emprunt effectivement souscrit.

Cela semble être la première fois depuis bien longtemps²⁸ que la jurisprudence a l'occasion de confirmer l'analyse communément admise de la nature de la portée de la souscription, une acceptation irrévocable de l'offre de titres, donc de la souscription elle-même, un contrat synallagmatique²⁹, et non qu'un simple engagement de principe. Certes, il s'agit d'un contrat dont l'objet (le nombre de titres qui sera finalement attribué au souscripteur) n'est pas définitivement déterminé au moment de sa conclusion et qui est parfois soumis à une condition, la souscription intégrale des titres émis. Mais il faut convenir que « le contrat est parfait dès l'acceptation manifestée par la souscription »³⁰. Il s'agit donc bien d'un contrat, c'est-à-dire de la rencontre d'une offre et d'une acceptation qui engage les deux cocontractants comme le ferait la loi (C. civ., art. 1134), et non d'un avant-contrat.

27. CA Paris, 15^e B, 23 février 2006.

28. Voir Cass. Civ. 8 novembre 1904 : D. 1905, 1, p. 34.

29. Voir F-G. Trébulle, *L'émission de valeurs mobilières*, Economica, 2002, n° 352 et s.

30. Condition légale de principe mais largement aménagée pour les actions.

26. Ph. Malinvaud, *Droit des obligations*, Manuel Litec, 10^e éd., n° 392, p. 280. F. Terré, Ph. Simler et Y. Lequette, *Les obligations*, Précis Dalloz, 7^e éd., n° 400, p. 388.

AMF – Sanctions – Manquement à la bonne information du marché – Commissaires aux comptes

AMF, Marionnaud Parfumeries et KPMG, décision de la commission des sanctions de l'AMF du 5 juillet 2007 (affaire Marionnaud). Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 1050 et s. et 1067 et s.

Les commissaires aux comptes d'un émetteur ne sauraient soutenir que la mission de l'AMF de protéger l'épargne et de veiller à la bonne information du marché ferait obstacle à ce que la commission des sanctions soit saisie de griefs à leur rencontre.

Il convient de tenir compte de la répartition des travaux entre les co-commissaires aux comptes et de ne sanctionner que ceux qui étaient précisément chargés du contrôle des postes comptables en cause.

La décision rendue par la commission des sanctions de l'AMF le 5 juillet 2007 dans l'affaire Marionnaud retient l'attention, par l'importance des sanctions³¹ mais surtout par la question de principe posée : de la compétence de la commission des sanctions de l'AMF à l'égard des commissaires aux comptes³². La difficulté n'est pas nouvelle et a déjà fait l'objet de contentieux. Au fil des espèces, des arguments se sont révélés, mais peut-être pas encore les bons.

Dans un premier temps, les commissaires aux comptes ont tenté d'échapper aux poursuites de l'AMF en cherchant à faire admettre qu'ils ne participaient pas à la bonne information du marché, ce qu'ils ont encore invoqué dans la présente espèce et ce qui n'a pas, à nouveau, été admis par la commission des sanctions. La Cour de cassation³³, à la suite de la commission des sanctions de l'AMF, a déjà pris partie sur ce point et jugé, à juste titre, que la certification, parce qu'elle fait corps avec les comptes qu'elle vise, forme « une garantie essentielle de la fiabilité des données communiquées aux actionnaires et aux investisseurs ». Il est en effet patent que la certification participe de l'information des investisseurs et en est même l'un des éléments importants.

Un deuxième angle d'attaque a ensuite été tenté et a consisté à essayer de protéger le commissaire aux comptes personne physique qui accomplit la mission pour la société d'audit. Mais, là encore, la Cour de cassation ne les a pas suivis et a jugé que les textes relatifs aux sanctions que peut prononcer l'AMF lui ouvrent la possibilité de poursuivre toute personne³⁴. A cela s'ajoute que le droit des sociétés prévoit que, dans les sociétés de commissaires aux comptes, les fonctions de commissaire sont exercées, au nom de la société, par des commissaires

personnes physiques, associés, actionnaires ou dirigeants³⁵, c'est-à-dire par des professionnels en position d'indépendance, donc de responsabilité. Il ne peut en aller autrement s'agissant d'exercer une mission de contrôle au profit des actionnaires et du marché, s'agissant de sociétés cotées. De plus, si un doute avait pu naître, il n'aurait pas porté sur la possibilité de poursuivre le professionnel qui avait personnellement accompli le mandat, mais plutôt sur l'opportunité de poursuivre également la société, dès lors qu'il faut démontrer un manquement conscient et non simplement une faute involontaire.

Il reste un troisième angle d'attaque, plus frontal : les commissaires aux comptes, qui appartiennent à une profession libérale réglementée et relèvent, à ce titre, d'instances disciplinaires propres, peuvent-ils être également poursuivis et sanctionnés par l'AMF ? Ils ont tenté d'y échapper une première fois en prétendant que les textes relatifs au pouvoir de sanction de l'AMF ne pouvaient s'appliquer qu'à des professionnels des services d'investissement. L'argument était voué à l'échec, les textes étendant expressément le pouvoir sanctionneur de l'AMF à « toute personne »³⁶. C'est, en l'espèce, le même argument qui a été repris, mais rattaché à un fondement plus large, celui des missions de l'AMF. En l'occurrence, les commissaires aux comptes poursuivis ont essayé de faire juger que, la mission de l'AMF étant de protéger l'épargne publique et de veiller à la bonne information des investisseurs, cette autorité administrative n'aurait pas à s'occuper des commissaires aux comptes, leur rôle étant (ce que ne rappelle pas la décision) de veiller à la qualité de l'information comptable délivrée aux actionnaires, leur mission principale étant de certifier la régularité et la sincérité des comptes et l'image fidèle qu'ils donnent du patrimoine et des résultats de la société. Mais l'AMF n'a pas de difficulté à répondre que sa mission ne peut faire obstacle à ce qu'elle s'intéresse au rôle des commissaires aux comptes. En effet les missions de l'AMF sont définies de manière suffisamment ample pour que cette autorité puisse s'intéresser à tous ceux qui concourent à l'information du marché.

