

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



**JEAN-JACQUES
DAIGRE**

Professeur
de droit
Université
Paris I

Abus de marché – Manquement d’initié – Preuve – Faisceau d’indices – Complément d’enquête du rapporteur.

Décision de la Commission des sanctions de l’AMF du 18 octobre 2013, Raad et Rosier.

Les vérifications complémentaires demandées au rapporteur ont confirmé que les acquisitions auxquelles avait procédé la personne poursuivie ne correspondaient pas à ses habitudes d’investissement.

Cette affaire est une nouvelle illustration de l’application de la méthode du faisceau d’indices à la preuve d’un manquement d’initié, preuve indirecte résultant du fait que l’investissement critiqué ne peut s’expliquer autrement que par l’utilisation d’une information privilégiée. Rien d’étonnant à l’application de ce système probatoire, car il s’agit de caractériser des éléments matériels, ce qui, ici comme en matière pénale, relève *in fine* de l’intime conviction. Sa mise en œuvre est néanmoins encadrée pour éviter une appréciation arbitraire, la Cour de cassation imposant que les juges du fait, donc tant la Commission des sanctions que la cour d’appel, motivent les raisons qui leur font accepter ou refuser chacun des indices retenus. En effet, dans l’affaire *Buildinvest*, la chambre commerciale a cassé car, en « se déterminant ainsi, sans examiner les indices invoqués par l’AMF ni précisé en quoi ils étaient entachés d’équivoque, la cour d’appel n’a pas donné de base légale à sa décision »¹, et cette exigence doit logiquement être réversible. Elle se justifie d’autant plus dans les deux sens que le montant des condamnations peut être substantiel, celle prononcée dans cette affaire étant d’ailleurs un record : 14 millions d’euros.

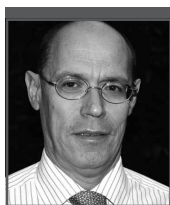
En l’occurrence, une première décision, du 12 avril 2013², avait validé un certain nombre de points de pro-

cedure (la régularité de la coopération d’une autorité de régulation hors Union européenne avec laquelle l’AMF n’avait aucun accord, la régularité des questions posées par les enquêteurs sur des acquisitions de titres autres que celles objets de l’enquête), et, sur le fond, avait estimé que la preuve d’une information privilégiée était constituée, que l’un des deux protagonistes en avait eu nécessairement connaissance, que, Compte tenu des liens entretenus par celui-ci avec un autre, il la lui avait très probablement transmise, et que les opérations réalisées par ce dernier ne pouvaient s’expliquer que par cette transmission. Cependant, le présumé utilisateur de l’information privilégiée a prétendu, au dernier moment, que les opérations réalisées n’avaient rien d’atypiques car il avait déjà tenté de les réaliser avant la naissance de l’information privilégiée. Aussi, par prudence, la Commission des sanctions a-t-elle demandé à son rapporteur de procéder à des recherches complémentaires. Au terme de ce complément d’enquête, la procédure a repris et la Commission des sanctions a estimé que les éléments recueillis par le rapporteur ne confirmaient pas les affirmations de la personne poursuivie et confortaient, au contraire, le faisceau d’indices déjà réuni.

Le plus intéressant réside dans la saisine du rapporteur, qui est l’occasion de réfléchir à son rôle. Le rapporteur, dont la désignation est obligatoire dans chaque affaire (art. L. 621-15.I Comofi), a reçu la mission de procéder, de manière générale, « à toute diligence utile » (art. R. 621-39 Comofi), en particulier d’entendre la personne mise en cause et le représentant du collège, à leur demande ou si celui-ci l’estime utile (même texte) ; il peut également saisir le collège s’il estime nécessaire que les griefs soient complétés ou étendus à d’autres personnes (même texte) ; enfin, il a pour mission finale de consigner par écrit « le résultat de ces opérations dans un rapport », qui est communiqué à la personne mise en cause et au représentant du collège (même texte), et d’en faire rapport oralement à la Commission lors de la séance (art. R. 621-40.II Comofi). Son rôle est comparable à celui du rapporteur de la Commission des sanctions de l’ACPR, à cette différence près que ce dernier est également chargé de veiller à la régularité des échanges d’écritures et de pièces et à l’avancement régulier de la procédure.

note J.-P. Pons-Henry et G. Robert ; *Banque et Droit* n° 150, juillet-août 2013, p. 24, note J.-J. Daigre.

1. Cass. com. 1^{er} juin 2010, n° 09-14684 : *Banque et Droit* n° 132, juillet-août 2010, p. 30 ; RDBF septembre-octobre 2010, comm. 199, p. 79, note D. Bompoint ; BJB juillet-août 2010, p. 298, note D. Schmidt.
2. Décision de la Commission des sanctions de l’AMF du 12 avril 2013 : *Droit des sociétés*, juillet 2013, comm. 124, p. 36, note S. Torck ; RDBJ juillet-août 2013, comm. 143, p. 67, note A. Gaudemet ; BJB juillet-août 2013, p. 345,



**JEAN-PIERRE
BORNET**

Professeur
associé
Université
paris Sud
Responsable
Compliance
BPCE



**ANNE-CLAIRE
ROUAUD**

Maître
de conférences
Université
Paris I

Le caractère sommaire des textes ne rend pas compte de l'importance du rôle du rapporteur et permet difficilement d'en définir la nature³. Tout ce que l'on peut dire, c'est que le rapporteur est plus qu'un juge de la mise en état et moins qu'un juge d'instruction.

