

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER

Après plusieurs années de collaboration, Bertrand de Saint Mars interromp l'écriture de cette chronique. Qu'il soit ici particulièrement remercié de sa participation à cette chronique. Son approche professionnelle conjuguée à son intime connaissance des sujets traités ont constamment enrichi nos travaux.

■ I. ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



HUBERT DE VAUPLANE
Associé,
Kramer
Levin Naftalis
& Frankel

Responsabilité du banquier – OPC – Absence de remise de documents d'information ou documents incomplets – Manquement au devoir d'information (oui) – Dol (non) – Perte de chance (oui).

Paris, 15 novembre 2012, Société Générale c/ SAS Jacob et Compagnie.

Le manquement à une obligation d'information ne peut pas suffire à caractériser le dol par réticence.

Voici une décision très intéressante en matière de responsabilité du banquier dans ses relations avec son client à l'occasion de la distribution de produits financiers. Les faits sont les suivants. Une société commerciale, spécialisée dans le commerce de l'habillement, a souscrit auprès de sa banque des parts d'un fonds commun de placement (FCP) pour le placement de ses liquidités. La décision reste floue sur la nature de ce fonds dénommé « FCP SGAM Invest Total Return Credit », mais la lecture de son prospectus permet d'en savoir plus. Ainsi, selon ce document, l'objectif du FCP était de « sur-performer son indicateur de référence, l'EONIA, par un placement en obligations et autres titres de créances internationaux et une gestion active des devises ». Mieux : s'agissant de sa stratégie d'investissement, le prospectus indiquait que « le fonds a pour objectif de dégager des profits en intervenant activement sur le marché des devises, le risque de change est donc le principal risque du portefeuille ». Le fonds était classé dans la catégorie « Obligations et titres de créances internationaux » et non dans celle des « OPC monétaires ». Ses actifs pouvaient comporter des ABS et MBS. À première vue donc, la gestion du fonds comportait certains éléments risqués. Le risque de change était particulièrement relevé dans le prospectus. Quant au risque de taux, il était indiqué que celui-ci consistait en une remontée des taux du marché obligataire. Il était même indiqué que le fonds pouvait recourir aux



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



JEAN-PIERRE BORNET
BPCE
Professeur
associé –
Paris 11 (Sceaux)

produits dérivés. Le profil de souscripteur était décrit comme ceux « recherchant une valorisation du capital et acceptant de s'exposer à un risque modéré ». La documentation semble, à première analyse, claire et bien mentionner un degré de risque dans le fonds. Reste à déterminer si l'investisseur en a pris connaissance, et comment. Tout dépend donc de la manière dont ce fonds a été distribué auprès du public et des informations communiquées préalablement à la souscription des parts. Pour des raisons qui échappent aux lecteurs de la décision, mais dont on peut estimer qu'elles sont liées à la chute brutale de la valeur de certains actifs comme les ABS et MBS, le fonds a fait l'objet d'une dissolution. Dans le cadre de celle-ci, le souscripteur plaignant a été remboursé de la somme de 17 838 euros, sur un montant investi de 54 630 euros.

Les moyens avancés par la banque pour échapper à sa responsabilité étaient assez classiques : en premier lieu, elle contestait le caractère spéculatif du produit. Elle considérait ensuite que le souscripteur avait eu connaissance du produit et de ses risques du fait de l'existence de la mention de l'ordre de souscription qui mentionne la remise de cette notice. Par ailleurs, elle considérait que la remise du prospectus suffit à présumer le respect des règles de bonne conduite visant à la bonne information du client. De son côté, le souscripteur invoquait plusieurs arguments. En premier lieu, et là aussi de façon classique, en tant que « non-professionnel », il estimait que la banque avait manqué à son obligation de loyauté à son égard. Plus intéressant, et c'est là que se situe le point nodal de l'argumentation, il avançait n'avoir reçu aucun document contractuel de la part de sa banque et que cette omission était constitutive d'un dol par réticence.

En premier lieu, les magistrats parisiens écartent la responsabilité de la banque au titre du devoir de mise en garde. Ils rappellent que celui-ci n'est dû que dans des situations particulières, en présence d'opérations spéculatives : « considérant que le banquier, qui propose à son client la souscription de parts de fonds commun de placement, n'est pas à l'égard de celui-ci, en l'absence d'opérations spéculatives, d'une opération [sic] de mise en garde, mais doit informer

le souscripteur des caractéristiques du produit proposé, par la délivrance de documents constituant une information complète, exacte et non trompeuse, afin qu'il soit en mesure de prendre ses décisions d'investissement en connaissance de cause ». Que retirer de ce considérant précieux, mise à part la substitution du terme « information » par « opération » ? Tout d'abord, et c'est fondamental, que la souscription de parts du type de celui SGAM Invest Total Return Credit n'est pas considérée comme des « opérations spéculatives », condition pour faire peser sur le banquier un devoir de mise en garde. Ce point était loin d'être acquis, tant la notion de spéculation a pris, depuis la crise de 2007, une acception large et démesurée.

Pour un nombre croissant de personnes, un produit spéculatif est un produit qui recèle un risque. Le risque serait donc le critère de la spéculation et l'absence de risque manifesterait l'absence de spéculation. Ainsi, tout produit qui, intrinsèquement, comporterait une dose de risque serait qualifiable de « spéculatif ». Mieux, pour de plus en plus d'investisseurs, mais aussi pour « monsieur tout le monde », un produit qui, a posteriori et non intrinsèquement, se révélerait avoir comporté un risque tomberait dans la même catégorie de produit spéculatif. Ce qui revient à considérer que dès lors qu'un produit subit une perte, c'est qu'un risque existait. Une telle vision ne saurait être retenue, car elle confond en les assimilant risque et spéculation, qui sont deux notions distinctes, quoique très proches : toute prise de risque ne caractérise pas une opération spéculative, même si toute opération spéculative comporte une prise de risque. Qu'est-ce qui, fondamentalement, distingue le risque de la spéculation ? C'est l'intention de l'auteur, l'objectif pour lequel la décision d'acheter ou de vendre est prise. Le risque est un facteur inhérent à l'activité humaine (voire à la vie). La spéculation est une activité humaine exercée dans un but spécifique : la recherche du profit à court terme sans relation avec l'objet de l'opération elle-même (on dit aujourd'hui, déconnecté de l'économie réelle). La définition classique de la spéculation a été donnée par Nicholas Kaldor (économiste britannique) en 1939 : « achat ou vente de biens avec intention de revente (ou de rachat) à une date ultérieure, lorsque l'action est motivée par l'espoir d'une modification du prix en vigueur et non par l'avantage lié à l'usage du bien ». Les opérations spéculatives ont ainsi deux traits caractéristiques : il s'agit d'opérations à la fois motivées par l'espoir d'une plus-value rapide, et sans contrepartie directe dans la sphère réelle de l'économie.