Les commissaires aux comptes poursuivis faisant en l'espèce valoir un argument particulier. Leurs dossiers de travail relatifs à la société et aux exercices en cause avaient fait l'objet du contrôle « ENA » (Examen national d'activité) mis en place depuis plusieurs années conjointement par l'autorité de régulation et la Compagnie nationale des commissaires aux comptes et n'avaient appelé aucune observation. Les professionnels en déduisaient que l'AMF ne pouvait plus les poursuivre à ce propos et qu'en le faisant, elle manquait à l'impartialité. L'argument pouvait difficilement prospérer, car l'examen national d'activité consiste simplement à vérifier la qualité des dossiers de travail des professionnels, ce qui en fait un examen sur pièces et de portée limitée. À cela s'ajoute l'argument de la commission des sanctions : de confusion il ne pouvait y avoir entre l'appréciation de la commission chargée d'évaluer la qualité des dossiers de travail, le CENA, et la

31. 1 000 000 et 500 000 euros à l'encontre des deux dirigeants, 500 000 euros à l'encontre de l'émetteur, 100 000 euros à l'encontre de l'une des sociétés de commissaires aux comptes et 40 000 euros à l'encontre de l'associé qui avait accompli la mission.

32. Voir cette chronique : Banque & Droit n° 109, sept.-oct. 2006, p. 60 ; Banque & Droit n° 104, nov.-déc. 2005, p. 59 ; Banque & Droit n° 99, janv.-févr. 2005, p. 40.

33. Cass. com. 11 juillet 2006, deux arrêts commentés dans cette Chronique, Banque & Droit n° 109, sept.-oct. 2006, p. 60. Décision de sanction de l'AMF du 18 novembre 2004 : Bull. Joly Société 2005, p. 768, note J.-J. Daigre ; Bull. Joly Bourse, juil.-août 2006, note B. Garrigues et S. Bonfils ; D. 2006, AJ, p. 2035, obs. A. Lienhard.

34. Art. L. 621-15-II.c, Comofi. ; art. 632-1 du RG de l'AMF.

35. Art. L. 822-9, C. com (ex-art. 225-218).

36. Voir art. L.621-15 Comofi.

commission des sanctions de l'AMF, qui sont totalement distinctes, la première étant constitués de représentants de la CNCC et des services administratifs de l'autorité de régulation, la seconde étant un organe distinct et indépendant du collège et des services de l'AMF.

Un dernier argument n'a toujours pas été invoqué semble-t-il, qui mériterait cependant d'être exploré, même s'il conduit plus à une conclusion de *lege ferenda* que de droit positif : est-il légitime que les commissaires aux comptes, qui relèvent d'une profession libérale réglementée et sont soumis à des règles et des instances disciplinaires propres, puissent également tomber sous le coup de la commission des sanctions de l'AMF³⁷ ? Certes, les sanctions prononcées par l'AMF à leur encontre sont uniquement pécuniaires et relèvent des sanctions administratives. Il n'en reste pas moins une confusion regrettable et un cumul discutable. La confusion vient de ce que les procédures et les sanctions administratives et disciplinaires ont été unifiées à l'occasion de la fusion de la COB et du CMF, de sorte que les textes ne les distinguent plus, alors pourtant que l'AMF ne peut être compétente disciplinairement qu'à l'égard des professionnels qu'elle agréé et contrôle, les prestataires de services d'investissement et que, pour le disciplinaire, les commissaires aux comptes ne peuvent relever que de leurs propres instances. Il faudrait revenir à une distinction nette des deux types de sanctions que peut prononcer l'AMF, les sanctions disciplinaires à l'égard des prestataires de services d'investissement et les sanctions administratives à l'égard des autres personnes (émetteurs, dirigeants, conseils, etc.). La question du cumul vient de ce que les commissaires aux comptes peuvent subir plusieurs sanctions pour les mêmes faits. Certes, il est habituel de considérer que le disciplinaire se distingue de l'administratif, de même que du pénal ; mais ne va-t-on pas trop loin et tout cela ne repose-t-il pas sur des distinctions artificielles ? Imaginons un commissaire aux comptes qui aurait participé à un délit d'initié : pour les mêmes faits, il pourra être poursuivi et sanctionné pénalement par un tribunal correctionnel, administrativement et pécuniairement par l'AMF et disciplinairement par le H3C. Est-ce acceptable, en soi et au regard du principe de proportionnalité ? La question mérite d'être soulevée et pourrait justifier une réflexion commune de la profession et de l'autorité de régulation.

La décision de l'AMF dans l'affaire Marionnaud rassurera néanmoins les commissaires aux comptes sur un point. En effet, s'agissant du contrôle des comptes des sociétés cotées, la règle est celle du co-commissariat, d'où la question de savoir si les deux professionnels sont solidaires dans la faute administrative ou s'il faut vérifier, cas par cas, quelle a été la mission exacte accomplie par l'un ou par l'autre. En l'occurrence, la commission des sanctions décide qu'il faut tenir compte du rôle effectif de chacun, selon ce qui est prévu dans le mandat. En l'espèce, la mauvaise information du marché venait d'une comptabilisation irrégulière des « marges arrières » d'une grande entreprise de la distribution de produits cosmé-

tiques et de parfumerie. Or, dans le mandat donné aux deux sociétés de commissaires aux comptes, une répartition des travaux avait été expressément prévue, dont il résultait que le contrôle des postes comptables afférents aux « marges arrières » était spécifiquement attribué à l'une seule d'elles. La commission des sanctions considère, en conséquence, que l'autre société de commissaires aux comptes ne pouvait être tenue responsable des défaillances de la comptabilisation de ces postes. Elle prend soin, cependant, de rappeler que l'autre co-commissaire ne peut avaliser tels quels les travaux de son confrère et doit effectuer une revue de ceux-ci, mais rappelle que la notion de « revue n'implique pas une duplication des travaux » selon l'art. 14 du Code de déontologie professionnelle. Aussi, constatant que le co-commissaire n'avait ni la mission, ni les moyens, ni la possibilité de déceler, dans le cadre d'une simple revue, les irrégularités couvertes par les travaux de son confrère, il ne pouvait être, en l'espèce, poursuivi et sanctionné.

