

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



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
Directeur adjoint,
Banque Fédérale des Banques Populaires

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

PSI – Devoir d'information et de conseil – Devoir de mise en garde

CA Poitiers, 14 août 2008, Courtois c/ CRCAM de la Touraine et du Poitou ;
CA Paris, 15^e B., 6 novembre 2008, Guillaume c/ SA Barclays Finance ;
CA Paris, 15^e B., 22 janvier 2009, SA Banque privée Fideuram c/ Garmendia.

Un établissement bancaire est tenu, dans le cadre de son devoir d'information et de conseil, d'attirer spécialement, personnellement et de manière expresse l'attention de ses clients sur les risques des opérations de placement qu'il leur propose, et n'est dispensé de cette obligation que si ces derniers en ont une connaissance personnelle.

L'intermédiaire financier est tenu d'une obligation d'information et d'un devoir de mise en garde envers l'investisseur profane.

En manquant à ses obligations d'information relatives aux risques, la banque a fait perdre à son client une chance de prendre une décision d'investissement plus judicieuse, notamment en ne prenant pas de position à découvert, en réduisant ses positions ouvertes ou en ajustant sa couverture afin d'éviter une liquidation d'office dans un contexte boursier défavorable.

Ces trois décisions inédites signalées par *Juris-data*¹ sont présentées, moins pour leur intérêt individuel que pour les réflexions que peut suggérer leur rapprochement. Toutes reprochent à un intermédiaire financier de n'avoir pas suffisamment informé un investisseur profane.

Dans la première, un établissement bancaire avait, semble-t-il, commercialisé des parts ou actions d'OPCVM. Il lui est reproché d'avoir manqué à son devoir d'information et de conseil en ayant remis une documentation peu lisible pour un profane, documentation se contentant de mentionner les caractéristiques techniques du produit sans préciser clairement le risque de perte en capital et sans rappeler les performances des placements, alors qu'ils subissaient un fort ralentissement.

Dans la deuxième, un intermédiaire avait, semble-t-il, commercialisé des actions cotées sur des marchés étrangers et sur les Second et Nouveau marchés fran-

çais. Il lui est reproché d'avoir manqué à son obligation d'information et à son devoir de mise en garde car les documents d'information n'étaient pas suffisamment clairs pour avertir l'investisseur des risques courus – en particulier en ne le mettant pas en garde contre le risque de perte en capital.

Dans le troisième, le prestataire avait reçu des ordres à service de règlement différé et avait liquidé d'office les positions du client faute, semble-t-il, de paiement des ajustements de la couverture. Il lui est reproché d'avoir manqué à son obligation d'information relative aux risques en ne précisant pas assez clairement les insuffisances de la couverture, ce qui aurait fait perdre au client une chance de prendre une décision d'investissement plus judicieuse.

Qu'est-ce qui justifie le signalement concomitant de ces trois décisions, alors que, sous réserve des faits, qui ne sont que succinctement résumés par *Juris-data*, elles viennent alimenter un courant jurisprudentiel désormais bien installé ?

En premier, les variations sur l'obligation de l'intermédiaire face à un client investisseur :

- obligation d'information et de conseil pour l'une ;
- obligation d'information et de mise en garde pour les autres.

La cour d'appel de Poitiers a, selon ce que l'on peut lire dans le résumé, reproché à la banque d'avoir remis une documentation « particulièrement peu lisible pour un investisseur profane, se contentant de mentionner les caractéristiques techniques du produit, sans mentionner clairement le risque de perte en capital et sans rappeler les performances des placements, alors qu'ils subissaient un fort ralentissement ». Voilà qui semble exclusivement relever de l'obligation d'information et non de celle de conseil et donne le sentiment que l'accolement des deux relève moins de la volonté de les distinguer et de les imposer cumulativement, que de l'expression toute faite et redondante. Il est vrai que le double qualificatif a été utilisé d'autres fois, mais la Cour de cassation s'en tient à une obligation d'information², même si elle est particulièrement renforcée en ce domaine³. Mieux

1. *Juris-data* n° 376 430. ; *Juris-data* n° 376 434. ; *Juris-data* n° 376 057.

2. Cass. com. 24 juin 2008 : *Banque et Droit* n° 120, chronique de droit financier et boursier, p. 23 ; Com. 16 décembre 2008 : *Banque et Droit* n° 124, chronique de droit financier et boursier, p. 35.

3. Voir Th. Bonneau et F. Drummond, « Droit des marchés financiers », 2^e éd., Economica, n° 381 ; S. Bonfils, « Le droit des obligations dans l'intermédiation

vaut jouer sur l'intensité du devoir d'information que de parler d'obligation de conseil, car les deux ne doivent pas être confondues et la seconde conduit à trop exiger, spécialement dans le secteur financier.

• Le devoir d'information a un caractère neutre : il s'agit de donner à l'intéressé tous les éléments lui permettant de se décider en connaissance de cause, même s'agissant de ceux qui concernent sa propre situation et ses objectifs.

• L'obligation de conseil revêt un caractère incitatif : il s'agit d'orienter le client vers un placement, en opportunité, ce qui ne devrait pas relever du rôle du simple intermédiaire.

Dans la mise en œuvre d'une simple mission d'intermédiaire, celui-ci ne fournit pas un service particulier ; dans le conseil, il s'implique, donne une opinion et fournit une prestation particulière. Certes, la distinction est parfois ténue, elle n'en doit pas moins être retenue, non seulement de manière générale, mais précisément dans le secteur financier où le conseil est désormais un service juridiquement identifié par la directive Mif, le conseil en investissement financier.

Notons, enfin, que l'un des reproches retenus par la cour est à double tranchant : ne pas avoir rappelé les performances antérieures. En effet, même s'il s'agit d'un élément d'information important, il est dangereux dans la mesure où, s'il est positif, le néophyte peut y trouver une incitation supplémentaire à souscrire. À l'inverse, des performances médiocres peuvent le dissuader, alors que, dans nombre de cas, elles peuvent permettre d'espérer une progression intéressante. En matière financière, le passé, s'il est utile à connaître, ne préjuge pas de l'avenir⁴. Dès lors, le rappel des performances antérieures ne peut être pertinent que s'il se fait sur une certaine durée et avec précaution.

Mieux vaut parler, comme le fait la cour d'appel de Paris dans l'arrêt du 6 novembre 2008, d'obligation d'information et de mise en garde, du moins dans l'hypothèse prétorienne désormais classique du client profane qui réalise des investissements dits spéculatifs. On sait, suite à l'arrêt Buon⁵, qu'alors l'intermédiaire doit attirer l'attention du client sur le risque couru. Mais, depuis l'origine, existe une difficulté relative à la détermination des opérations spéculatives imposant ce devoir d'alerte. Jamais la jurisprudence ne les a précisément définies. Si la notion semble être née pour les opérations sur les marchés à terme et en particulier, à l'époque, pour les opérations du marché à règlement mensuel dont le service de règlement différé est le successeur, la jurisprudence ne se limite pas à cette hypothèse et tend à retenir une application large. Tel est le cas en l'espèce : elle est appliquée à des placements en actions opérés sur des marchés étrangers et sur les ex-

Second et Nouveau marchés français. Il est vrai que la notion de spéculation est protéiforme⁶.