Existe-t-il des produits financiers « intrinsèquement » spéculatifs ? Juridiquement, il ne semble pas. Mais la jurisprudence connaît des « opérations spéculatives » depuis la décision Buon. Certes, les critiques sur cette classification sont nombreuses et on a montré que toutes les opérations à terme ne sont pas spéculatives et que certaines opérations au comptant le sont. Il est dangereux de classer de façon arbitraire tel ou tel produit comme « spéculatif ». C'est l'utilisation qui en est faite qui conduit à ce qu'il puisse être considéré comme spéculatif. Prenons un exemple simple : un swap de taux ou de change n'est pas par nature un produit spéculatif,

mais la personne qui utilise un tel produit le fait dans une intention spéculative ou de couverture. Illustrons encore avec le cas des obligations d'État : pendant des années il a été convenu que la détention d'obligations du Trésor n'était pas spéculative... et pourtant, la crise de la dette souveraine en Europe a démontré que cette détention n'était pas sans risque. Saluons donc cette décision qui écarte a priori la nature spéculative d'un OPC obligataire dont les actifs comportent des risques.

Si la responsabilité de la banque n'a pas été retenue au titre de l'opération spéculative, restait la question des conséquences relatives à la remise effective ou non de la documentation contractuelle. Et c'est ici que cette décision prend toute son importance. L'arrêt relève d'abord que « la Société Générale ne prouve pas la remise effective du prospectus ; que celle-ci est même exclue du fait du libellé des conditions générales et des mentions approuvées par le client, lequel est informé que les documents sont tenus à sa disposition à l'agence, ce qui implique que le banquier ne s'en est pas dessaisi ». Première leçon : le banquier doit assurer la traçabilité de documents qu'il remet à son client. Les juges d'appel considèrent ensuite que « la référence à l'article 314-19 du RG AMF qui édicte la remise du prospectus suffit à faire présumer le respect des règles de bonne conduite visant à la bonne information du client, est inopérante en l'espèce, dès lors que la société conteste avoir reçu le moindre document ». Deuxième leçon : là encore, assurer le suivi de la documentation remise au client. La Cour indique ensuite que « la Société Générale ne peut, non plus, faire valoir que la remise de la notice d'information était démontrée par la déclaration du client signée à cette fin dès lors que la société n'a pas reconnu avoir reçu la notice d'information mais qu'elle a seulement indiqué avoir pris connaissance de celle-ci, ce qui n'équivaut pas à la reconnaissance d'une réception d'un support durable ». Troisième leçon : pour faire face au renversement de la charge de la preuve de la remise effective des documents, le banquier doit là encore être en mesure d'assurer le suivi de la remise de ces documents. Ainsi, nonobstant ce que le client a pu signer en reconnaissant avoir reçu ou pris connaissance des documents, le banquier qui n'apporte pas la preuve de cette remise effective a commis une faute : « considérant qu'il s'évince de ce qui précède que la Société Générale a failli à son devoir d'information ».

Comment sera sanctionnée cette faute ? Le client demandait la nullité de la souscription pour dol par réticence. L'argument est intéressant et mérite que l'on s'y attarde, d'autant qu'il est de plus en plus fréquemment évoqué devant les juridictions dans des cas similaires. En quoi le dol serait-il constitué ? Dans le fait que le FCP comportait des actifs risqués non portés à la connaissance du client. La force de cet argument tient bien sûr dans ces conséquences : une fois établi, la sanction est la nullité de l'acte. On voit l'importance du débat alors que de nombreux OPC monétaires ou obligataires ont subi des baisses de valorisation importantes du fait de la crise et la tentation pour les investisseurs d'obtenir le remboursement intégral de leur souscription. Mais le dol est un moyen au maniement difficile. Comme le rappelle si justement la Cour, « le dol

est une cause de nullité de la convention lorsque les manœuvres pratiquées par l'une des parties sont telles qu'il est évident que, sans ces manœuvres, l'autre partie n'aurait pas contracté ; qu'il ne se présume pas et doit être prouvé ». Pouvait-on considérer qu'une violation au devoir d'information (le manquement au devoir de mise en garde a été préalablement écarté) constitue en elle-même un dol ? La Cour répond très clairement par la négative : « considérant que le manquement à une obligation d'information ne peut suffire à caractériser le dol par réticence, la société ne démontrant, ni le caractère intentionnel de ce manquement, ni l'erreur déterminante provoquée par celui-ci, et ne prouvant pas l'existence de manœuvres illicites de la part de la banque ayant provoqué une erreur ». Tout est dit. On sait en effet que pour que le dol soit constitué, la jurisprudence exige une absence d'information, une réticence à délivrer cette information dans la seule intention de tromper, mais aussi une erreur déterminante dans l'engagement fondée sur la réticence dolosive. Le dol, contrairement à l'erreur, suppose que son auteur ait eu l'intention de tromper son cocontractant, c'est-à-dire qu'il ait délibérément conservé des informations qu'il savait nécessaires. Pour être constitutif d'une manœuvre au sens de l'article 1116 du Code civil, l'acte de déloyauté commis par son auteur doit avoir contribué à faire naître chez le partenaire contractuel une erreur sur la nature ou la portée de son engagement. En outre, dans l'hypothèse de la réticence dolosive, le cocontractant doit en principe avoir été placé dans l'impossibilité de se renseigner lui-même sur l'objet de la réticence dont son cocontractant s'est rendu l'auteur. La preuve du dol impose donc d'établir la mauvaise foi de son auteur.

Le risque de nullité écarté, la banque ne s'en sort pas indemne pour autant : en retenant un manquement au devoir d'information, la Cour admet que « la faute de la Société Générale a entraîné pour la société un préjudice qui s'analyse en une perte de chance ». Cette perte, la Cour l'estime souverainement à 35 000 euros, soit environ les deux-tiers du montant de la souscription. Ce qui, pour une réparation partielle, est élevé. D'autant plus que si l'on ajoute à cette somme les 17 000 euros environ perçus au titre de la liquidation du fonds, l'investisseur a finalement été remboursé de la quasi-intégralité de son placement. C'est sur ce point que la décision est la plus critiquable. En effet, la décision semble considérer que le préjudice doit être intégralement réparé. C'est oublier que dans le type d'investissement comme celui du cas d'espèce, il existe l'aléa boursier. Jusqu'à présent, la jurisprudence considérait que le préjudice résultant de la perte de chance n'est qu'à la mesure de la chance perdue et ne peut être égal à l'avantage qu'aurait procuré cette chance si elle s'était réalisée. Ainsi, pour apprécier la réalité de la perte de chance, elle tenait compte de la probabilité de survenance de cette chance ainsi que de l'aléa boursier¹. La décision de la Cour de Paris du 15 novembre 2012 constitue-t-elle une évolution sur cette question de la réparation du

préjudice ? La question reste à ce stade ouverte.

Pour conclure, si la jurisprudence a opéré un renversement de la charge de la preuve au détriment du banquier en matière de remise de la documentation contractuelle, elle n'est pas allée jusqu'à considérer que la simple omission de cette remise soit constitutive d'un dol. En ce sens, il convient d'approuver sans réserve la cour d'appel d'avoir écarté la qualification de dol. On restera plus circonspect sur la réparation du préjudice.

Madoff – Mandat de gestion – Non adéquation avec le profil de gestion (oui) – Nécessité de mettre en œuvre des investigations (oui) – Responsabilité du banquier (oui).

Paris, 20 décembre 2012, Société 1818 c/ SAS Groupe Somég.