Responsabilité civile PSI – Obligation d'information et de mise en garde – Jurisprudence de la 15^e chambre B de la cour d'appel de Paris – Précisions et confirmations

CA Paris, 15^e B, 8 février 2007 (05/10865 ; CA Paris, 15^e B, 8 février 2007 (05/10921) ; CA Paris, 15^e B, 22 septembre 2006 (Juris-Data n° 323350) ; CA Paris, 15^e B, 20 octobre 2006 (Juris-Data n° 323927). Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3^e éd. 2001, n° 914

- 1^{re} espèce : Le négociateur qui a également signé la convention de compte-titres conclue par le client avec le récepteur-transmetteur d'ordres est tenu, comme ce dernier, d'un devoir d'information et de mise en garde.
- 2^e espèce : En l'absence d'opérations spéculatives, le banquier qui propose à son client la souscription de produits de capitalisation doit l'informer des caractéristiques du produit proposé, mais n'est pas tenu d'une obligation de mise en garde.
- 3^e et 4^e espèces : La clause de la convention d'ouverture de compte stipulant la reconnaissance par le titulaire de sa parfaite connaissance du fonctionnement des marchés n'est qu'une clause de style insuffisante à mettre utilement un garde un client profane contre les risques inhérents à la passation d'ordres de bourse et à établir l'exécution de son obligation d'information par le prestataire ;
- 4^e espèce : L'obligation d'information et de mise en garde du client pesant sur la banque est d'autant plus étendue que les ordres sont passés par le réseau Internet ;
- 1^{re}, 3^e et 4^e espèces : Le client profane qui n'a pas bénéficié d'une information complète ni adaptée, ni à la conclusion de la convention, ni en cours d'exécution de celle-ci, alors qu'il investissait sur les marchés à terme, doit être indemnisé, mais son préjudice s'analyse en une simple perte de chance, aucune certitude ne pouvant être acquise qu'il aurait agi autrement s'il avait été pleinement informé des risques pris.

La quinzième chambre B de la cour d'appel de Paris, spécialisée en droit bancaire et boursier, précise sa jurisprudence relative à l'obligation d'information et de mise en garde.

Notons, en premier lieu, qu'elle confirme ne plus parler d'obligation d'information et de conseil, mais d'in-

37. Art. L.821 et s. C.com.

formation et de mise en garde, ce qui ne change rien à sa conception des obligations du professionnel, mais est plus juste quant à sa qualification. Le conseil est une recommandation précise et ne peut être dû que par le professionnel qui s'y est engagé, ce que la pratique appelle la « gestion conseillée ».

Dans la première espèce, elle précise le périmètre des professionnels redevable de ces obligations. Le prestataire en cause était le négociateur et tentait de s'exonérer en les renvoyant sur le récepteur-transmetteur d'ordres, seul en contact direct avec le client. Mais, la cour, constatant que la convention d'ouverture de compte avait été signée tant par le récepteur-transmetteur que par le négociateur et qu'aucune disposition contractuelle ni légale n'en déchargeait le négociateur, estime que celui-ci devait démontrer y avoir déféré. Deux enseignements simples en résultent : d'une part, la participation du négociateur à la convention de compte avec le client lui fait endosser la même obligation d'information et de mise en garde que tout autre prestataire, quel que soit le service en cause, négociation ou transmission-réception ; d'autre part, une clause contractuelle peut ne l'imposer qu'à l'un seul des deux cocontractants professionnels.

Dans la deuxième espèce, la cour distingue l'obligation d'information de l'obligation de mise en garde. Si elle fait, de la première, une obligation générale, qui pèse toujours sur tout prestataire qui entre en relation avec un client, elle limite la seconde aux opérations spéculatives. Aussi l'écarte-t-elle en l'espèce, le banquier ayant certes fait signer des mandats de gestion avec une orientation « dynamique », mais simplement proposé la souscription de produits de capitalisation. Bien que le profil de gestion choisi ait été a priori le plus risqué, elle constate que le client avait déjà précédemment investi dans des contrats comportant le même profil et que la banque n'avait pas recouru à des produits financiers nouveaux ou présentant des risques particuliers. Elle procède donc à une analyse concrète de la situation. On peut cependant se demander si, en l'occurrence, l'exonération du prestataire résulte de l'absence de caractère spéculatif des investissements ou du caractère averti des clients. Si le résultat est le même, la distinction n'en est pas moins importante sur le terrain probatoire : dans le premier cas, l'intermédiaire doit démontrer l'absence de caractère spéculatif (à terme) des opérations, dans le second, que le client n'était pas un profane.

Dans la quatrième espèce, la cour juge que l'obligation d'information et de mise en garde du client est d'autant plus étendue que les ordres ont été passés par internet. On peut comprendre cette affirmation, le client passant des ordres sans avoir le moindre contact avec un professionnel, de sorte qu'il court un risque plus grand. Mais l'obligation d'information et de mise en garde est-elle vraiment plus étendue ? La cour pourrait avoir plutôt voulu dire que les juges doivent être particulièrement attentifs à son respect. L'invitation a plus une portée pédagogique que juridique.

Pour préconstituer la preuve de l'exécution de leur obligation, certains prestataires ont introduit une clause dans leurs conventions stipulant que « le titulaire reconnaît avoir une parfaite connaissance de la réglementation et du fonctionnement

des marchés ». La cour ne s'en satisfait pas (3^e et 4^e espèces) lorsque cette clause est isolée dans les conditions générales et ne comporte aucune référence précise à la personne titulaire du compte. Elle y voit une clause de style, sans effet. Cela ne condamne pas ces clauses par principe et laisse entendre qu'elles peuvent être efficaces si elles ont été consciemment acceptées par le client, ce qui semble exiger qu'elles figurent dans les conditions particulières et précisent de manière concrète les raisons pour lesquelles le client signataire est un client averti.