Autre remarque commune à ces affaires : les magistrats reprochent aux intermédiaires d'avoir établi des documents d'information qui n'étaient pas suffisamment clairs pour avertir l'investisseur sur les risques courus. Pour remplir le devoir d'information, il ne suffit pas que l'intermédiaire remette des documents techniques, il faut encore qu'ils soient lisibles, donc clairs pour un profane. Il ne sert à rien, en effet, de le noyer sous un monceau d'informations techniques, exhaustives mais difficilement intelligibles. Parce que la protection prétorienne est accordée au profane, il faut que l'intermédiaire utilise également un langage profane et non celui du spécialiste. Certes, l'effort à faire est d'autant plus grand, mais c'est à ce prix que les clients seront réellement informés et ne pourront plus se plaindre du résultat, s'il est négatif. Peut-être cet effort de synthèse clarificatrice pourrait-il également présenter un intérêt pour les conseillers commerciaux.

Dans le troisième arrêt, également de la 15^e chambre B de la cour d'appel de Paris, l'hypothèse jugée mérite qu'on s'y arrête. Selon ce que l'on croit comprendre, le client avait passé des ordres à service de règlement différé et les appels de complément de couverture avaient été faits, mais dans des conditions d'information insuffisamment précises ou claires. Il semble que la banque avait simplement indiqué au client « le montant des dépassements présentés par son compte » et ne l'avait pas informé « du montant en valeur absolue des compléments nécessaires à la reconstitution de la couverture exigée ». La cour estime qu'en manquant à son obligation d'information, la banque a fait perdre à son client « une chance de prendre une décision d'investissement plus judicieuse, notamment en ne prenant pas de position à découvert, en réduisant ses positions ouvertes ou en ajustant sa couverture afin d'éviter une liquidation d'office dans un contexte boursier défavorable ». La cour voit donc dans la couverture un élément d'information essentiel dans les opérations à terme, comme l'avait fait la Cour de cassation dans l'arrêt Buon⁷, mais elle se montre particulièrement exigeante en l'espèce. Cette solution est d'autant plus notable qu'elle n'est plus nécessaire depuis que le défaut d'appel de la couverture ou de ses ajustements postérieurs est une faute civile en soi⁸.

Ce que l'on voudrait noter pour terminer, c'est que ces décisions s'inscrivent dans une ligne prétorienne connue, mais anticipent l'application des nouveaux textes issus de la Mif. Là où, auparavant, le Code monétaire et financier n'imposait que des obligations générales, dénommées règles de bonne conduite, posées initialement par la loi de modernisation des activités financières du 2 juillet 1996, elle-même introduite en application de la directive service d'investissement, le dispositif légal nouveau est infiniment plus disert. Au-delà de l'obli-

financière », préface M.A. Frison-Roche, LGDJ, Droit & Economie, n° 215 et s.

4. Sur ce point, on renvoie particulièrement à l'article 27-4 de la directive d'application de la directive Mif (dir. 2006/73/CE) qui prévoit des conditions particulières lorsque l'information donnée au client « contient une indication des performances passées », et notamment une mention précisant que « les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des résultats futurs ».

5. Cass. com. 5 novembre 1991 : Bull. Joly Bourse 1993, p. 292, note F. Peltier.

6. Voir Anne-Dominique Merville, Les aspects juridiques de la spéculation en droit privé, thèse soutenue le 17 décembre 2001, sous la direction du Professeur Yves Guyon, Paris 1.

7. Cass. com. 5 novembre 1991 : Bull. Joly Bourse 1993, p. 292, note F. Peltier.

8. Cass. com. 26 février 2008 : Banque et Droit n° 118, chronique de droit financier et boursier, p. 24 ; Cass. com. 1^{er} juillet 2008 : Banque et Droit n° 121, chronique de droit financier et boursier, p. 35 ; Cass. com. 4 novembre 2008 : Banque et Droit n° 122, chronique de droit financier et boursier, p. 32 ; Banque et Droit n° 123, chronique de droit financier et boursier, p. 26.

gation – pétition... – de principe très large qui impose au prestataire d'agir « d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché », ce qui, dans une société idéale, devrait suffire (art. L. 533-1), le Code monétaire et financier précise désormais de manière très détaillée les diverses obligations qui s'imposent au prestataire de services d'investissement, obligations qui se diversifient en fonction de la nature de l'activité. Ainsi, toutes les informations adressées à des clients doivent présenter un contenu « exact, clair et non trompeur », « leur permettant raisonnablement de comprendre la nature du service d'investissement et du type spécifique d'instrument financier proposé ainsi que les risques y afférent », tout cela « afin que les clients soient en mesure de prendre leur décision d'investissement en connaissance de cause » (art. L. 533-12). Par ailleurs, le prestataire doit s'informer des connaissances et de l'expérience du client en matière d'investissement, de sa situation et de ses objectifs. S'il s'agit d'un service autre que de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille, ces informations doivent mettre le prestataire « en mesure de déterminer si le service ou le produit proposé aux clients ou demandé par ceux-ci leur conviennent », pour faire en sorte que le service ou le produit soit approprié à leurs besoins. S'il s'agit d'un service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille, ces informations doivent permettre au prestataire de « recommander les instruments financiers adaptés ou gérer leur portefeuille de manière adaptée à leur situation » (art. L. 533-13) – ce qui paraît plus exigeant, mais n'est pas fondamentalement différent, du moins s'agissant de la nature de l'obligation car, que le service soit approprié ou adapté correspond plus, nous semble-t-il, à une différence de degré que de nature. L'obligation de s'informer des connaissances et de l'expérience du client pour lui fournir un service ou un produit approprié cesse cependant lorsque le service porte sur un instrument financier non complexe, lorsqu'il est fourni à l'initiative du client et dès lors que ce dernier a été informé que le prestataire n'évaluerait pas le caractère approprié du service ou du produit et que ce dernier n'est pas en conflit d'intérêt.

Au résultat, l'étendue et le contenu légaux de l'obligation du prestataire ne laissent plus guère de place à l'obligation prétorienne d'information. Dès lors, la jurisprudence citée n'est peut-être plus que la queue de la comète. Il est d'ailleurs frappant que la Cour de cassation ait peu à peu adopté, par anticipation, les mêmes exigences concrètes.

AMF – Commission des sanctions – Membre ayant déjà entendu dans une autre procédure la personne poursuivie – Impartialité – Manquement (non) – Faits différents.

Cass. com. 7 avril 2009, n° 08-13-077 ;

Cass. com. 7 avril 2009, n° 08-13-079.

Le fait, pour un membre de la Commission des sanctions, d'avoir participé à la formation qui a sanctionné le dirigeant d'une société alors que, en qualité de rapporteur il l'avait entendu dans une autre procédure et n'avait pas accordé crédit à ses déclarations, ne méconnaît pas les exigences

de l'art. 6 § 1 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales dès lors que ce membre n'avait pas pris, en qualité de rapporteur dans la première affaire, une position ou émis une appréciation pouvant constituer un préjugé à l'égard de la seconde affaire et que les manquements et les faits étaient différents dans les deux procédures.