La banque titulaire d'un mandat de gestion ne peut pas se dispenser de mener des investigations pour assurer la transparence du marché et doit vérifier que le support d'investissement choisi dans le cadre du mandat correspond au profil de gestion en adéquation avec les besoins et les objectifs de son client.

Quelle diligence le gestionnaire de portefeuille titulaire d'un mandat de gestion doit-il effectuer dans le choix des supports de sa gestion ? L'affaire Madoff vient une nouvelle fois illustrer la responsabilité encourue par les intermédiaires financiers. Et la cour d'appel de Paris retient la responsabilité du gérant pour ne pas avoir effectué les diligences nécessaires dans le choix de l'investissement. La sanction est sévère puisque l'intermédiaire est condamné à rembourser l'intégralité du préjudice, à savoir la totalité du capital investi dans le support incriminé.

Une société holding de participations confie un mandat de gestion à un intermédiaire financier avec un objectif de gestion « prudente ». Son mandataire souscrit dans le cadre de ce mandat des parts de la Sicav Luxalpha (mais sans utiliser le bulletin de souscription de la sicav prévu à cet effet), l'investissement total ne représentant pas plus de 5 % des avoirs confiés en gestion. Suite à la découverte de la fraude et la faillite du groupe Madoff qui s'en est suivie, l'intermédiaire financier valorise pour une somme nulle l'investissement dans les parts Luxalpha. C'est dans ce contexte, malheureusement trop classique dans l'affaire Madoff, que s'inscrit le présent contentieux. L'investisseur reproche à son intermédiaire des fautes dans l'exécution de son mandat. Il lui reproche, d'une part, d'avoir choisi un investissement incompatible avec le profil de gestion retenu et, d'autre part, de ne pas avoir vérifié la sécurité des placements. Cette argumentation est intéressante en ce qu'elle ne reprend pas l'approche classique du manquement au devoir de mise en garde, lequel est dû, selon la jurisprudence Buon, par l'intermédiaire financier, quelles que soient les relations contractuelles entre le client et son intermédiaire, et donc y compris dans le cadre d'un mandat de gestion. L'investisseur a préféré adopter une autre approche, autrement plus efficace.

S'agissant du manquement à l'objectif de gestion

1. Paris 6 mars 2008, SA ING Belgium c/ B ; Paris 13 nov. 2008, Fricaud-Chagnaud c/ Banque Privée Saint Dominique ; Juris-Data n° 2008-374938.

retenu, la Cour rappelle avec raison, et il conviendra de retenir ce considérant dans d'autres affaires, que « l'opération de souscription de la Sicav Luxalpha [...] n'est pas soumise à autorisation préalable du mandant [...] ; que la société 1818 Gestion n'avait pas à adresser à son mandant le bulletin de souscription, ni le prospectus ou les documents d'information sur le produit ». Cette précision est importante en ce que trop souvent, des investisseurs voient le manquement allégué de leur gérant dans l'absence d'information ou de mise en garde au moment de l'investissement. C'est oublier que le devoir d'information et de mise en garde dans le cadre d'un mandat de gestion porte sur le mandat lui-même, et non sur les investissements effectués au titre du mandat. Restait alors à l'investisseur à vérifier si le profil de risque de gestion de la Sicav Luxalpha correspondait au profil de risque du mandat de gestion. Et l'examen du prospectus Luxalpha est ici clairement en défaveur de l'intermédiaire financier. En premier lieu, la Cour indique qu'« il est clair que le mandant a choisi un investissement à risque limité privilégiant la conservation de son capital et une valorisation compatible avec cette exigence », alors que le prospectus de Luxalpha indique que le profil d'investisseur s'adresse aux investisseurs pour qui le placement représente un moyen opportun de participer aux mouvements des marchés de capitaux, en mesure d'accepter des pertes temporaires importantes et ayant les moyens d'immobiliser leur capital pendant une durée de 5 ans.

Mais là où la décision est sans doute la plus intéressante, c'est lorsque les juges estiment que l'intermédiaire financier « ne peut pas se dispenser de ses investigations pour assurer la transparence du marché ». Autrement dit, lorsque le gérant décide d'investir dans un produit, il doit effectuer un minimum de diligences. L'AMF a déjà eu l'occasion de se prononcer sur les fautes commises par des SGP dans le choix d'allocation d'actifs en OPC de la galaxie Madoff. L'argument a d'ailleurs été repris par l'investisseur. En l'espèce, ce qui est reproché au gérant, c'est de n'avoir pas réagi face à un certain nombre d'« anomalies », comme l'existence de rendement anormalement élevé de façon constante, mais aussi l'absence de Commissaire aux comptes, ou l'existence d'une clause d'irresponsabilité faisant supporter le risque de défaut du gérant aux actionnaires, ou encore la concentration de toutes les fonctions au sein de diverses entités du groupe Madoff (valorisation, gestion...). Selon les juges, tous ces éléments « auraient dû éveiller [l'] attention » du gérant.

C'est au regard de cette double faute que le gérant est sévèrement condamné à rembourser l'intégralité du capital investi dans Luxalpha : « Considérant que le prestataire d'investissement financier, professionnel de la gestion des instruments financiers, ne peut pas se dispenser de ses investigations pour assurer la transparence du marché et doit vérifier, au cas par cas, que le support d'investissement choisi répond au profil de gestion en adéquation avec les besoins et les objectifs de son client ; que le choix de la Sicav Luxalpha ne répond pas au profil de gestion prudente voulue et choisie par le mandant ».

Nul doute que cette décision ouvre de nouvelles perspectives aux porteurs de Sicav Luxalpha. Mais il leur

restera à démontrer l'absence de vigilance de leur intermédiaire en France.

AMF – Commission des sanctions – Fonds français – Commercialisation en France – Défaut d'agrément – Notion de commercialisation.

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 28 décembre 2012, 1^{re} section, Société X1, anciennement dénommée X, et MM. A et B.

L'acte de commercialisation consiste, pour un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investissement financier ou un démarcheur bancaire ou financier, à prendre l'initiative de présenter par différentes voies – publicité, démarchage, placement, conseil... – un instrument financier en vue d'inciter un client ou un prospect à y souscrire ou à l'acheter.

La décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 28 décembre 2012 tranche une série de questions, dont nous ne retiendrons que l'une d'elles, en raison de son intérêt majeur : la Commission définit, pour la première fois, la notion de commercialisation, et le fait d'une manière très extensive, ce qui est peut-être conforme à une bonne politique de régulation, mais sans doute pas à l'orthodoxie juridique et à la prévisibilité de la règle.

De nombreux manquements étaient reprochés aux personnes poursuivies, plusieurs ont été écartés par la Commission des sanctions, mais l'un d'eux a tout particulièrement été conservé : il était reproché aux mis en cause d'avoir commercialisé les parts de deux fonds avant leur agrément. Or, l'article 411-9 du Règlement général de l'AMF dans sa version de l'époque (aujourd'hui, art. 411-14) applicable aux fonds en cause, des FIP, disposait (le texte actuel est identique) que « la commercialisation des parts d'un FCP et, le cas échéant, de compartiments ne peut intervenir qu'après la notification de son agrément par l'AMF ». Pour le premier fonds, il était reproché à la société de gestion d'avoir, sur une page de son site Internet, diffusé avant la notification de l'agrément l'information suivante : « La société X propose un fonds d'investissement de proximité (FIP) agréé par l'Autorité des marchés financiers et destiné à une clientèle privée. Le FIP X a opté pour une stratégie d'investissement tourné vers le financement des PME matures de croissance et pour une partie significative vers l'accompagnement de jeunes entreprises de moins de 5 ans ». Il lui était également reproché d'avoir distribué au même moment des plaquettes de présentation du fonds lors d'un forum ouvert au public. La Commission des sanctions y voit des actes de commercialisation qui n'auraient pas dû être accomplis avant l'agrément.