Enfin, la cour confirme et justifie son analyse du préjudice du client en l'absence d'information et de mise en garde. Elle ne condamne l'intermédiaire qu'à indemniser, non pas la perte effectivement subie par le client, mais le préjudice résultant de la chance dont a été privé le client de subir moins de pertes ou de ne pas en subir du tout s'il avait été correctement informé. La cour explique que rien ne démontre en effet que le client aurait agi autrement s'il avait été mis en garde. Au résultat, elle lui accorde chaque fois une indemnité qui ne représente qu'une fraction variable de la perte. Elle ne s'explique pas sur son calcul, probablement parce qu'il s'agit, inévitablement, d'une appréciation plus en équité que mathématique, mais elle se garde bien de le dire, les évaluations forfaitaires n'étant pas admissibles en droit de la responsabilité civile, où les dommages-intérêts doivent compenser le préjudice effectivement subi.

AMF – Société de gestion d'OPCVM – Contrôle des ratios – Gestion sous mandat – Conflits d'intérêts – Champ d'application de l'indemnisation volontaire des clients

AMF, commission des sanctions, Décision du 19 juin 2007, Financière Galilée ; Décision du 14 juin 2007, Crédit du Nord, Clinique du Rond point des Champs-Élysées et autres. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des Marchés Financiers*, Litec 2001, 3^e éd., n° 959.

Une société de gestion d'OPCVM, même petite, doit disposer d'un service de contrôle interne susceptible de veiller au respect des ratios et à l'absence de rotation excessive des actifs (première espèce). Constitue un manquement, le fait pour un gérant de portefeuille d'acheter au nom de ses mandants les titres d'une société dont il a tout lieu de croire qu'ils appartiennent à un autre de ses clients gérés (deuxième espèce).

Ces deux décisions de la commission des sanctions sont ici reprises en raison de leur intérêt pédagogique. Si l'on peut s'interroger sur la nécessité pour l'AMF de publier le nom des parties lorsqu'elle rend une décision de sanction, ceci en raison notamment du risque d'image que cette publication peut faire supporter aux parties ainsi dénoncées, risque qui pourrait être parfois sans commune mesure avec la réelle gravité des faits reprochés, il n'en demeure pas moins que la publication des décisions de la commission des sanctions possède un réel intérêt pédagogique. En mettant en exergue certains faits, éléments ou pratiques des professionnels qu'elle commente ou qualifie, ces publications contribuent à la disparition de certaines pratiques qui, sans ce coup de projecteur, pourraient encore prospérer. Les deux décisions commentées entrent sans dans ce cadre.

La première, rendue le 19 juin 2007, concerne la société Financière Galilée et M. Frédéric Ohana. La société Financière Galilée, agréée comme société de gestion gère trois OPCVM, dont le fonds commun Galilée Croissance. La gestion de ce fonds, à l'époque des faits objets de l'enquête de l'AMF ayant conduit à la saisine de la commission des sanctions, était du ressort de M Frédéric Ohana. Ce fonds commun a été agréé sous la classification « diversifié », catégorie qui regroupe tous les OPCVM qui ne relèvent pas d'une autre catégorie. En conséquence, sa gestion est laissée à la liberté du gérant sous réserve cependant de respecter les divers ratios réglementaires. La gestion de cet OPCVM de taille réduite³⁸, par cette petite société de gestion, concentre l'essentiel des reproches qui peuvent être fait à une société de gestion. La décision de la commission des sanctions recense ainsi les points essentiels auxquels les sociétés de gestion, notamment les petites, doivent impérativement porter attention.

Le respect des ratios constitue un impératif primordial. La commission des sanctions relève que les engagements de l'OPCVM en valeurs mobilières sur les instruments financiers à terme ont, à plusieurs reprises dépassés la valeur de son actif. Ces dépassements répétés, l'on en dénombre onze sur près de six mois et pour des montants parfois significatifs, jusqu'à 222 %, sont, sans aucune contestation possible, constitutifs d'un manquement. Il en est de même des dépassements des ratios de division des risques, dépassés eux aussi à plusieurs reprises et pour des pourcentages significatifs, au cours de cette même période contrôlée. Le respect de ces ratios est essentiel pour la bonne sécurité des avoirs gérés et le maintien de la confiance des épargnants. L'on ne peut qu'être d'accord avec la commission des sanctions lorsqu'elle sanctionne de tels manquements même si elle tient compte dans le prononcé de sa sanction des mesures de régularisation mises en place depuis le contrôle.

Un autre manquement relevé a trait à la rotation excessive des actifs. Cette rotation anormalement élevée, incontestable elle aussi, près de 17 fois l'actif net moyen sur la période contrôlée, ne peut être justifiée par l'intérêt des porteurs lorsque que l'on constate qu'elle est à l'origine de frais liés aux opérations correspondant à près de 22 % des actifs du fonds. La rotation des actifs, même importante, n'est pas en elle-même une pratique condamnable, au contraire elle peut s'inscrire dans le cadre d'une stratégie de gestion active et offensive dont le souscripteur doit être informé. Mais au cas présent, l'importance des opérations et le montant des frais révèlent un dysfonctionnement grave affectant la gestion de ce fonds.

Ces manquements illustrent les conséquences d'un contrôle interne déficient. Là aussi, le constat ne souffre d'aucune contestation possible. Un contrôle de premier niveau inexistant se conjugait avec un contrôle de second niveau insuffisant, ce dernier omettant de recenser les opérations sur instruments financiers à terme. Car, et c'est l'un des griefs retenus et également à l'origine de la décision de la commission des sanctions, ces dépassements et cette rotation excessive des actifs procèdent

d'une insuffisance du dispositif de contrôle interne de la société de gestion. La mise en place d'un dispositif de contrôle interne efficace au sein des sociétés de gestion, y compris les plus petites, constitue un point important et incontournable. Son absence ou plus exactement son insuffisance laisse se perpétuer des pratiques contraires à la réglementation.

Dispositif de contrôle interne, respect des ratios, surveillance de la rotation du portefeuille et aussi, même si aucun grief n'a ici été retenu, respect des règles relatives à l'information des clients, constituent les quatre points que toutes les sociétés de gestion, quelle que soit leur taille doit impérativement respecter.