Ces deux arrêts ont été rendus le même jour dans deux affaires liées et retiennent la même solution : un membre de la Commission des sanctions peut participer à l'instruction et au jugement de deux affaires distinctes sans manquer à l'obligation d'impartialité formulée par l'article 6 § 1 de la Convention européenne des droits de l'homme (CEDH).

- Dans la première espèce, une société avait été sanctionnée par l'AMF pour avoir perturbé l'établissement des cours – ce dont on ne discutera pas ici – et son dirigeant avait été entendu par le rapporteur au cours de l'instruction de l'affaire.

- Dans la seconde, ce dirigeant avait été personnellement sanctionné en qualité de dirigeant d'une autre société pour avoir transmis des informations inexacts au marché, faits dont il ne sera pas non plus question ici.

Les deux procédures ont suivi un chemin parallèle, les deux décisions de sanction ayant été rendues à quelques jours d'intervalle et les arrêts de la cour d'appel de Paris et de la Cour de cassation le même jour. Tant devant les juges du fonds que devant la Cour de cassation, les personnes poursuivies dans les deux affaires ont reproché aux juges d'avoir refusé de prendre en compte le fait que le rapporteur avait, dans la première affaire, entendu en qualité de simple témoin la personne sanctionnée dans la seconde et avait participé à la formation de jugement dans cette dernière. Or, en qualité de rapporteur dans la première affaire, il avait refusé de faire crédit aux déclarations de l'intéressé, ce qui aurait justifié un soupçon de partialité dans la seconde. Dans les deux, les demandeurs au pourvoi estimaient que la participation du rapporteur de la première affaire à la formation de jugement de la seconde avait pu « introduire un doute légitime et objectif sur l'absence de préjugé de ce membre de la commission de sanction » pour la raison qu'en qualité de rapporteur dans la première affaire il n'avait « pas cru aux explications fournies par M. X... ».

La Cour de cassation rejette fermement ce moyen, par des arrêts qui ne sont pas destinés à être publiés au Bulletin. Elle juge que « le fait, pour le rapporteur désigné dans une procédure ayant conduit à la sanction du dirigeant d'une société, d'avoir entendu ce dernier, n'impliquant pas, quel qu'il ait été le crédit accordé par lui aux déclarations reçues à cette occasion qu'il ait pris une position ou émis une appréciation pouvant constituer un préjugé sur les manquements distincts reprochés à cette même société, sur le fondement de faits différents et dans une autre procédure », de sorte que la participation du rapporteur « à la décision statuant sur ces derniers manquements ne méconnaît pas les exigences de l'art. 6, § 1 de la Convention de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales ».

La décision nous paraît justifiée. Que, dans une affaire, le rapporteur n'ait pas donné crédit aux explications d'une personne entendue comme témoin ne peut, en soi, faire

naître un doute sur l'indépendance d'esprit de ce rapporteur, sauf s'il avait pris, à cette occasion, ainsi que le précise la Cour de cassation, une position ou émis une appréciation pouvant constituer un préjugé sur l'autre affaire, ce qui aurait constitué un manquement à l'impartialité subjective ou personnelle. Ce n'était pas le cas en l'espèce. Plus encore, le simple fait que le même juge, au sens fonctionnel du terme, ait entendu une personne en qualité de témoin dans une affaire et ait eu à la juger dans une autre affaire ne doit pas permettre d'alimenter un soupçon de partialité – c'est-à-dire un manquement à l'impartialité objective – au regard de l'article 6 § 1 de la CEDH. Pour qu'il puisse y avoir un risque d'impartialité objective ou fonctionnelle, il faudrait que le juge soit intervenu deux fois dans la même affaire. En effet, la Cour européenne des droits de l'homme comme la Cour de cassation et le Conseil d'État exigent une identité de faits et de parties. Selon des auteurs, « l'absence d'identité chasse la partialité », et cela vaut pour la matière civile comme en matière pénale⁹. Tel n'était pas le cas dans les deux affaires commentées :

– dans la première, seule la société dirigée par la personne entendue a été poursuivie et sanctionnée, et l'a été pour manipulation de cours ;

– dans la seconde, seule la personne entendue dans la première affaire a été poursuivie et sanctionnée, et l'a été en raison de son action personnelle à la tête d'une autre société et pour manquement à la bonne information du marché, donc pour une qualification et des faits différents.

La Cour de cassation ajoute une remarque générale : l'article 6, § 1 de la Convention « n'a pas pour effet d'interdire aux membres d'un tribunal de juger une personne au seul motif qu'ils lui auraient donné tort dans une autre affaire ». Cette remarque est à la fois de l'ordre de la logique et de la nécessité :

– de la logique, car l'opinion d'un magistrat dans une première affaire ne peut être présumée emporter la même opinion de ce magistrat dans une autre affaire, dès lors que les faits et les reproches sont différents (sauf si le magistrat a, par anticipation, manifesté un manque d'impartialité à l'égard de l'autre affaire) ;

– de la nécessité car, à défaut de risque réel, il ne faut pas rendre impossible la mission des juges.

Commission des sanctions – Délais de prescription – Impartialité de l'instruction – Commissions excessives – Fourniture d'informations tronquées.

AMF, Com. des sanctions, 4 novembre 2008, Global Gestion et autres.

L'invalidation des diligences du rapporteur est sans effet sur la validité des actes dissociables de sa mission, accomplis hors du champ de sa compétence par une personne n'agissant pas sous son autorité, ce qui est le cas, d'une part, de la convocation à la séance de sanction, adressée par le président de la Commission des sanctions et, d'autre part, du prononcé de la décision de sanction elle-même. Ces actes

interrompent donc le cours du délai de prescription de trois ans applicable devant la Commission.

Le fait que l'une des appréciations formulée par le nouveau rapporteur rejoigne le point de vue de son prédécesseur, auquel il s'est référé en se l'appropriant, ne saurait remettre en cause ni son impartialité, ni la validité de son rapport dès lors que cette appréciation résulte d'un nouvel examen des faits et d'une réflexion personnelle.

Sont sanctionnables des marges excessives, non justifiées par la qualité des services rendus, dont le montant est dissimulé au client par la production de fausses informations.

Publiée en mars 2009, la décision de la Commission des sanctions du 4 novembre 2008 retient l'attention par plusieurs aspects, qui méritent que l'on s'y arrête : les uns ont trait à des questions de procédure qui ne sont pas souvent évoquées ; les autres au fond de l'affaire, et principalement aux fondements qui permettent à l'AMF de discuter le caractère raisonnable de la rémunération prélevée par un intermédiaire sur les opérations qu'il accomplit pour un client.

Sur la procédure

La décision ici examinée a ceci de particulier qu'elle concerne une affaire déjà jugée par la même Commission des sanctions le 6 avril 2006, mais dont les sanctions alors prononcées contre certains mis en cause ont été annulées par le Conseil d'État au motif de la méconnaissance du principe d'impartialité par le rapporteur, celui-ci exerçant alors des fonctions dans une société concurrente de l'une des sociétés sanctionnées¹⁰. L'on sait d'ailleurs que ce sont notamment ces annulations qui ont conduit à l'introduction d'une possibilité de récusation préalable des membres de la formation appelée à délibérer de l'affaire, voire éventuellement du rapporteur¹¹ (Comofi, art. L. 621-15, III bis et R. 621-39-1 et s.).