Pour le second fonds, il était reproché à la société de gestion d'avoir adressé des courriers électroniques à des CIF et à des conseillers en gestion de patrimoine, qui correspondaient à un courriel-type et indiquaient : « Prise de contact et présentation de la société X » ; « Je désire vous présenter 2 produits de la société qui pourraient vous intéresser par leur différenciation avec le marché [dont] un fonds global [...]. Je suis en charge de cette commercialisation » ; « Il

sera géré par M. [...], ancien gérant de la maison [...] ainsi que par moi-même, ancien de la maison » ; « Vous trouverez ci-joint les présentations de nos deux produits ainsi que notre newsletter de décembre. Si vous désirez une version imprimée de nos produits, n'hésitez pas à me le faire savoir. Je reste à votre disposition afin d'organiser un rendez-vous avec notre équipe de gestion ». Étaient jointes une présentation de la société et une du fonds. La Commission des sanctions écarte ce grief, car les courriels ne s'adressaient pas à des clients potentiels mais à des intermédiaires professionnels, et parce que l'existence du fonds y était évoquée en employant le futur, de sorte qu'il ne s'agissait pas, selon elle, d'un acte de commercialisation.

Éliminons ce second cas, qui ne prête pas à discussion. En effet, l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier, qui est le support législatif des textes du RG AMF (en particulier les articles 314-10, 411-9 et 411-14 dans leur version actuelle), ne vise que les informations et communications à caractère professionnel adressées à des clients, et non celles adressées à des PSI, CIF ou démarcheurs. Ces derniers étant des professionnels, ils n'ont pas besoin de protection particulière ; au surplus, leur information et leur formation se réalisent par bien d'autres moyens. L'article 314-10 du RG AMF élargit un peu la règle, en visant non seulement l'information adressée à des clients non professionnels, mais également celle « qui parviendra probablement à de tels destinataires », ce qui va un peu au-delà de la loi, mais se comprend néanmoins, à condition d'être appliquée avec discernement. En tout état, dans l'affaire jugée par la Commission des sanctions, il était établi que les courriels avaient été adressés individuellement à des CIF et à des conseillers en gestion de patrimoine. Dès lors, elle devait absoudre les mis en cause, ce qu'elle a fait.

Reste donc le premier cas, qui est très intéressant. On rappelle que la société de gestion avait diffusé, par son site Internet, une présentation du fonds, et mis à la disposition du public une plaquette de celui-ci lors d'un forum. Si l'on comprend bien, ces informations avaient un caractère purement commercial et ne permettaient pas de conclure une transaction, ni même simplement de l'enclencher ; on croit pouvoir deviner qu'en particulier aucun bulletin de souscription n'avait été distribué ou mis en ligne. La Commission des sanctions, contre l'avis du Rapporteur, y voit néanmoins un acte de commercialisation, qui n'aurait pas dû être accompli avant l'agrément du fonds. Pour parvenir à cette analyse, la Commission retient une interprétation extensive de la notion de commercialisation, qu'elle définit ainsi : « L'acte de commercialisation consiste, pour un prestataire de service d'investissement, un conseiller en investissements financier ou un démarcheur bancaire ou financier, à prendre l'initiative de présenter par différentes voies – publicité, démarchage, placement, conseil... – un instrument financier en vue d'inciter un client ou un prospect à y souscrire ou à l'acheter ».

C'est la première fois que la Commission interprète la notion de commercialisation et, sans la partager, on peut lui savoir gré de l'avoir fait. Elle avait déjà eu à en

connaître à deux reprises au moins, mais n'avait pas eu à la trancher directement, la question posée étant celle, dans les deux cas, de la distinction entre une démarche active et une démarche passive. La première décision² était relative aux OPCVM européens non coordonnés et la Commission avait déjà, à cette occasion, invoqué la position de la COB de 2003, mais le vrai est que la question posée était celle de la distinction entre commercialisation active et commercialisation passive. La seconde³ est une décision relative à la commercialisation en France d'un OPCVM étranger européen coordonné ; mais, ce qui était en question, c'était la possibilité de procéder à un démarchage, et là encore, il s'agissait de savoir s'il y avait eu une démarche active ou passive.

Dans la présente espèce, la Commission se fonde sur trois arguments pour retenir une notion très large de commercialisation, qui englobe la publicité et la documentation purement commerciale : un argument de texte, un argument de tradition et un argument de finalité.

L'argument de texte est tiré de plusieurs positions doctrinales, l'une de la COB, les autres de l'AMF. Celle de la COB est un « relevé de décision » paru au Bulletin mensuel d'information d'avril 2003 et celles de l'AMF sont la « Position AMF n° 2010-05 » relative aux instruments financiers complexes et la « Position-Recommandation AMF n° 2011-24 » relative au guide de commercialisation des OPC. Il est vrai que, dans les deux premiers textes, la commercialisation est entendue très largement et de manière identique, « comme la présentation d'un instrument financier par différentes voies (publicité, démarchage, placement, conseil...) par un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investissement financier ou un démarcheur bancaire ou financier en vue d'inciter un client à le souscrire ou l'acheter ». Quant au guide de commercialisation des OPC, il précise que « la société de gestion doit s'assurer que toute référence à un OPCVM/OPCI dans un article de presse, une publicité, un communiqué sur Internet ou tout autre support ne puisse paraître qu'après délivrance de l'agrément ou de l'autorisation de commercialisation ».

Ces références suscitent plusieurs remarques et, finalement, la plus grande réserve. En premier lieu, si l'analyse de la COB était largement antérieure aux faits de l'espèce, comme le note avec insistance la Commission, elle avait un champ d'application très limité, car elle visait la multigestion alternative et la commercialisation des fonds étrangers, ce qui n'était nullement le cas dans notre affaire. Quant à la position de l'AMF n° 2010-05, outre qu'elle ne vise que la commercialisation des instruments financiers complexes, elle est postérieure de près d'un an aux faits de l'espèce, de même que la position-recommandation n° 2011-24.

Par conséquent, il nous semble difficile d'admettre que ces textes puissent servir de fondement à une sanction. On peut d'autant moins l'admettre qu'ils n'ont pas de valeur normative et ne font qu'exprimer une

2. 21 septembre 2012, M. B. et Société X, venant au droit de la société Y.