Mais au-delà de la situation de cette société, cette décision nous conduit à nous interroger sur deux autres aspects de la réglementation des OPCVM. Leur taille minimum constitue un premier axe de réflexion. Le montant minimum des actifs qu'un fonds commun doit réunir lors de sa constitution est de 400 000 euros. Si ce montant peut apparaître adéquate pour le temps de la constitution, peut on considérer, lorsque le fonds a atteint son régime de croisière, qu'un montant aussi faible soit à même de permettre une gestion collective des avoirs déposés ? Les actifs du fonds à l'origine de la sanction s'élevaient à moins d'un million d'euros. Dès lors, que représentaient les divers ratios, exprimés en pourcentage, de division des risques et d'engagement du fonds rapportés aux sommes en jeu ? Un actif d'origine aussi faible ne devait-il pas fatalement conduire le gérant à dépasser ces ratios, pour des sommes en définitive peu élevées mais qui exprimées en pourcentage subissaient un effet grossissant. Plus généralement, cette décision nous conduit à une réflexion sur l'aménagement de ces règles pour des OPCVM de faible importance ou encore à une augmentations sensible du montant des actifs gérés au sein des OPCVM entrés en vitesse de croisière quelques mois après leur constitution. A défaut de tels aménagements, comment être certain que ce type d'insuffisances, corrélées à la taille réduite de certaines sociétés de gestion, ne se poursuivront pas et ne seront pas encore demain constatées.

Une deuxième observation liée à cette décision a trait aux contrôles effectués par les tiers à la société de gestion, et plus spécialement l'établissement dépositaire. S'il existe des petites sociétés de gestion, il n'existe pas de petits établissements dépositaires. Cette mission est réservée à des établissements importants dotés des outils et de systèmes d'information nécessaires au bon accomplissement de leur mission. En dernière analyse, c'est bien sur eux que pèse une obligation de contrôle rapprochée des sociétés de gestion dans un but de protection de l'épargne investie. Or dans ce dossier, même s'il est rapidement fait mention de l'établissement dépositaire dans la décision de sanction, l'on ne le voit pas réellement apparaître. Et pourtant, cet établissement dépositaire a bien enregistré l'ensemble des opérations à l'origine des dépassements des ratios et d'une rotation excessive du portefeuille. Dès lors, l'on s'interroge. Soit l'établissement dépositaire a bien déclaré au gérant ces dépassements et a attiré son attention et alors l'on ne comprend pas que la décision ne fasse pas mention de ce fait important pour justifier de la reconnaissance de la responsabilité du gérant ainsi clairement informé. Soit, l'établissement dépositaire

38. L'actif de ce fonds au 31 décembre 2005 était de 975 000 €.

a omis de déclarer ces dépassements au gérant, le laissant ainsi ignorant, à la merci d'un contrôle interne déficient. Le rôle, les missions et les diligences accomplies par les établissements dépositaires dans de tels dossiers doivent être précisés, car ils sont importants. C'est pourquoi, et pour résoudre les difficultés liées aux difficultés rencontrées par les petites sociétés de gestion en ce qui concerne le suivi et la bonne application des règles relatives aux OPCVM, et à défaut de pouvoir les aménager pour les OPCVM de petite taille, l'opportunité d'une implication plus intense des établissements dépositaires pourrait être étudiée.

La deuxième décision de la commission des sanctions, rendue le 14 juin 2007 à l'égard du Crédit du Nord, de M. Christian Marty, de la Société Clinique du Rond point des Champs-Élysées et de M. Bernard Sillam, concerne elle aussi le monde de la gestion collective mais dans sa dimension gestion de portefeuille individuel. Longuement motivée, cette décision de sanction a trait à des opérations d'investissements réalisées par un gérant en charge au sein du Crédit du Nord d'un important portefeuille de clients individuels. En raison de l'importance et de la complexité de ce dossier, ne seront passés en revue que les seuls manquements présentant un intérêt dans le cadre de cette chronique car dépassant le seul cadre de l'affaire jugée.

Au titre des irrégularités relevées, la commission de sanctions devait se prononcer sur l'opportunité de sanctions à l'égard du Crédit du Nord dont l'organisation déficiente était considérée à l'origine des manquements. Ce volet du dossier n'a heureusement pas prospéré et la commission des sanctions a décidé de mettre hors de cause le Crédit du Nord. Heureusement, car les faits reprochés à l'établissement suscitaient un réel malaise. La notification des griefs à l'origine de la saisine de la commission des sanctions s'appuyait en effet pour une bonne part sur les conclusions d'un rapport de l'inspection générale de cet établissement concernant la direction du patrimoine et de la gestion d'actifs.

Ce rapport relevait des dysfonctionnements quant au suivi des portefeuilles gérés. À partir de ce document, l'AMF concluait que ces constatations étaient susceptibles de révéler des insuffisances dans l'organisation et le contrôle mis en place et de caractériser la violation de l'obligation de promouvoir l'intérêt des clients. Or, s'il est vrai que ce rapport avait relevé des dysfonctionnements et proposé un plan d'action pour y remédier, il n'avait pas pour autant constaté une violation de l'intérêt des clients qu'il appartenait à l'AMF de relever au vu de ses propres conclusions, ce qui n'a pas été semble-t-il le cas. S'il est exact que la lecture des rapports internes d'inspection constitue toujours pour les enquêteurs un élément important car ils leur donnent une vision du contexte dans lequel se déroule leur inspection, il n'en demeure pas moins qu'ils n'ont pas vocation à se substituer à l'action indépendante et autonome des collaborateurs de l'AMF.