Dans ce contexte, il ne paraît pas très étonnant que les défendeurs aient tenté de faire valoir au moins deux moyens de procédure, qu'au demeurant la Commission des sanctions ne suit pas.

Le premier concernait l'application du délai de prescription alors qu'il est de règle que la Commission des sanctions « ne peut être saisie de faits remontant à plus de trois ans s'il n'a été fait pendant ce délai aucun acte tendant à leur recherche, à leur constatation ou à leur sanction » (Comofi, art. L. 621-15, I). Il était ainsi soutenu qu'entre le 11 février 2004, date de la notification des griefs initiale, et le 11 décembre 2007, date de la reprise de la procédure de sanction après les annulations prononcées par le Conseil d'État, il n'était survenu aucun acte interruptif de la prescription, soit parce que les actes accomplis entre-temps auraient été entachés d'irrégularités compte tenu de l'annulation prononcée, soit parce qu'ils n'auraient pas pu être regardés comme ayant eu pour objet de rechercher, constater ou sanctionner les faits qui fondent la procédure de

9. S. Guinchard et autres auteurs, « Droit processuel », Précis Dalloz, 5^e éd., n° 387, p. 833.

10. V. cette chronique, Banque & Droit n° 115, septembr-octobre 2007, p. 32.

11. V. loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier : cette chronique, Banque & Droit n° 117, janvier-février 2008, p. 36.

sanction engagée. Pour répondre à cette argumentation, la Commission des sanctions délimite tout d'abord précisément le champ des annulations prononcées par un raisonnement qui s'appuie sur l'observation que les arrêts « sont exclusivement fondés sur un défaut d'impartialité du Rapporteur » : il en résulte, estime-t-elle, que les annulations prononcées « emportent invalidation des diligences de ce Rapporteur et de leurs résultats, tels que consignés dans ses rapports », mais qu'elles « sont en revanche sans effet sur la validité des actes dissociables de la mission du Rapporteur, pour avoir été accompli, hors du champ de sa compétence par une personne n'agissant pas sous son autorité ». Dans ce cadre, deux actes au moins sont relevés qui entrent dans ce périmètre qui, tout en ayant été accomplis à l'intérieur du délai de prescription, étaient « indispensables » à la poursuite de la procédure de sanction. Le premier concerne la convocation à la séance de sanction, adressée par le président de la Commission des sanctions le 2 mars 2006. Le second concerne le prononcé de la décision de sanction elle-même, le 6 avril 2006, pour laquelle il est relevé, d'une part, qu'elle a acquis l'autorité de chose jugée pour trois autres mis en cause, qui n'ont pas formé de recours, et, d'autre part, que les annulations prononcées par le Conseil d'État ont porté sur certaines sanctions, mais non sur « la décision de la Commission des sanctions elle-même, qui subsiste en certaines de ses dispositions ». Pour conforter le raisonnement ainsi mené, il faut d'ailleurs noter que la décision prend soin de l'asseoir sur l'observation d'« une jurisprudence constante », au titre de laquelle est notamment cité un arrêt de la Cour de cassation du 13 juillet 2004¹².

Le second moyen utilisé en termes de procédure concernait la régularité du rapport établi par le nouveau rapporteur désigné par la Commission des sanctions : il était en effet soutenu « que le nouveau rapport serait entaché d'irrégularité pour avoir fait référence à certains développements de l'ancien ». Pour y répondre, la Commission des sanctions note tout d'abord que, « après avoir examiné les éléments de l'enquête et instruit lui-même l'affaire, notamment en procédant à de multiples auditions, [le « nouveau » rapporteur] a, comme c'était son rôle, porté, sur l'ensemble du dossier, diverses appréciations ». À cet égard, elle relève particulièrement que le fait que l'une de ces appréciations « rejoignait le point de vue du précédent Rapporteur, auquel il s'est référé en se l'appropriant » ne saurait remettre en cause ni son impartialité, ni la validité de son rapport « dès lors [que cette appréciation] résulte d'un nouvel examen des faits et d'une réflexion personnelle ». Elle indique ensuite « qu'il ne saurait être reproché au Service de l'Instruction et du Contentieux des Sanctions de l'AMF d'avoir, conformément à sa mission et dans le plein respect des textes en vigueur, assisté le Rapporteur lors de l'instruction du dossier », étant d'ailleurs souligné qu'à « le supposer démontré, ce qui n'est aucunement le cas, serait inopérant l'argument tiré d'un prétendu défaut d'impartialité de ce Service, qui n'exerce aucun pouvoir et n'apporte qu'un concours purement technique au Rapporteur, seul maître de ses décisions ».

Par ailleurs, et l'on sent là son souci d'être irréprochable sur le plan de la procédure, la Commission des sanctions prend le soin de préciser qu'elle « s'appuiera exclu-

sivement sur les éléments recueillis lors de l'enquête du Service de l'Inspection, sur ceux résultant de l'instruction du dossier par [le rapporteur], enfin, sur ceux fournis par les mis en cause et leurs Conseils », à l'exclusion donc faut-il comprendre, des éléments recueillis antérieurement par le rapporteur dont le défaut d'impartialité a été admis. La Commission précise également, sans doute compte tenu de l'ancienneté des faits en cause, qu'en vertu du principe d'application rétroactive de la loi plus douce, elle les appréciera au regard des articles L. 621-15 et L. 621-14 du Code monétaire et financier, tels qu'ils étaient rédigés par la loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003.

Sur le fond

Les faits fondant la décision de sanction sont de diverses natures, mais ils ont ceci de commun qu'ils concernent les relations des mis en cause avec un seul et même client : une caisse de retraite.

Parmi ceux qui méritent d'être commentés ici, une première série est relative à des opérations réalisées sur le marché actions, pour lesquelles il est reproché à l'intermédiaire mis en cause, d'une part, d'avoir prélevé des « commissions de trois à huit fois supérieures à celles convenues avec [son client] », d'autre part, d'avoir méconnu les dispositions réglementaires applicables à leur dépouillement en ce qui concerne, non seulement l'obligation de privilégier l'intérêt des clients, mais aussi celle de prendre soin de leur fournir « la meilleure exécution possible, compte tenu des demandes formulées, de l'état du ou des marchés concernés et des instruments financiers en cause ». La Commission des sanctions relève ainsi qu'alors qu'en 1997, le client avait demandé, pour des besoins fiscaux, que les opérations lui soient répondues « en net », par application d'un écart de cours et non d'une commission, l'intermédiaire avait mis à profit ce changement pour prélever une commission bien supérieure à celle convenue avec le client. Pour ce faire, une information tronquée était depuis lors fournie à ce dernier, par laquelle le cours brut d'exécution sur le marché était « artificiellement augmenté » de façon à ce que le cours net d'exécution payé par lui apparaisse majoré du taux de rémunération convenu et non du taux réellement pratiqué. Dans ce contexte, il est également relevé que le dirigeant de l'intermédiaire qui « a joué un rôle personnel décisif dans la mise en place délibérée de ce dispositif consistant à masquer le taux de courtage moyen effectivement prélevé [...] ne conteste pas que les états "extracomptables" d'exécution adressés [au client] ne reflétaient pas la réalité ».