3. 10 décembre 2012, Société FIVAL SA, MM. Marc Gilson, Jean-Marc Thys, Thierry Girardet, Jones Turpel et Yannick Tabot.

doctrine, celle de l'autorité qui les émet, ce dont l'AMF convient d'ailleurs⁴. On veut bien que la répression ait ses nécessités ; il n'en reste pas moins qu'elle a aussi ses principes, qui relèvent de la protection des droits fondamentaux, en particulier celui de la légalité des délits et des peines, dont on sait qu'il s'applique aux sanctions prononcées par les autorités administratives indépendantes, qu'il s'agisse du principe constitutionnel français ou du principe conventionnel européen. Une doctrine, même émanant d'une autorité publique indépendante, ne saurait fonder une condamnation quasi pénale.

Et puis, quelle est la raison d'être de cette interdiction de commercialisation avant agrément, sinon d'empêcher que des clients ne soient tentés d'acheter alors qu'il n'est pas encore certain que le fonds sera agréé ? Or, en l'occurrence, les prospectus n'avaient eu, semble-t-il, aucune possibilité de souscrire.

Dès lors, les deux autres arguments perdent beaucoup de leur portée, d'autant qu'ils sont, eux aussi, éminemment discutables. Celui tiré de la tradition est assez surprenant. La Commission affirme que l'interprétation extensive qu'elle retient de la commercialisation « correspond au contenu traditionnellement attribué à ce concept, équivalent d'une mise sur le marché ». D'où vient cette conception prétendument traditionnelle ? La Commission ne s'en explique pas et procède par affirmation, c'est-à-dire par une sorte d'argument d'autorité. Il nous semble plutôt que, dans le vocabulaire courant⁵ et dans le vocabulaire juridique⁶, la notion de commercialisation est synonyme de vente et non de publicité.

Enfin, l'argument tiré de la finalité de l'interdiction nous paraît tourner court. La Commission affirme que l'interprétation large est indispensable à la protection de l'épargne, parce que « la présentation des produits proposés par les professionnels [sont] déterminante des décisions d'investissement, quand bien même celles-ci ne pourraient intervenir qu'ultérieurement ». En vérité, cet argument ne justifie pas une application anticipée de l'interdiction, mais une interprétation exigeante de la qualité des documents commerciaux. Ce n'est plus une question de date ou de principe, mais de contenu. Or, en l'espèce, le contenu des documents n'était pas en question.

Les mots doivent conserver un sens. Commercialisation ne se confond pas avec la publicité. Commercialiser, c'est mettre en vente. Si l'on veut aller au-delà et contrôler la publicité, ce que l'on peut tout à fait comprendre tant elle peut être déterminante de la décision d'achat, il faut prendre un texte exprès et général, comme l'article L. 533-12 du Code monétaire et financier. Et ne pas l'appliquer rétroactivement.

AMF – Commission des sanctions – Fonds étranger non-coordonné – Commercialisation en France – Défaut d'autorisation de l'AMF.

Décision de la Commission des sanctions du 21 septembre 2012, 1^{re} section, M. B et Société X, venant aux droits de la Société Y.

L'article L. 214-1, II, du Code monétaire et financier prohibe la commercialisation sur le territoire français d'un fonds d'investissement étranger ne bénéficiant pas d'une autorisation de commercialisation délivrée par l'AMF.

La notion de commercialisation n'est définie par aucune disposition légale ni par aucun texte réglementaire.

La COB a précisé en 2003 : « Par commercialisation d'un fonds de droit étranger, on entend sa présentation par différentes voies (publicité, démarchage ou placement par un prestataire de services d'investissement), en vue d'inciter un investisseur potentiel, y compris un gérant pour compte de tiers, à la souscription de parts. À ce titre, constitue un acte de commercialisation, toute proposition d'acquisition de souscription d'un fonds faite à un souscripteur potentiel, sauf lorsque cette proposition répond à une demande de l'investisseur portant sur un OPC précisément désigné. »

Cette décision sera signalée en complément de la précédente parce qu'elle sanctionne la commercialisation en France de fonds étrangers non autorisés, ce qui est rare (il ne semble pas qu'il y ait des précédents), alors pourtant que la pratique n'en est pas exceptionnelle. À cette occasion, la Commission des sanctions reprend à son compte une interprétation restrictive de la commercialisation passive retenue par la COB en 2003.

En l'espèce, une société de gestion avait fait souscrire par plusieurs clients, soit à l'occasion de la gestion d'un portefeuille, soit en leur en donnant le conseil (il y avait tantôt de la gestion de portefeuille sous mandat, tantôt de la gestion conseillée), d'investir dans des fonds étrangers qui contenaient des produits Madoff. La société de gestion et le préposé à l'origine des faits ont été poursuivis et sanctionnés pour n'avoir pas respecté les limites du mandat de gestion, pour avoir présenté des fonds d'investissement étrangers non coordonnés et non autorisés à la commercialisation en France, pour n'avoir pas délivré une information exacte, claire et non trompeuse et pour avoir eu, s'agissant de la société, un dispositif de conformité et un dispositif de contrôle défaillants.

Trois points méritent d'être commentés rapidement. Le premier est relatif à l'incidence d'une procuration. Un ou des clients avaient confié un mandat de gestion à la société de gestion et donné procuration à une personne de les représenter auprès de cette société. Il semble que le mandataire ait donné des instructions ou accepté des investissements dépassant les limites du mandat de gestion. La question se posait de savoir si ces instructions ou ces accords du mandataire avaient pu justifier un dépassement du mandat de gestion. La Commission des sanctions répond par la négative en constatant que le mandat de gestion faisait référence à la procuration, de sorte que celle-ci ne pouvait pas permettre au mandataire de dépasser les limites du mandat de gestion. On sent, à la lecture

4. V. Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF, 7 décembre 2010 : « La position constitue une interprétation des dispositions législatives et réglementaires entrant dans le champ de compétence de l'AMF, qui indique la manière dont elle les applique à des cas individuels, et qui est extériorisée dans un souci de transparence et de prévisibilité ».

5. Nouveau Petit Robert, « Commercialisation » et « Commercialiser ».

6. Vocabulaire juridique Capitant, « Commercialisation ».

de la décision, que la Commission n'a pas été pleinement à l'aise à propos de cette question et qu'elle a dû prendre un raisonnement un peu contourné pour arriver à ses fins : « Considérant qu'étant saisie du grief, la présente Commission se doit de rechercher si, en procédant à l'investissement litigieux à la demande du bénéficiaire de la procuration, la société Y a ou non manqué à ses obligations professionnelles ; que, si elle n'a effectivement pas à se prononcer sur les rapports entre l'auteur et le titulaire de la procuration, qui relève de la seule compétence du juge civil, elle se doit, en revanche, d'examiner, au regard de tous les éléments du dossier, les conditions dans lesquelles s'est déroulée l'opération litigieuse. »

Le deuxième point est relatif à l'incidence de lettres de décharge et de lettres d'instruction allant au-delà du mandat de gestion initial. Selon ce que l'on croit comprendre, si les mandats de gestion n'autorisaient pas les investissements litigieux, des lettres de décharge beaucoup plus larges avaient été obtenues des clients, de même que des lettres d'instruction. Les faits ne sont pas très clairs, mais on retiendra que les clients du fonds considéré avaient signé des lettres d'instruction autorisant à procéder aux investissements litigieux alors que le mandat de gestion ne le prévoyait pas. La décision fait état à la fois de lettres de décharge et de lettre d'instruction, sans que l'on comprenne bien leur lien, sinon que l'autorité de poursuite avait estimé que « les lettres de décharge remises au contrôleur pour justifier de ces investissements émanaient de clients hors mandat et ne pouvaient "se substituer à l'accord exprès et spécial des mandants" » et que la Commission des sanctions juge « que la banque produit ensuite des "lettres d'instruction" l'autorisant à procéder aux investissements litigieux ; que ces documents, rédigés en des termes identiques, sont en tous points conformes au modèle de "lettre de décharge" établi par la société Y » et ajoute que, contrairement à ce que soutient la notification de grief, chacun des clients concernés a bien signé une « lettre d'instruction ». Tout en absolvant les personnes poursuivies de ce chef, la Commission fait état de ses réserves sur le procédé : « Même s'il est tout à fait regrettable que les autorisations ainsi données aient été sollicitées par la banque et n'aient pas fait référence aux mandats de gestion qui avaient été conclus avec les clients, il demeure qu'elles ont toutes été signées par les mandants avant qu'il ne soit procédé aux investissements litigieux ».