Au-delà de ce premier point, cette affaire portait sur des investissements réalisés par un gérant dans une société, la clinique du Rond point des Champs-Élysées « CRPCE ». Ces investissements importants, effectués pour le compte de clients en gestion sous mandat, représentaient près de 6 % du capital de la société, ont été réalisés par blocs. L'un portant sur 50 000 titres est intervenu quelques jours après l'introduction, sans grand succès, sur le marché libre des

titres de cette société ou seuls 68 000 titres sur les 203 000 proposés avaient trouvé preneurs. Au total, cette opération avait permis aux dirigeants et actionnaires de la société CRPCE de céder la moitié des titres qu'il envisageait de céder lors de l'introduction des titres sur le marché libre. Cette opération, peut être hasardeuse, n'était toutefois pas critiquable en elle-même mais le devenait car le dirigeant de la société CRPCE était également un client du gérant à l'origine de la décision d'investissement. Le conflit d'intérêts était patent. Le gérant avait acquis très certainement auprès d'un de ses mandants des titres pour le compte de ses autres mandants, titres qui résultaient de l'échec de l'opération financière de mise sur le marché réalisée quelques semaines auparavant. Cette opération, au caractère atypique au regard de la composition des portefeuilles des clients gérés individuellement par le gérant et son importance au niveau du capital flottant de la société CRPCE était contraire au Code de déontologie du Crédit du Nord. Favorisant l'un des clients gérés au détriment éventuel des autres, elle n'obéissait pas à l'intérêt des clients acquéreurs. Cette opération justifie une décision de sanction à l'encontre du gérant. Cette décision permet de comprendre la notion de respect des intérêts de la clientèle car, au final, elle n'a pas été préjudiciable aux clients qui ont reçu les titres. Le conflit d'intérêts résultait des objectifs poursuivis par le gérant. Ce dernier poursuivait en réalisant cette opération deux objectifs contraires. D'une part, il permettait au vendeur de céder ses titres, ce qu'il avait vainement tenté de faire précédemment à travers une opération financière de mise sur le marché peu concluante. D'autre part il acquérait ces mêmes titres dans le cadre de la politique de gestion de ses autres clients. La décision du gérant concentrait deux objectifs contraires. C'est ce cumul, indépendamment des résultats financiers de l'opération qui est constitutif du conflit d'intérêts. Pour reprendre l'Évangile, ce gérant servait deux maîtres à la fois³⁹, critère clef révélateur d'un conflit d'intérêts. Plus généralement, cette décision permet d'attirer l'attention sur les multiples situations de conflit d'intérêts que les opérations dites de *private equity* sont susceptibles de révéler notamment lorsque les établissements promoteurs multiplient les interventions au titre d'un même dossier. Interventions au niveau des concours et des financements, du montage, des opérations patrimoniales des dirigeants et de leur famille et pour finir parfois même lors de la distribution et du placement des titres issus de cette chaîne d'opérations. S'il y a encore quelques années, de telles pratiques se rencontraient, elles ne sont plus admissibles aujourd'hui comme le rappelle à juste titre cette décision de sanction.

Si, appréciée quelques années après, cette opération ne s'est pas révélée négative pour les clients gérés, elle a dans un premier temps suscité des pertes importantes à l'origine de décisions d'indemnisations volontaires par le Crédit du Nord. Dès lors, il était reproché au Crédit du Nord d'avoir procédé à l'indemnisation des seuls clients qui en

39. Cf. H. de Vauplane : « La gestion des conflits d'intérêts dans les banques vis-à-vis de leurs clients », in *Droits de la personne : Ethique et Mondialisation, Actes des Journées Strasbourgeoises de l'Institut canadien d'études juridiques supérieures* 2004 éd. Blais, 2004, p. 31 ; et « Conflits d'intérêts et exercice multi-professionnel au sein des groupes bancaires », in *colloque Droit et commerce* 2006, RJ Com., spéc. p. 57

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

avaient fait la demande ce qui, pour l'AMF, aurait constitué une rupture de l'égalité de traitements des portefeuilles gérés. La décision de la commission des sanctions est sur ce point particulièrement intéressante car elle admet l'argumentation du Crédit du Nord qui cantonne la règle de l'égalité à celle de ces seules situations. Elle réduit ainsi la portée des mesures d'indemnisation aux seuls portefeuilles des clients l'ayant demandé. Cette interprétation stricte de ce principe doit être approuvée. Tout au plus, aurait-on apprécié que la décision d'indemnisation soit communiquée à l'ensemble des clients détenteurs de ces titres pour leur permettre de solliciter cette indemnisation. Or, la décision de la commission des sanctions est muette sur l'existence éventuelle d'une telle procédure qui aurait permis de placer cette décision dans son entier contexte ce qui est en définitive bien regrettable.

AMF – Commission des sanctions – Bilan d'activité 2006

Le rapport annuel 2006 de l'AMF retrace l'activité, au demeurant soutenue, de sa commission des sanctions en fournissant des éléments qui montre un alourdissement des sanctions pécuniaires prononcées.

Comme chaque année, le rapport annuel de l'AMF est riche d'informations et d'enseignements. Au niveau de la commission des sanctions dont les décisions constituent une source importante de cette chronique, on y relève ainsi quelques chiffres qui méritent l'attention.

- 35 procédures ouvertes en 2006, pour 30 menées à terme, dont 5 qui n'ont donné lieu à aucune sanction :
- 72 personnes concernées dont 45 sanctionnées, se répartissant en 20 personnes morales et 25 personnes physiques ;
- 43 sanctions pécuniaires prononcées pour un montant total de plus de 18 millions d'euros, dont environ un quart pèse sur des personnes physiques et dont la plus élevée dépasse 7 millions d'euros ;
- 5 blâmes, dont un non assorti d'une sanction pécuniaire, et 2 avertissements, dont un non assorti d'une sanction pécuniaire.
- 41 procédures restant en cours fin 2006, et 28 recours intentés au 31 décembre.

Ces éléments sont en effet particulièrement intéressants, rapportés à ceux fournis en 2005. On note ainsi que, si le nombre de procédures ouvertes (34) et de personnes sanctionnées (79) est relativement comparable, et que le nombre de sanctions pécuniaires prononcées est un peu moins élevé (35), leur montant est en revanche considérablement plus faible : un peu plus de 3,8 millions d'euros avec un maximum de 600 000 euros. Même en faisant abstraction de la sanction de plus de 7 millions d'euros qui présente un caractère quelque peu exceptionnel⁴⁰, une tendance réelle à l'alourdissement des sanctions pécuniaires est ainsi observable.