Alors qu'ainsi exposée la tromperie semblait manifeste, on reste néanmoins mal à l'aise devant une argumentation qui, de façon assez confuse, semble principalement s'établir à partir d'une appréciation portée sur le niveau de rémunération prélevé par l'intermédiaire : il en est particulièrement ainsi lorsqu'est relevé « le caractère excessif des commissions prélevées », et surtout « que personne n'est parvenu à établir que ce commissionnement ait pu être justifié par la qualité particulière des prestations de [l'intermédiaire] par rapport à celles fournies par d'autres intermédiaires financiers ». Doit-on en conclure que si cette justification avait pu être établie, le manquement n'aurait pu l'être ? Mais pourquoi cette justification d'un taux de rémunération « décent » devrait-elle avoir lieu alors qu'il ne fait pas de doute que pour les

12. Cass. com., 13 juillet 2004, Bull. 2004, IV, n° 163.

activités en cause, est applicable le principe central posé par l'article L. 410-2 du Code de commerce selon lequel « les prix des biens, produits et services [...] sont librement déterminés par le jeu de la concurrence » ? L'ambiguïté ainsi créée est par ailleurs entretenue par le fait que, pour reconnaître la faute, la Commission met en avant, outre des pièces du dossier qu'elle ne précise toutefois pas, une déclaration de l'un des dirigeants du client affirmant que le taux de rémunération qui n'aurait pas été respecté avait bien été mis en place « dans un souci de rationalisation et pour suivre les évolutions du marché ». Si l'on accepte le principe qu'il n'existe pas de taux de commissionnement « normal », mais seulement un taux déterminé par l'accord des parties, peut-on vraiment s'appuyer sur la seule déclaration de l'une d'entre elles pour, en l'absence d'autres pièces, et alors que son « intérêt » était certainement de se prévaloir d'un taux plus bas que celui appliqué, établir le taux convenu ? Cette interrogation mérite d'autant plus d'être posée qu'est écarté par ailleurs l'un des arguments des défenseurs concernant « la circonstance que certains [des] cadres ou dirigeants [du client] aient pu être informés du stratagème ou avoir consenti à sa mise en place ». Si une personne habilitée à engager la personne morale a convenu de rémunérer les prestations d'un tiers d'une façon très désavantageuse pour elle, est-ce que cela est d'abord reprochable au tiers¹³ ? Le respect de la primauté des intérêts des clients auquel sont tenus les intermédiaires financiers doit-elle aller jusqu'à exiger d'eux qu'il maintienne leur rémunération au niveau moyen du marché pour les prestations de même genre ?

En réalité, sans doute l'intention était-elle, au travers des éléments ainsi relevés, de caractériser un peu plus la tromperie en établissant, d'une part, que le client ne pouvait avoir aucun intérêt légitime à surpayer la prestation rendue et, d'autre part, que la connaissance qu'avaient certains de ses préposés de ce « sur commissionnement » ne pouvait suffire à l'intermédiaire pour lui permettre de supposer qu'ils agissaient dans le cadre de leurs fonctions.

Si tel est le raisonnement, il aurait toutefois mérité d'être clairement exposé. D'une part, parce qu'il ne peut être occulté que l'opacité du système de rémunération n'a existé que pour répondre à une demande du client, client professionnel au demeurant, formulée pour des raisons d'intérêt personnel. D'autre part, parce que la question de la rémunération des intermédiaires focalise l'attention des services du régulateur de marché¹⁴ d'une façon qui suscite de nombreuses interrogations :

– que la constatation d'un taux de marge élevé soit un critère d'alerte sur la nécessité d'investiguer plus précisément une situation en vue de vérifier que la primauté des intérêts du client n'a pas été lésée, cela peut difficilement être contesté ;

– que cette seule constatation puisse servir de fondement à une sanction, cela semble en revanche plus difficilement envisageable.

Il faudrait poursuivre en la matière la clarification entamée avec les arrêts du Conseil d'État de juillet 2006¹⁵ car en affirmant que, dans le cadre des activités de négociation pour compte propre, le principe de primauté des intérêts du client ne s'applique pas, ce qui permet donc à l'intermédiaire de rechercher la meilleure rémunération, il est possible a contrario d'en déduire que cela ne serait pas le cas pour les autres activités.

Par ailleurs, on relèvera l'observation assez troublante selon laquelle le client « organisme à caractère social » a subi, « et, à travers lui, [...] l'ensemble des cotisants et retraités qui y étaient affiliés, un très important préjudice financier ». Doit-on comprendre ici que le principe de primauté des intérêts du client pourrait avoir une force plus ou moins grande en fonction de la qualité de celui-ci et, le cas échéant, de ses mandants ?

Alors que la Commission des sanctions considère que le manquement en cause est imputable tant à la personne morale qu'à deux de ses dirigeants, on observera qu'elle note particulièrement pour l'un d'entre eux « que même dans l'hypothèse, parfaitement invraisemblable, où ce sur commissionnement n'aurait pas été porté à sa connaissance, on ajoutera qu'il se devait, en sa qualité de dirigeant, d'en déceler l'existence, sauf à avoir été particulièrement défaillant dans l'exercice de ses fonctions – non déléguées – de contrôleur interne, ce qui, à soi seul, aurait suffi à justifier sa responsabilité ».

Une deuxième série de faits est relatif à des opérations sur des obligations démembrées du Trésor américain pour lesquelles il est relevé, s'appuyant sur les investigations du Service de l'inspection de la COB, mais aussi sur celles de cabinets d'expertise mandaté par le client, que la commission prélevée « était tout à fait excessive au regard des usages de l'époque, qui correspondaient à un taux de courtage de cent à deux cents fois inférieur ». Poursuivant le même raisonnement que précédemment, la Commission des sanctions constate « que le prélèvement, au travers de ces opérations, de frais de courtage exorbitants » est constitutif d'un second manquement, qui « a entraîné un manque à gagner considérable pour cette Caisse de retraite et pour les épargnants qui y étaient affiliés, quels que soient par ailleurs les résultats des opérations effectuées pour son compte ». Dans un contexte où n'est pas mis en évidence l'élément pouvant caractériser une tromperie – comme précédemment la production de fausses informations sur le cours brut d'exécution –, le sentiment de malaise s'accroît face au caractère synthétique d'une motivation qui ne nous semble pas pouvoir seulement reposer sur la seule constatation d'une rémunération excessive.

Une troisième série de faits concerne des opérations réalisées par une société de gestion pour le compte d'un fond dédié au client. Alors que cette société de gestion avait un dirigeant commun avec l'intermédiaire¹⁶, il lui était reproché d'avoir « très majoritairement eu recours aux services » de l'intermédiaire pour l'exécution de ses opérations à des conditions tarifaires excédant sensiblement celles passées avec un précédent intermédiaire, et cela

13. La Commission ayant d'ailleurs jugé que cette circonstance « ne saurait avoir pour effet [de] minimiser la gravité » du manquement.