Le dernier point est relatif à l'incidence du fait que la commercialisation du fonds n'était pas autorisée en France. On rappellera que l'article L. 214-1, II, du Code monétaire et financier dispose, dans sa version actuelle issue de l'ordonnance du 1^{er} août 2011 : « Tout organisme de placement collectif ou fonds d'investissement constitué sur le fondement d'un droit étranger autre que de type fermé et qui n'est pas agréé conformément à la Directive 2009/65/CE du Parlement européen et du conseil du 13 juillet 2009 portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières doit, préalablement à la commercialisation de ses parts ou actions sur le territoire de la République française, faire l'objet d'une autorisation délivrée par l'Autorité des marchés financiers ».

Les personnes poursuivies soutenaient, semble-t-il, qu'elles n'avaient pas « commercialisé » les parts litigieuses, car elles s'étaient contentées de répondre à des demandes de clients. La Commission des sanctions constate qu'il n'en est rien

et que les mis en cause avaient procédé à des démarches actives. Elle rappelle que la « commercialisation passive » qui fait échapper au régime de la commercialisation (et du démarchage) est très étroitement entendue depuis une décision de la COB parue au Bulletin mensuel de 2003 : « lorsque [la] proposition [de l'intermédiaire] répond à une demande de l'investisseur portant sur un OPC précisément désigné ». Il faut donc remplir deux conditions pour échapper à la « commercialisation active » : que la première initiative ait été prise par le client et que celui-ci ait précisément visé l'OPC en question et non une catégorie générale d'OPC ou un profil global d'investissement. En l'espèce, la décision de la COB était recevable, dans la mesure où elle visait la multigestion alternative au travers de fonds d'investissement étrangers, ce qui était le cas. Notons que, à cette occasion, la Commission retient implicitement une notion extensive de commercialisation englobant les actes de publicité et non seulement le fait de la souscription.

La question n'a pas été soulevée du texte applicable. En effet, les faits reprochés à la société de gestion et à son préposé s'étaient de 2005 à 2009. Or, d'une part, avant une loi du 31 mars 2006, l'article L. 214-1 ne prévoyait rien de tel ; c'est en effet cette loi qui a créé le II de l'article L. 214-1, mais dans des termes un peu différents du texte actuel : « Tout organisme de placement doit, préalablement à sa commercialisation sur le territoire de la République française, faire l'objet d'une autorisation délivrée par l'Autorité des marchés financiers » ; l'interdiction était donc générale. Cependant, une ordonnance du 23 octobre 2008 était venue compléter ce dispositif en visant spécialement les fonds étrangers de type autre que fermé : « Tout organisme de placement collectif ou fonds d'investissement constitué sur le fondement d'un droit étranger autre que de type fermé [...] ». Enfin, l'ordonnance du 1^{er} août 2011 a également exclu les fonds étrangers coordonnés, qui bénéficient du passeport européen depuis la Directive 2009/65 relative aux OPCVM coordonnés.

Dès lors, on aurait pu se poser la question de savoir, s'agissant de fonds étrangers, s'ils étaient de type fermé ou non. En effet, si les fonds étrangers non coordonnés de type ouvert sont soumis depuis 2006 à l'autorisation préalable de l'AMF, les fonds étrangers non coordonnés de type fermé n'y sont pas soumis depuis l'ordonnance du 23 octobre 2008. À vrai dire, cela n'aurait pas changé grand-chose en l'occurrence, car les fonds fermés, bien que n'étant pas soumis à l'autorisation de commercialisation de l'article L. 214-1, II, du Code monétaire et financier, le sont au régime de l'offre au public, de sorte que s'ils sont distribués en France auprès d'investisseurs non qualifiés et au-delà d'un cercle restreint, ils doivent faire l'objet d'un prospectus préalablement visé par l'AMF.

Posons-nous une dernière question : quelle pourrait être la sanction civile de la commercialisation non autorisée de fonds étrangers ? La nullité des souscriptions serait-elle encourue ? Si l'on a égard à la jurisprudence qui refuse désormais de sanctionner par la nullité la distribution de crédits par des établissements non autorisés⁷, on peut penser que non.

7. Cass., Ass. plén., 4 mars 2005, n° 03-11725 ; JCP E 2005, 690, note Th. Bonneau ;

AMF – Commission des sanctions – Fonds étranger coordonné – Commercialisation en France – Défaut d'autorisation – Régime antérieur à la directive du 13 juillet 2009 – Sanction.

Décision de la Commission des sanctions du 10 décembre 2012, 1^{re} section, Société FIVAL SA, MM. Gilson, Thys, Girardet, Turpel et Tabot.

En procédant à la commercialisation de parts de fonds étranger coordonné en l'absence d'autorisation de l'Autorité des marchés financiers (AMF), les mis en cause ont commis un manquement.

La circonstance qu'ils n'auraient pas encaissé les chèques des clients et les auraient finalement restitués est sans incidence sur la caractérisation du manquement, dès lors que la signature des bulletins de souscription suffit à rendre celle-ci effective.

Cette troisième décision relative à la commercialisation de fonds n'est également signalée que pour être complet et parce qu'elle vient confirmer, dans son domaine, les précédentes. En se tenant à ce seul aspect de la décision, on retiendra qu'une société de gestion avait proposé à des clients des actions d'une SICAV luxembourgeoise et accepté des souscriptions avant d'avoir obtenu l'autorisation de l'AMF de les commercialiser en France. Le texte applicable était l'article L. 214-1, II, du Code monétaire et financier, dans sa version antérieure à celle de l'ordonnance du 1^{er} août 2011 : « Tout organisme de placement collectif ou fonds d'investissement constitué sur le fondement d'un droit étranger autre que le type fermé doit, préalablement à sa commercialisation sur le territoire de la République française, faire l'objet d'une autorisation délivrée par l'Autorité des marchés financiers. » La Directive UCITS IV n'était pas encore entrée en vigueur, de sorte que la SICAV luxembourgeoise, bien que relevant des OPC coordonnés, ne bénéficiait pas du passeport européen.