40. Prononcée pour une manipulation de marché : cf. cette chronique, Banque & Droit n° 108, p. 40.

AMF – Analyse financière indépendante – Commissions partagées

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 107.

Mi-mai 2005, l'AMF a modifié son règlement général afin de mettre en œuvre certaines recommandations issues du rapport Demandolx sur l'analyse financière indépendante, permettant la reconnaissance réglementaire de l'analyse financière dite « indépendante » et, l'introduction du mécanisme de la commission de courtage à facturation partagée.

L'actualité, et notamment celle liée à la transposition de la directive MIF, ne nous a pas permis lors de la dernière livraison de cette chronique, d'évoquer les modifications apportées par l'AMF à son règlement général⁴¹ afin de mettre en œuvre certaines des recommandations formulées en 2005 par le groupe de travail sur l'analyse financière indépendante⁴² présidé par M. de Demandolx, membre du collège de l'AMF. Il convient donc aujourd'hui de commenter un dispositif qui comporte plusieurs points d'attention et qui s'organise autour des deux axes principaux que sont la reconnaissance réglementaire de l'analyse financière dite « indépendante » d'une part, l'introduction du mécanisme de la commission de courtage à facturation partagée d'autre part.

1. Reconnaissance réglementaire de l'analyse financière indépendante

Cette reconnaissance est opérée par une large refonte des dispositions du règlement général ayant trait aux analystes financiers qui ne relèvent pas d'un prestataire de services d'investissement (RG AMF, art. 337-1 à 23).

Présomption d'indépendance

Le règlement général crée une présomption « d'indépendance d'appréciation » au profit des analystes ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement (RG AMF, art. 337-4), le bénéfice de cette présomption étant attaché à l'observation que les personnes concernées :

- n'ont aucun lien en capital avec les émetteurs sur lesquels elles produisent des analyses ou avec les conseils de ces émetteurs ;
- ont des liens en capital « limités » avec des établissements de crédit, des entreprises d'investissement⁴³ ;
- ne sont pas juridiquement liées à un émetteur sur lequel ils produisent une analyse, sauf si l'émetteur qui « lui a commandé une analyse s'est engagé à ne pas intervenir dans l'élaboration de cette analyse et à ne pas empêcher sa diffusion ».

41. Arrêté du 4 mai 2007 publié au JO du 16 mai 2007, soit le même jour que celui homologuant les modifications apportées au règlement général pour permettre la transposition de la directive MIF.

42. « Pour un nouvel essor de l'analyse financière indépendante sur le marché français » : ce rapport publié le 13 juillet 2005 a été soumis à consultation publique jusqu'au 30 septembre 2005 et la synthèse des réponses à cette consultation a été publiée le 20 décembre 2005.

43. Si les analystes ne peuvent détenir « aucune participation significative » dans le capital d'établissements de crédit ou d'entreprises d'investissement, ceux-ci en revanche peuvent détenir, directement ou indirectement, jusqu'au tiers de leur capital.

■ soient détenues majoritairement par des analystes financiers répondant aux conditions précédentes, s'il s'agit de personnes morales.

L'effet de cette présomption semble limité puisqu'en son absence l'analyste dit « indépendant », par ailleurs soumis à quasiment l'ensemble des règles qui s'appliquent aux analystes *sell-side* (RG AMF, art. 337-2), doit alors se doter « des procédures et des moyens propres à le garantir contre toute immixtion de [la personne en cause] dans l'exercice de son activité ». On relèvera en outre son caractère paradoxal dans un contexte où le principe fondamental que doit respecter tout personne produisant des analyses financières est que « l'analyse financière est élaborée avec probité, équité et impartialité » (RG AMF, art. 321-122). Comment en effet prétendre respecter ce principe si l'indépendance d'appréciation de l'analyste n'est pas totalement préservée ? En réalité, c'est cette présomption qui constitue la seule caractéristique permettant, au sein des analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement, de distinguer ceux qui sont considérés comme « indépendants » au sens du rapport Demandolx.

Charte d'éthique

Les analystes financiers ne relevant pas d'un PSI doivent se doter d'une charte éthique qui définit les « principes d'intégrité, d'indépendance de compétence et d'organisation qu'ils doivent respecter » ainsi que les « méthodologies selon lesquelles ils élaborent leurs analyses » (RG AMF, art. 337-6). Cette charte doit être consultable au siège social ou à l'adresse professionnelle de l'analyste financier et publiée sur son site Internet lorsque celui-ci existe. Ces obligations ne sont toutefois pas applicables lorsque les analystes financiers adhèrent à une association professionnelle reconnue par l'AMF.

Association professionnelle

Calquant étroitement le schéma retenu pour les Conseillers en instruments financiers, mais sans toutefois bénéficier de la délégation légale l'ayant permis⁴⁴, l'AMF met en place tout un dispositif de reconnaissance des associations professionnelles d'analystes financiers ne relevant pas d'un prestataire de services d'investissement (RG AMF, art. 337-7 à 18). Il appartient notamment à une telle association professionnelle d'élaborer un « code de déontologie » dont le règlement général précise les principaux éléments et d'assurer « l'actualisation des connaissances de ses adhérents par la sélection ou l'organisation de formations ».

Egalité d'accès

Il sera relevé, bien que les analystes dits « indépendants » ne soient pas seuls ici visés, que par ailleurs le règlement général impose désormais que « tout émetteur doit assurer en France un accès égal et dans les mêmes délais aux sources et canaux d'information que l'émetteur ou ses conseils mettent spécifiquement à la disposition des analystes financiers, en particulier à l'occasion d'opérations financières » (RG AMF, art. 223-10-1).