14. Voir en ce sens, AMF, Commission des sanctions, 13 décembre 2007, Octo Finances, et les commentaires faits dans cette même chronique, Banque et Droit n° 118, mars-avril 2008, p. 19.

15. Voir CE 13 juillet 2006, Stéphane A., n° 259 231 et 13 juillet 2006, Pascal A., n° 259 232 : cette chronique, Banque & Droit n° 109, septembre-octobre 2006, p. 52. Voir aussi : Revue Lamy Droit des Affaires, n° 9, octobre 2006, p. 39.

16. Mais aussi une dénomination sociale proche.

sans avoir réalisé une mise en concurrence pourtant prévue par une convention passée avec le client. Ce grief est toutefois abandonné, considérant « que les pièces du dossier transmises au Rapporteur n'ont pas permis de clarifier les termes de comparaison des tarifications des intermédiaires, notamment sur le point de savoir si les frais de tenue de compte conservation étaient ou non inclus pour tout ou partie dans la commission de mouvement perçue [par le précédent intermédiaire] ».

On relèvera par ailleurs qu'était reproché à l'intermédiaire de n'avoir pas établi avec son client « une convention de services écrite », comportant notamment une information sur « la tarification des différentes prestations de services » comme le Règlement général du CMF, applicable à l'époque, en faisait pourtant l'obligation (RG CMF, art. 2-4-12 et 3-3-3). Ces griefs sont toutefois abandonnés en vertu du principe d'application de la loi la plus douce, la transposition de la directive Mif ayant conduit à la suppression de ces obligations à l'égard des « institutions de retraite professionnelles », et plus généralement, à l'égard des « clients professionnels » au sens de l'article L. 533-16 du Code monétaire et financier. À ce propos, il faut cependant souligner que la mise en œuvre de cette obligation, vis-à-vis des clients institutionnels, s'est toujours révélée extrêmement difficile, voire impossible, ces clients ressentant l'encadrement de leurs relations avec leurs intermédiaires comme peu adapté à leur situation. Dans ce contexte, il aurait été indéniablement intéressant de savoir si les griefs portaient sur la non mise en place d'une telle convention, ou seulement sur le fait de n'avoir accompli aucune démarche en ce sens, en proposant par exemple au client la signature d'un document conventionnel.

Au final, on sent bien que le fond du dossier traité par la Commission des sanctions réside dans l'appréciation d'un système de rémunération particulièrement avantageux pour l'intermédiaire, peut-être connu de certains cadres et dirigeants du client, mais qui ne permettait pas à ce dernier, en tant que personne morale détachable de ses préposés, de jauger de son adéquation aux prestations fournies et à leur qualité. Ce qui est donc critiquable et critiqué, ce n'est pas le niveau de la rémunération lui-même, mais la mise en place d'un système bâti de façon non transparente, parce que s'il en avait été autrement, cela n'aurait pas été accepté par le client. Si tel est bien le cas, la décision de la Commission des sanctions aurait certainement gagné à être rédigée en conséquence : sa vertu pédagogique pour les autres opérateurs en aurait été accrue.

J.-P.B.

Émetteurs – Information du marché – Manquement – Sanction.

Cass. com. 3 mars 2009, n° 08-14 491.

L'information comptable publiée par les émetteurs cotés doit être complète.

Cet arrêt mérite un signalement. En l'espèce, une société d'édition de logiciels avait concédé un progiciel pour un certain prix et avait enregistré ce dernier dans le chiffre d'affaires et les résultats de l'exercice. Mais, par un ave-

nant conclu quelques semaines plus tard, les deux parties étaient convenues que si le concessionnaire ne trouvait aucun client dans le courant de l'année, le concédant restituerait l'intégralité du prix, ce qui est d'ailleurs survenu. L'AMF avait reproché à la société de logiciels, dont les actions étaient négociées sur Euronext, d'avoir délivré au marché une information qui n'était ni exacte, ni précise, ni sincère et avait prononcé une sanction pécuniaire. La Cour de cassation met un terme à la longue procédure qui a suivi. Le pourvoi est rejeté et la sanction est définitivement confirmée car les informations publiées n'avaient pas tenu compte de l'aléa résultant de l'avenant, qui « rendait pour le moins très incertaine la réalisation du chiffre d'affaires », incertitude d'autant plus réelle qu'elle s'était trouvée confirmée. Ainsi, l'émetteur n'avait pas livré une information « complète » au marché en ne faisant pas « référence aux clauses du contrat du 7 février 2002 [l'avenant] qui remettait en cause la comptabilisation du chiffre d'affaires correspondant à la vente de la société E... du droit de sous-concéder le progiciel G... ». La Cour confirme ainsi que l'information doit être exacte, précise, sincère, et, à ce dernier titre, complète¹⁷.

Offre publique – Information du marché – Société de gestion – Manquement (oui) – Sanction.

AMF, Com. des sanctions, 5 février 2009, Société X.

Les déclarations prévues par le Règlement général en période d'offre publique ont pour objet principal, non de permettre de connaître la répartition des droits de vote à l'intérieur d'une société, mais d'informer sans délai le marché sur le déroulement de cette offre et le mettre à même d'apprécier les conséquences quant à son issue que peuvent avoir les opérations d'achat et de vente sur le titre ainsi que les intentions déclarées par les opérateurs. Il s'ensuit que ces déclarations sont à la charge des personnes qui, ayant la capacité de prendre les décisions d'achat ou de vente, peuvent avoir une influence sur le déroulement de l'offre et par ailleurs sont, en pratique, les mieux à même d'informer immédiatement le marché, et cela même si elles ne peuvent exercer les droits de vote attaché aux actions.

La décision rendue par la Commission des sanctions le 5 février 2009 est intéressante car elle porte sur des faits peu souvent évoqués. Il s'agit en l'occurrence d'une société de gestion qui avait acquis, pour le compte de trois des OPCVM qu'elle gère, un certain nombre d'actions d'une société cotée, représentant 2,15 % de son capital, alors que cette société faisait l'objet d'une offre publique d'acquisition. Il lui était reproché de ne pas avoir satisfait à cette occasion aux obligations déclaratives prévues par le Règlement général de l'AMF qui s'appliquent à compter du dépôt du projet d'offre par l'initiateur jusqu'à la publication des résultats. D'une part, celle imposant à toute personne qui a acquis, « directement ou indirectement, depuis le dépôt du projet de note d'information, une quantité de

17. Voir, déjà, Com. 18 nov. 2008 : Banque et Droit n°123, janvier-février 2009, cette chronique, p. 27.

titres de la société visée représentant au moins 0,5 % de son capital » de « déclarer chaque jour, après la séance de négociation, les opérations d'achat et de vente qu'ils ont effectuées sur les titres concernés par l'offre, ainsi que toute opération ayant pour effet de transférer, immédiatement ou à terme, la propriété des titres ou des droits de vote, à l'AMF », et cela « tant [qu'elles] détiennent cette quantité de titres » (RG AMF, art. 231-38). D'autre part, celle imposant à toute personne « qui vient à accroître le nombre de titres ou des droits de vote qu'elle possède d'au moins 2 % du nombre total de titres ou des droits de vote de la société visée [...] est tenue de publier immédiatement les objectifs qu'elle a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours » (RG AMF, art. 231-40).