La Commission constate que les clients ont été sollicités par voie de publicité et ont souscrit avant l'autorisation de l'AMF. Les mis en cause ont tenté de neutraliser ce manquement en invoquant le fait qu'ils n'avaient pas encaissé les chèques de leurs clients et qu'ils les leur avaient finalement restitués. La Commission ne s'en laisse pas compter et applique fermement la loi : la commercialisation et la souscription avaient eu lieu avant l'autorisation, peu importe que le produit n'en ait pas été encaissé. Là encore, la Commission retient implicitement la notion extensive de commercialisation en visant les actes de publicité et non seulement le fait de la souscription.

■ II. ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

AMF – Position AMF n° 2013-02 – Le recueil des informations relatives à la connaissance du client.

Textes de référence : articles 314-44, 314-46, 314-47, 314-51 à 314-53 et 325-7 du règlement général de l'AMF.

Cette importante position complète la position 2012-13 de l'AMF dont les dispositions sont applicables depuis le 22 décembre 2012⁸. Alors que la position n° 2012-13 reprenait les orientations de l'ESMA relatives aux exigences relatives à l'adéquation pour un client de services d'investissement ou d'instruments financiers, cette position résulte d'une approche propre à l'AMF et à l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) qui ont consulté les professionnels français tout au long de l'année 2012⁹.

Cette position précise les exigences relatives au recueil d'informations nécessaires à la réalisation des tests d'adéquation et de caractère approprié en vue de la fourniture d'un produit ou d'un service d'investissement. Inscrite dans le fil des textes issus de la transposition de la Directive MIF, elle entrera en vigueur au 1^{er} octobre 2013 et impliquera pour la majorité des établissements une refonte de leurs documents de connaissance des clients, une adaptation de leurs systèmes d'information et une formation spécifique de leurs collaborateurs au nouveau contexte des entretiens qu'ils ont avec leurs clients.

Ce texte issu de la doctrine de l'AMF fait suite aux nombreux travaux et enquêtes de commercialisation menés ces dernières années par l'AMF. Ces travaux ont notamment mis en exergue l'importance du questionnement du client pour satisfaire ses besoins dans un contexte ou sa connaissance des produits financiers et des conditions économiques dans lesquels ils se placent, étaient à l'origine de comportements que l'on pourrait qualifier d'irrationnels¹⁰. Tirant les leçons des processus déployés par les établissements depuis 2007 qui ont défriché cette matière, cette position vise à définir un cadre qui permettra aux établissements de délivrer leurs prestations dans des conditions optimales pour leur clientèle. Issue d'un travail commun des deux régulateurs au sein du pôle commun de commercialisation, cette position s'insère au sein d'une approche commune du client, qu'il soit client d'un instrument ou service financier ou d'un produit d'assurance. Elle anticipe ainsi clairement l'adoption de la Directive PID (anciennement dénommée Prip's) qui tend également à harmoniser la documentation remise à la clientèle.

Le deuxième apport de cette position provient des contacts noués par les régulateurs avec la Cnil qui

8. Cf. *Banque & Droit* n° 146, novembre-décembre 2012, cette chronique, p. 32.

9. Cf. *Banque & Droit* n° 145, septembre-octobre 2012, cette chronique, p. 32.

10. Cf. Synthèse des principaux résultats de l'étude sur l'évaluation des questionnaires MIF publiée sur le site AMF au sein de la rubrique « Publication » le 2 février 2011

contribuent à sécuriser, en les rendant conformes, le recueil des éléments nécessaires à la connaissance des clients. Ce recueil est clairement compatible moyennant le respect de principes rappelés par la position avec les textes dont la Cnil est en charge de la bonne application.

Cette position de l'AMF est destinée aux prestataires de services d'investissement et aux conseillers en investissements financiers. Elle s'applique aux conseillers en investissements financiers lorsqu'ils formulent des Conseils mentionnés au 4° du I de l'article L. 541-8-1 du Code monétaire et financier et aux prestataires de services d'investissement lorsqu'ils fournissent à des clients non professionnels des services de conseil en investissement, de gestion de portefeuille, de réception transmission d'ordres et d'exécution d'ordres pour le compte de tiers. Cette position ne s'applique donc pas aux prestataires en services d'investissements lorsqu'ils fournissent le service d'exécution simple des ordres dans les conditions de l'article L. 533-13-III du Code monétaire et financier.

Cette position peut néanmoins s'appliquer, lorsque cela est pertinent, à des clients professionnels auprès desquels ils doivent s'enquérir de leurs objectifs d'investissement lorsque le prestataire fournit le service de conseil en investissement ou de gestion de portefeuille. Elle s'applique à la fourniture de services d'investissement aussi bien avec présence physique des parties que par vente à distance. La position détaille les modalités de recueil de l'information. Sans reprendre tous les éléments énoncés, nous en soulignerons quelques-uns qui, à notre avis, méritent attention, car ayant peut-être été omis par les professionnels depuis 2007. S'agissant de l'actualisation des informations recueillies, la position 2013-02 précise qu'il incombe au prestataire de mettre en place des procédures permettant de déterminer les informations qui doivent faire périodiquement l'objet d'une actualisation. La périodicité d'actualisation des informations recueillies peut ainsi être variable et dépendre par exemple, du profil de risque des clients. Ce texte se conjuguera avec la prochaine position sur l'application des règles posées à l'article 314-76 du Règlement général de l'AMF, qui précisera que les prestataires, s'ils veulent être en mesure de justifier du service fourni aux clients lors de la perception de rétro-commissions, devront prendre l'attache de ces derniers périodiquement, le délai actuellement prévu par l'AMF étant d'un an.

Explicitant les règles propres à l'autocontrôle qu'elle entend proscrire, l'AMF précise dans cette position que les prestataires sont habilités à se fonder sur les informations fournies par les clients, à moins qu'ils ne sachent, ou ne soient en situation de savoir, que celles-ci sont manifestement périmées, erronées ou incomplètes. Ce critère correspond d'ailleurs à la jurisprudence des tribunaux.

Cette position reprend naturellement le principe de proportionnalité énoncé au sein de la position 2012-13 puisqu'elle indique que les prestataires appliquent ces positions en tenant compte de la nature de leur activité, des services d'investissement ou des activités de Conseil qu'ils fournissent et de la clientèle à laquelle ils

s'adressent ou sont susceptibles de s'adresser.

S'agissant des modalités de recueil et la traçabilité des informations, l'on notera, car cela ne figurait pas toujours dans les documents établis par les professionnels, que le prestataire doit informer le client que le recueil des informations est effectué dans son intérêt et a pour finalité la délivrance d'un service d'investissement ou d'un Conseil adapté ou approprié. Les questions posées aux clients doivent être claires, précises et compréhensibles.

Concernant la qualité des informations recueillies, le prestataire de services d'investissement doit attirer l'attention du client sur le fait que la fourniture d'une information complète et sincère est une condition indispensable à la fourniture d'un Conseil ou d'un service d'investissement de qualité, mention qui n'était pas toujours présente dans la documentation déployée par les établissements. Nous noterons qu'il doit également inviter le client à apporter les modifications nécessaires lorsque les informations fournies présentent entre elles des incohérences manifestes ou sont incomplètes.