Cette formulation appelle deux observations. La première est relative à la portée des termes « en France » dont il semble qu'il faille déduire que tout émetteur, français ou non, qui « en France » fournit à des analystes financiers des informations doit alors assurer une égalité d'accès envers tous les analystes financiers. Voilà une règle qui n'est pas sans susciter des interrogations ! D'une part, parce qu'elle n'appréhende pas les émetteurs français qui fournissent « en dehors de France » des informations à des analystes financiers. D'autre part, parce qu'elle peut donner lieu à des situations juridiquement « stimulantes » lorsqu'un émetteur étranger est en cause... La seconde observation, peut-être plus fondamentale, a trait à la notion même d'analyste : en effet, pour assurer l'égalité de traitement ainsi mise en place, encore faut-il pouvoir déterminer qui est ou non analyste financier ! Or, seuls les analystes financiers employés par un prestataire de services d'investissement sont dotés de cartes professionnelles (RG AMF, art. 321-5) permettant de les identifier avec certitude⁴⁵... Sur quelles bases alors les émetteurs vont-ils pouvoir mettre en œuvre ce principe d'égalité de traitement au bénéfice de tous ceux qui sont censés en bénéficier ?

Recommandation AMF

Il sera noté que la publication des modifications du règlement général a été accompagnée d'une recommandation de l'AMF « relative à la production d'analyses indépendantes lors des opérations financières de taille significative et destinées à un public d'épargnants individuels ». Cette recommandation est destinée à mettre en œuvre l'une des préconisations du rapport Demandolx dont l'objet est d'éviter que dans le cadre de certaines opérations financières, les analyses financières soient seulement produites par les membres du syndicat de placement. Aussi, après avoir rappelé le principe d'égalité d'accès des analystes à l'information des émetteurs désormais inscrit dans son règlement général, l'AMF « invite les sociétés candidates à une introduction en Bourse ou préparant une augmentation de capital, lorsque l'opération est de taille significative et destinée à un public d'épargnants individuels, à mettre en œuvre les moyens nécessaires pour susciter et faciliter la production d'analyses de sources plus variées, au-delà du syndicat de placement ». Elle « préconise en outre que les sociétés et les membres du syndicat de placement mettent les analyses ainsi produites à la disposition du public sous un format et dans des conditions facilement accessibles ».

Cette recommandation, dont le poids pèse en fait sur les émetteurs, suscite une observation principale sur le raisonnement qui la sous-tend dans la mesure où celui-ci ne paraît que pouvoir s'appuyer que sur le postulat qu'étant utile, voire indispensable à la décision d'investissement, l'analyse financière constitue ainsi un quasi-droit pour l'investisseur individuel... ! Or, le droit de l'un, l'investisseur, constituant l'obligation de l'autre, l'émetteur, on ne peut que s'interroger sur la légitimité d'une telle obligation : la capacité à réunir l'information de marché disponible et à la traiter de manière appropriée est un service marchand à valeur ajoutée qu'il appartient aux investisseurs de souscrire s'ils le souhaitent, et non un service qui doit être mis à disposition de tous par les émetteurs. Certes à

44. Et organisée par l'article L. 541-4 du Code monétaire et financier,

45. Et d'ailleurs, le dispositif des cartes professionnelles n'existant pas partout en Europe, la problématique est plus large puisque l'on a du mal à imaginer que cette égalité d'accès ne pourrait bénéficier qu'aux analystes français.

ce stade, il ne s'agit que d'une recommandation et non d'une obligation. Notons toutefois qu'une « évaluation des suites que le marché donnera à la présente recommandation sera réalisée par l'AMF au cours du premier semestre 2009 ». Notons aussi qu'une autre façon de parvenir au même résultat serait que les investisseurs expriment eux-mêmes ce besoin et lient leurs souscriptions à la mise à disposition d'analyses financières réalisées en dehors du syndicat de placement : l'obligation n'est alors plus juridique, mais seulement commerciale...

2. Commission de courtage à facturation partagée

Lors d'une précédente chronique⁴⁶, nous avons eu l'occasion de faire un point sur la Charte de bonnes pratiques AFEI-AFG fixant le cadre des rémunérations par les sociétés de gestion des services rendus par les intermédiaires de marché, publiée en juillet 2006, et d'indiquer que des modifications du règlement général étaient en cours pour supporter réglementairement ce dispositif professionnel.

Le règlement général instaure ainsi le mécanisme de la commission de courtage à facturation partagée. Pour ce faire, au sein des frais d'intermédiation imputés aux portefeuilles gérés par une société de gestion de portefeuille (SGP), une distinction est tout d'abord introduite entre la rémunération des services d'exécution des ordres d'une part, et la rémunération des services d'aide à la décision d'investissement, qui recouvrent notamment

l'analyse financière (RG AMF, art. 322-41, 1°). Ensuite, il est prévu que la SGP « peut conclure des accords écrits de commission partagée aux termes desquels le prestataire habilité qui fournit le service d'exécution d'ordres reverse la partie des frais d'intermédiation qu'il facture au titre des services d'aide à la décision d'investissement et d'exécution d'ordres, au tiers prestataire de ces services » (RG AMF, art. 322-43). Ces accords ne doivent pas remettre en cause l'obligation de la SGP de devoir « obtenir la meilleure exécution possible des ordres » (RG AMF, art. 322-49), ni contrevenir aux règles spécifiquement applicables aux frais d'intermédiation (RG AMF, art. 322-43-1 et 322-43-2). Ces règles instaurent notamment une obligation de transparence lorsque les frais d'intermédiation ont, pour l'exercice précédent, représenté un montant supérieur à 500 000 euros. Un « compte rendu relatif aux frais d'intermédiation » doit ainsi préciser les conditions du recours aux différents types de services et la clé de répartition constatée entre ceux-ci. Par ailleurs, une instruction de l'Autorité donne une liste des services qui ne constituant, ni des services d'exécution, ni des services d'aide à la décision, ne peuvent faire l'objet de contrat de commission partagée.

Le mécanisme ainsi mis en place est destiné à se substituer au système actuel des commissions en nature, à l'issue d'une période de transition prenant fin au 1^{er} janvier 2008⁴⁷. L'AMF a en outre indiqué qu'une évaluation de l'application du mécanisme sur le marché français devrait être réalisée au cours du premier semestre 2009. ■

46. Voir cette chronique, Banque & Droit n° 109, sept-oct. 2006, p. 63.

47. Par abrogation à cette date de l'actuel article 322-44 du règlement général qui autorise ce mécanisme.

Das Kapital? C'est une revue sur l'asset management?

www.revuebanquelibrairie.com

La librairie spécialisée dans la banque et la finance