Pour sa défense, la société de gestion a tenté de faire valoir que pour l'application de ces dispositions, et notamment pour l'appréciation du seuil de 2 %, il fallait tenir compte de ce qu'une partie des achats avait été réalisée pour le compte d'une Sicav qu'elle gérait pour le compte d'une autre société de gestion, par une convention de sous-délégation de gestion financière qui prévoyait notamment que c'était cette dernière qui exerçait les droits de vote attachés aux titres en portefeuille. Elle en déduisait que les titres acquis pour le compte de la Sicav n'avaient pas à être pris en compte pour le calcul du seuil de 2 % dont le franchissement impose la publication de la déclaration d'intention prévue par l'article 231-40 du Règlement général.

La Commission des sanctions ne retient toutefois pas cet argument. Elle estime que les déclarations prévues par le Règlement général « ont pour objet principal, non de permettre de connaître la répartition des droits de vote à l'intérieur d'une société, mais d'informer sans délai le marché sur le déroulement de cette offre et le mettre à même d'apprécier les conséquences quant à son issue que peuvent avoir les opérations d'achat et de vente sur le titre ainsi que les intentions déclarées par les opérateurs ». Elle en déduit que dans la situation en cause, ces dispositions doivent « être interprétées comme mettant les obligations qu'elles prévoient à la charge des personnes qui, ayant la capacité de prendre les décisions d'achat ou de vente, peuvent avoir une influence sur le déroulement de l'offre et par ailleurs sont, en pratique, les mieux à même d'informer immédiatement le marché », donc à la charge de la société de gestion délégataire qui avait, non seulement « l'entier pouvoir de "décider, à sa seule initiative, des investissements et désinvestissements à réaliser sur les actifs" qui lui étaient confiés, de "choisir à sa seule discrétion les titres composant le portefeuille ainsi que les investissements et désinvestissements et de passer les ordres de bourse correspondants" ».

On s'étonne un peu de cette appréciation, non au regard des obligations posées par l'article 231-38, mais par rapport à celles de l'article 231-40, qui paraissait d'ailleurs le seul pour lequel la société de gestion discutait les griefs. L'obligation posée par cet article est en effet une obligation de publication des objectifs que l'acquéreur a l'intention de poursuivre au regard de l'offre en cours, ce qui semble sous-tendre que l'enjeu est d'abord l'exercice des droits de vote qui restaient dans les mains de la seule société de gestion délégante. On peut toutefois imaginer qu'en « immobilisant » un certain nombre de droits de vote au sein de la Sicav dont la gestion lui était déléguée, la société de gestion était en mesure de peser sur le résultat final de l'offre, ce qui justifiait alors l'interprétation

large retenue par la Commission des sanctions. Il semble toutefois que le nombre d'actions concernées ait été relativement peu significatif, la société de gestion n'ayant acquis au total que 2,15 % du capital.

La sanction prononcée à l'encontre de la société de gestion est relativement faible, 10 000 euros ; elle est en outre publiée dans des conditions qui permettent de préserver son anonymat. La Commission des sanctions a en effet retenu trois circonstances atténuantes. La première, déjà notée¹⁸, et qui semble désormais érigée en principe, est qu'antérieurement, la portée exacte des règles ici en jeu « pouvait ne pas apparaître pleinement – notamment dans le cas d'opérations pour le compte d'une Sicav – ». La deuxième est qu'eu « égard aux circonstances et aux conditions dans lesquelles ils ont été commis, ces manquements n'ont pas eu d'incidence sur le déroulement normal de l'offre en cours et n'ont été à l'origine d'aucun avantage indu pour la [société de gestion] ». La troisième et dernière circonstance atténuante et que cette société « a spontanément, avant même l'ouverture de l'enquête de l'AMF, pris des dispositions pour prévenir le renouvellement de tels manquements ».

Société de gestion – Lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme – Système de surveillance – Formation du personnel – Manquement (oui).

AMF, Com. des sanctions, 15 janvier 2009, Société EGP fonds et gestion.

Une société de gestion doit respecter la réglementation relative aux obligations professionnelles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Elle doit notamment se doter d'un système de surveillance permettant de vérifier le respect des exigences législatives et réglementaires en la matière et notamment veiller à ce que ces salariés reçoivent une formation appropriée pour être en mesure d'appliquer cette réglementation.

Cette décision de la Commission des sanctions de l'AMF présente l'intérêt d'être rendue en ce qui concerne des manquements aux obligations professionnelles en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme.

À la suite d'un contrôle du service du contrôle des prestataires et des infrastructures de marché de l'AMF, il avait été constaté qu'une société de gestion ne s'était pas conformée à ses obligations en ce domaine. Elle avait ainsi omis de mettre en place un système de surveillance permettant de vérifier le respect des exigences législatives et réglementaires applicables en ce domaine. En conséquence, non seulement elle ne s'était pas dotée d'une organisation et de des procédures internes, mais, en outre, elle n'avait naturellement pas conservé une trace écrite des mesures de vigilance mises en œuvre puisque celles-ci n'existaient pas. Ce grief, notifié à la société de gestion

18. Voir en ce sens AMF, Com. des sanctions, 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV, cette chronique, Banque & Droit n° 125, mai-juin 2009, p. 29.

est à juste titre retenu par la Commission des sanctions. Établi à partir de faits objectivement constatés, il ne pouvait en être autrement.

À cet égard, l'on s'intéressera un moment sur la défense de la société de gestion qui mettait en avant le système de contrôle interne mis en place depuis la constatation des faits par les enquêteurs pour tenter d'échapper à la décision de sanction. La Commission des sanctions refuse toutefois d'épouser cette argumentation en défense bien que l'on sache qu'elle sait parfois être sensible aux efforts de cette nature entrepris par les sociétés contrôlées, et en tienne compte dans la détermination du montant de la sanction. Mais pour susciter une telle appréciation bienveillante, encore faut-il au moins avoir commencé à essayer d'appliquer la réglementation, si perfectibles soient les mesures concernées. Or au cas présent, il n'en était rien : aucun système tendant à satisfaire aux exigences réglementaires n'avait en effet été défini et mis en œuvre par la société de gestion. Dès lors, la mise en place ultérieure d'un système de contrôle interne ne pouvait intervenir dans l'appréciation de la Commission qui a considéré que le grief tiré du défaut de vigilance et de contrôle interne était bien caractérisé.

Cette décision de la Commission des sanctions présente également l'intérêt de préciser le champ des responsabilités respectives en présence d'un commercialisateur. En l'espèce, la société de gestion gérât des fonds dont la commercialisation avait été confiée à sa société mère aux termes d'une convention antérieurement conclue qui répondait aux exigences du Règlement général de l'AMF¹⁹. La société de gestion n'était pas en mesure de justifier l'identité de ses clients souscripteurs, ce qui était à l'origine de la notification d'un grief. Or la Commission des sanctions, se fondant sur l'existence de cette convention de distribution, a considéré que la société de gestion ne devait pas être sanctionnée sur ce grief. En effet, il appartenait au distributeur des parts des fonds, en relation avec les clients, de s'assurer de leur identité réelle conformément aux termes de l'article 315-53 du Règlement général de l'AMF.