L'AMF attache une importance particulière à la bonne traçabilité des informations recueillies sans toutefois exiger la signature du client, que l'on aurait souhaitée, compte tenu du caractère important de ce processus. Notamment pour conserver des éléments de preuve en cas de contentieux ultérieurs, l'on conseillera aux prestataires de faire signer ce questionnaire établi en double exemplaire afin d'en remettre un à chaque client. (cf. point 4.1.5 de la Position).

Le contenu des informations fait l'objet de précisions importantes de l'AMF qui les décline avec soin et détail. Ainsi le prestataire doit recueillir des informations pertinentes sur la situation familiale, patrimoniale et professionnelle du client. La pertinence des informations à recueillir s'analyse au regard du service à fournir et des caractéristiques du client.

Ces informations pourraient comprendre des éléments relatifs à la situation familiale du client, des informations concernant sa situation patrimoniale, sur ses revenus et, le cas échéant, ceux de son conjoint ou de son partenaire en cas de clients pacsés, sur ses dépenses courantes actuelles et éventuellement futures, ainsi que sur les facteurs susceptibles de les influencer, ce dernier point étant sans doute délicat à estimer. Bien évidemment, le prestataire de services d'investissements devra interroger son client sur sa capacité d'épargne, sur la composition, la liquidité et la disponibilité de son patrimoine, et sur la valeur indicative des éléments du patrimoine (ex. résidence principale, résidence secondaire, produits d'épargne et d'investissement). Enfin, les charges financières (par exemple le remboursement d'un emprunt immobilier) seront précisées. L'ensemble de ces éléments, qui comprend les éléments d'actif et de passif du client, permettra de déterminer la quote-part du patrimoine que le client envisage d'investir et son allocation. Des éléments relatifs à la situation professionnelle du client et de son conjoint ou partenaire en présence de conjoint pacsés seront également à obtenir.

Le prestataire devra également s'enquérir des connaissances et de l'expérience du client en matière financière

au moyen de questions qui ne ressortiront pas de l'auto-évaluation par le client. Le prestataire devra distinguer la connaissance théorique et la détention de produits d'épargne et d'investissement. S'agissant de la connaissance théorique, le prestataire, même si l'AMF ne le précise pas, devra se contenter des réponses du client sur sa formation et son parcours professionnel, car il est impensable que le client passe un examen permettant de confirmer ses dires. En ce qui concerne le conjoint-partenaire pacsé du client, notons que l'AMF ne précise pas si cette exigence de connaissance lui est étendue. Enfin, le prestataire interrogera son client sa détention présente ou passée de produits d'épargne et d'investissement, leur mode de gestion (ex. gestion directe, gestion sous mandat, gestion conseillée) et l'existence de gains réalisés ou de pertes déjà subies sur les différents produits d'épargne et d'investissement en notant la réaction du client à ces gains ou à ces pertes.

Très important, car essentiel : le prestataire devra déterminer les objectifs et l'horizon d'investissement du client en proposant une liste d'objectifs d'investissement, en les explicitant et en offrant la possibilité de les hiérarchiser, voire de les cantonner, même si l'AMF ne le précise pas. Le prestataire devra également interroger le client sur la durée envisagée de son investissement.

En ce qui concerne le risque éventuellement supporté par le client souscripteur ou acquéreur d'un produit d'épargne financière, le prestataire devra déterminer objectivement le profil du client au regard du rendement attendu par le client et du niveau de risque qu'il est prêt à supporter en s'appuyant notamment sur la documentation émise en vue de la commercialisation des produits qui contient notamment des profils de risques et des hypothèses d'évolutions du produit selon plusieurs hypothèses de risques. La nécessité de quantifier ce que le client est prêt à perdre ou à gagner est soulignée, car elle apparaît, à notre avis, comme l'un des meilleurs critères de détermination du profil de risques du client.

Cette position comprend volet dédié à la compétence et à la formation des collaborateurs. Ainsi le prestataire doit s'assurer que les personnes en charge d'accompagner les clients lors de la fourniture d'un service d'investissement ou d'un conseil disposent des connaissances suffisantes pour exploiter les outils et/ou documents de recueil des informations. Lorsqu'ils ne sont pas en mesure de fournir un service de conseil en investissement, les collaborateurs ne doivent pas orienter le client vers le service d'investissement de réception-transmission d'ordre ou d'exécution d'ordre pour le compte de tiers. Lorsqu'un prestataire de services d'investissement fournit néanmoins le service d'investissement de réception-transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres, il doit être en mesure de démontrer aux autorités de contrôle, d'une part, les raisons en expliquant notamment pourquoi le service de conseil n'a pas été fourni suite aux diligences effectuées et, d'autre part, que le service de réception transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres a été fourni à la demande du client. En d'autres termes, et même si cela n'apparaît pas explicitement et clairement dans les textes légaux,

l'on comprend bien que, pour le régulateur, la situation de conseil en investissement constitue la norme, et le service de réception-transmission d'ordres une exception soigneusement encadrée ou cantonnée à certains canaux de distribution.
J.-P. B.

AMF – Position AMF n° 2012-17 – Exigences relatives à la fonction de vérification de la conformité.

Textes de référence : articles 313-1 à 313-3, 313-5 à 313-7, 313-54, 313-75 du règlement général de l'AMF.

L'ESMA ayant publié une orientation concernant certains aspects de la Directive MIF relatifs « aux exigences de la fonction de vérification de la conformité » (2012/388), l'AMF les a transposés au sein de la position 2012-17 le 26 novembre dernier. Nous noterons que cette première version du texte a fait l'objet de compléments sous forme de notes de bas de page insérés par les services de l'AMF quelques semaines après la parution de la position ; nous conseillerons donc aux lecteurs de se référer à une version récente du texte pour disposer de la version à jour. Ce texte a pour objet de préciser les exigences relatives à la fonction de vérification de la conformité, afin de garantir une application commune, uniforme et cohérente du droit de l'Union.

Les orientations de l'ESMA reprises dans la position 2012-17 apportent des précisions sur les points suivants en termes de la responsabilité et de l'organisation du prestataire.

Ce texte de l'ESMA ne bouleverse pas le droit français, même si l'on peut regretter qu'une traduction trop littérale de cette *guideline* de l'ESMA ne permette pas d'en saisir son insertion et son application concrète au sein du dispositif mis en place par l'AMF. C'est ainsi que les termes « vérificateur de la conformité » ne traduisent pas la richesse de la fonction des RCSI par ailleurs exprimée au sein de la position, notamment quant à l'importance conférée à la mission de conseil dans l'orientation générale n° 4. Cette position présente également les diverses déclinaisons possibles de l'externalisation de la profession de RCSI auxquels les professionnels pourront utilement se référer.
J.-P. B.

AMF – Recommandation AMF n° 2013-01 – Incidence du changement de date de clôture en matière d'information financière *pro forma*.

Texte de référence : article 223-1 du Règlement général de l'AMF

Après avoir constaté qu'il n'existe pas de texte réglementaire ou comptable demandant, en cas de changement de date de clôture d'un exercice, d'établir une information *pro forma* comparative, l'AMF recommande, afin de pallier ce manque de texte et dans un souci de lisibilité et de comparabilité de l'information, de fournir une information *pro forma* pour les principaux agrégats comptables sur une base comparable, dans le but de permettre une utilisation prospective de ces données. ■
J.-P. B.