Enfin, le dernier point à relever de cette intéressante décision provient de l'obligation de former les collaborateurs d'un PSI afin qu'ils soient en mesure de respecter les obligations en matière de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme. Chaque prestataire doit en effet assurer à son personnel, lors de son embauche, et ensuite de manière régulière, une information et une formation sur les obligations relatives à la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, notamment sur la réglementation applicable et ses modifications, sur les techniques de blanchiment utilisées, sur les mesures de prévention et de détection ainsi que sur les procédures et modalités mises en œuvre. L'attention des prestataires se concentrera sur cette obligation en cette période où la réglementation en la matière évolue pour que leurs collaborateurs soient bien en mesure de participer efficacement à la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme.

19. RGAMF, art. 322-56 et 315-53.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Introduction en bourse – Allocation aux personnes physiques – Fourchette de prix.

Propositions d'aménagement des règles d'admission sur un marché réglementé dans le cadre d'une introduction en bourse (Actualités AMF du 30 juin 2009).

Dans le cadre des réflexions initiées par le Haut Comité de place qui ont conduit à la refonte du dispositif sur l'appel public à l'épargne, l'AMF a mené une consultation publique²⁰ proposant divers aménagements des règles liées aux introductions en bourse. Ces aménagements avaient trait l'allocation minimale de 10 % aux investisseurs particuliers et à l'encadrement du prix dans une fourchette de 15 % autour d'un cours pivot. Au vu des réponses formulées par la Place, l'AMF a décidé de ne pas modifier l'article 315-35 de son Règlement général.

Concernant la règle d'allocation des personnes physiques, l'AMF propose :

- de maintenir le recours à une procédure centralisée à hauteur de 10 % de l'offre comme présomption du respect de la règle fixée au 2^e alinéa de l'article 315-35 du Règlement général, en rappelant qu'il s'agit uniquement d'une obligation de moyen ;
- de conserver la rédaction actuelle du 3^e alinéa du même article.

S'agissant de la règle d'encadrement du prix dans une fourchette, l'AMF envisage de publier une position, qui prévoit :

- d'élargir la fourchette à +/-10% (au lieu de 7,5 % comme actuellement) autour d'un prix pivot, dont la limite basse est impérative ou facultative, au choix de l'émetteur, sans distinguer selon les opérations – l'émetteur devra indiquer clairement dans son prospectus le choix retenu ;
- en cas de fixation du prix au-dessous de la fourchette, de ne demander un visa complémentaire que dans le cas où cela rendrait les termes de l'offre incompatibles avec les informations figurant dans le prospectus sur les raisons de l'offre et l'utilisation du produit.

CFD – Instruments financiers complexes – Commercialisation – Démarchage – Conseil en investissement.

AMF, Questions réponses à destination des épargnants sur les CFD – Contract For Difference, 14 mai 2009.

L'AMF, dans le cadre de ses questions réponses, attire l'attention des épargnants et des professionnels sur les CFD – Contract For Difference et notamment sur les précautions qui doivent entourer leur commercialisation.

Elle précise ainsi que les CFD constituent des instruments financiers complexes car, en conséquence de l'effet de levier qui les caractérise, ils peuvent être à l'origine de pertes qui excèdent leur coût d'acquisition. Dès lors, la commercialisation des CFD doit impérativement être

20. Lancée le 5 février 2009, jusqu'au 20 mars 2009.

encadrée. Elle ne peut, en aucun cas, intervenir en ayant recours aux procédés constitutifs du démarchage. La commercialisation des CFD doit s'accompagner d'actes préparatoires, l'établissement financier commercialisateur devant toujours effectuer les diligences imposées par la réglementation qui l'oblige à s'enquérir au préalable des connaissances et de l'expérience du client en matière financière afin d'être en mesure de lui expliquer les risques liés à ce produit basé sur un effet de levier. L'AMF rappelle que si l'intermédiaire financier considère que le produit n'est pas adapté au client, il doit le mettre en garde.

Au-delà de ces mesures liées à la bonne information du client, l'AMF précise ensuite que l'intermédiaire ne peut conseiller ce produit en fournissant au client une recommandation personnalisée que s'il a vérifié préalablement l'adéquation du CFD à la situation financière du client, son expérience et ses objectifs. Lorsque l'intermédiaire ne dispose pas de ces informations, ou considère que les éléments transmis par le client ne lui permettent pas de conclure à la bonne adéquation du produit avec la situation du client, il doit donc s'abstenir de formuler tout conseil basé sur une recommandation d'investissement.

L'AMF énumère également les spécificités des CFD. Ce produit ne constitue pas un produit d'épargne agréé par un régulateur à la différence notamment des OPCVM. Ce produit ne dispose pas de prospectus visé par un régulateur, ne dispose pas d'un mécanisme de compensation permettant de garantir l'exécution du contrat en cas de défaillance du prestataire car ces produits sont échangés de gré à gré. Enfin l'AMF, de manière très didactique accompagne la démarche de tout investisseur intéressé par ces produits en lui proposant un cadre de questions préalables qu'il doit impérativement se poser avant d'effectuer un investissement dans un CFD.

Cette démarche retiendra l'attention des professionnels car ils pourront la décliner dans leurs programmes de commercialisation des produits à effet de levier notamment lorsqu'ils concevront la documentation commerciale à destination des collaborateurs des réseaux et des clients.

Transactions sur les titres de sociétés cotées – Dirigeants - Déclarations

AMF, Questions-réponses sur les obligations de déclaration des opérations réalisées par les dirigeants, leurs proches et les personnes assimilées.

Afin de prendre en considération les modifications apportées par la réforme du régime de l'appel public à l'épargne, l'AMF a procédé le 26 mai 2009 à l'actualisation de ses précédentes positions publiées les 28 septembre 2006 et 16 avril 2008. Cette actualisation porte notamment sur le champ des marchés visés par ces déclarations à savoir les valeurs cotées sur Euronext Paris ou sur Alternext Paris, que ce soit à la suite d'une offre au public ou d'un placement privé.

Ces déclarations portent sur les actions des sociétés cotées mais également sur tous les instruments financiers qui leur sont liés, que ces derniers soient ou non admis aux négociations sur Euronext Paris ou Alternext Paris. Rappelons que l'obligation de déclaration concernera les opérations réalisées sur les titres pouvant donner accès au capital de la société (obligations convertibles ou échangeables, warrants, certificats, etc...). Cette obligation devra également être remplie lorsqu'il s'agira d'opérations sur des instruments financiers à terme ou optionnels. Les opérations réalisées sur des obligations émises par des sociétés dont les actions sont par ailleurs cotées sur un des marchés recensés ne seront donc plus soumises à cette obligation de déclaration.

S'agissant des opérations soumises à l'obligation de déclaration, l'on relèvera que les opérations d'achat/vendu réalisées en fin d'année donnent lieu à une seule déclaration en précisant dans le formulaire s'il s'agit d'un acheté/vendu. Il en est de même pour les paiements de dividendes par actions qui doivent être déclarés par les dirigeants ou personnes assimilées. ■