Les pouvoirs du rapporteur ne sont pas précisés, sauf s'agissant de celui d'entendre toute personne. Il n'a pas de pouvoirs propres, mais a ceux dont dispose la Commission des sanctions elle-même, à laquelle il appartient. Il n'est donc pas limité aux auditions, mais est, comme elle, démuné de pouvoir coercitif et n'a pas, à la différence du secrétaire général de l'AMF, la possibilité de s'adresser au juge des libertés et de la détention pour exiger une communication de pièces, réaliser une saisie de documents ou une perquisition, ce qui est réservé à la phase d'enquête ou de contrôle (art. L. 621-10 et L. 621-12 Comofi). De même, le refus de collaborer aux diligences du rapporteur ne peut être sanctionné par le nouveau manquement d'entrave, qui ne profite qu'aux enquêtes (art. L. 621-15.II. f Comofi). Ne faudrait-il pas que les textes soient complétés pour lui offrir les mêmes possibilités ? En l'espèce, les diligences du rapporteur ont consisté à interroger des prestataires étrangers, mais il n'a pu le faire qu'en sollicitant la coopération des autorités de régulation compétentes.

Quant aux moyens qui lui sont accordés, les textes prévoient que le rapporteur « peut s'adjoindre le concours des services de l'Autorité des marchés financiers » (art. R. 621-39.I Comofi) ; il s'agit des membres du service « Instruction et contentieux des sanctions ». Bien qu'il s'agisse d'une division relevant du secrétariat général de l'AMF, ils sont mis au service exclusif de la Commission des sanctions et disposent d'une indépendance de fait. Il serait cependant opportun d'aller plus loin⁴ et d'organiser un véritable détachement, à l'image de ce qu'a fait l'ACPR, où un accord a été conclu avec le secrétaire général pour que les personnes mises à sa disposition ne dépendent plus, pour leur carrière, de ce dernier, mais du seul président de la Commission des sanctions⁵.

J.-J. D.

Commission des sanctions de l'AMF – Mauvaise information du marché – Condamnation des dirigeants de l'émetteur – Exonération des commissaires aux comptes – Appel des dirigeants, mais pas des commissaires aux comptes ni du président de l'AMF – Impossibilité de rejeter les commissaires aux comptes.

CA Paris, Pôle 5, Chambre 5-7, 7 novembre 2013, n° 2012/16808, Bricorama.

Dès lors que les commissaires aux comptes n'ont pas fait appel de la décision de relaxe de la Commission des

sanctions et que le président de l'AMF n'a pas non plus déposé de recours, la décision de la Commission des sanctions est définitive à leur égard et les dirigeants de l'émetteur, qui ont fait appel, sont irrecevables à demander la réformation de leur mise hors de cause.

Subsidiairement, les obligations des commissaires aux comptes et celles de l'émetteur relatives à l'information donnée au public sont fondées sur des textes différents et induisent des responsabilités distinctes ; dès lors, à supposer que la responsabilité des commissaires aux comptes fût retenue, cela n'aurait pas exonéré l'émetteur de sa propre responsabilité relative aux qualités des informations qu'il donne au public.

La cour d'appel de Paris a confirmé en tout point les condamnations prononcées par la Commission des sanctions de l'AMF contre la société Bricorama et son dirigeant pour mauvaise information du marché, à l'occasion de la non-application ou de la mauvaise application de normes comptables relatives, pour l'une, à la comptabilisation des engagements nés de contrats de location, pour l'autre, à la révélation que le bailleur était dans de nombreux cas une société familiale contrôlée par le dirigeant de la société locataire Bricorama⁶. À cette occasion, elle avait expressément étendu le principe d'impartialité objective à l'enquête.

L'intérêt de cette décision est ailleurs, dans la confirmation de la mise hors de cause des commissaires aux comptes. Il présente deux aspects, un aspect de procédure et un aspect de fond.

S'agissant de l'aspect de procédure, la cour d'appel n'avait pas d'autre solution que de déclarer irrecevable la demande de la société et de son dirigeant dans la mesure où les commissaires aux comptes n'avaient pas fait appel, ni, surtout, le président de l'AMF. L'art. L. 621-30 Comofi dispose que les décisions de la Commission des sanctions peuvent faire l'objet d'un recours « par les personnes sanctionnées et par le président de l'Autorité des marchés financiers » et ajoute que « le président de l'autorité peut, dans les mêmes conditions, former un recours ». Il en résulte assez clairement que chacun peut faire un recours pour son propre compte et que seul le président de l'AMF, comme l'indique la cour d'appel, « peut demander une aggravation de la sanction ou son prononcé à l'égard d'une personne mise hors de cause ». La règle est de principe s'agissant d'une matière répressive : « le droit de recours étant réservé aux personnes sanctionnées, son exercice ne peut, conformément aux principes généraux du droit, conduire à en aggraver la situation »⁷. À défaut, selon un auteur, la cour d'appel statuerait *ultra petita*⁸. C'est la raison pour laquelle la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010 a accordé au président

3. Voir l'analyse approfondie de C. Arsouze, *Procédures boursières*, Joly éditions, n° 293 et s.

4. Sur la nécessité d'une séparation institutionnelle, voir C. Arsouze, *Procédures boursières*, Joly éditions, n° 282.

5. Document relatif à la gestion du personnel affecté à la Commission des sanctions de l'ACP, du 21 décembre 2011 ; voir site ACPR.

6. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 29 juin 2012, Bricorama SA : Banque et Droit n° 144, juillet-août 2012, p. 24, chronique H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.-P. Bornet.

7. Décision du Conseil constitutionnel n° 88-248 du 17 janvier 1989. Voir également : CA Paris, 1^{er} H, 8 juin 2004, n° 3/20822 : Droit des sociétés, janvier 2005, comm. 15, p. 36, note Th. Bonneau ; confirmé par Cass. com., 11 juillet 2006, n° 05-13047. Voir Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Economica, n° 299, p. 430.

8. F.-L. Simon, « AMF : recours contre les décisions de l'AMF », *Dictionnaire Joly Bourse*, Étude EA070, n° 640.

de l'AMF le pouvoir de former un recours principal et un recours incident, pour lui permettre de solliciter la remise en cause d'une décision de « relaxe » ou dont la sanction lui paraîtrait insuffisante.

Cependant, dans la présente affaire, la cour d'appel de Paris n'hésite pas à s'engager dans le débat de fond, sans doute dans un souci pédagogique. Elle juge que les obligations des commissaires aux comptes et celles de l'émetteur, relatives à l'information donnée au public, sont fondées sur des textes différents et induisent des responsabilités distinctes, celles des premiers résultant, selon elle, de l'art. 632-1 du règlement général, alors que celles du second proviendraient de l'art. 223-1. Aussi, ajoute-t-elle, à supposer que la responsabilité des commissaires aux comptes ait, en l'espèce, été retenue, cette responsabilité n'aurait pas exonéré l'émetteur. Si l'on peut être d'accord avec la conclusion, il est difficile de suivre totalement la cour sur ses prémices. En effet, d'une part, l'art. 632-1 du règlement général n'est pas réservé aux personnes autres que l'émetteur, et il est, d'une certaine manière, la sanction de l'obligation de bonne information de l'art. 223-1. D'autre part, l'art. L. 621-15 Comofi, qui constitue le socle législatif du pouvoir de sanction de l'AMF, ne fait aucune distinction de cette sorte.

J.-J. D.

AMF – Commission des sanctions – Principe de légalité des délits et des peines – Publicité de la sanction.

CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 29 octobre 2013, n° 356108, SASEIM France.

La Commission des sanctions peut infliger une sanction aux personnes manquant à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvés par l'AMF. Le principe de légalité des délits et des peines, lorsqu'il est appliqué à des sanctions qui n'ont pas le caractère de sanction pénale, n'y fait pas obstacle.

Si la Commission des sanctions de l'AMF doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusation en matière pénale au sens de ce texte, alors même qu'elle n'est pas une juridiction au regard du droit interne, les modalités de publication prévues par le Code monétaire et financier et la possibilité d'un recours de plein contentieux devant le Conseil d'État assurent toutfois le respect des garanties de l'art. 6, § 1 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme, de sorte que le requérant n'est pas fondé à soutenir que l'absence de lecture publique de la décision de la Commission méconnaîtrait ces stipulations.

On ne commentera pas le fond de la décision rendue par le Conseil d'État, qui rejette le recours d'une société de gestion contre une décision de la Commission des sanctions du 21 octobre 2011 car, s'agissant de gestion collective, elle relève d'une autre chronique. Disons simplement que la haute juridiction a confirmé en tout point les reproches formulés et la sanction prononcée à l'encontre d'une société de gestion qui avait investi un peu en aveugle dans des fonds Madoff⁹.

9. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 21 octobre 2011 :

La première question que l'on abordera est relative au principe de légalité des délits et des peines. Celui-ci impose, pour la sauvegarde des droits et libertés fondamentaux, que les infractions soient précisément définies, tant s'agissant des éléments constitutifs du comportement sanctionné que de la nature et du montant de la peine¹⁰. Tel n'est pas vraiment le cas de l'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier, dont le § II indique simplement que les personnes soumises à l'empire de l'AMF peuvent être poursuivies « au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les lois, règlements et règles professionnelles approuvés par l'Autorité des marchés financiers en vigueur ». Le caractère général et indéfini de ce texte lui fait manquer de la précision que l'on est en droit d'attendre de la définition d'une infraction, même si, par renvoi, on peut lui donner une consistance¹¹.

Mais, le principe de légalité des infractions ne s'est jamais appliqué avec la même vigueur à la matière disciplinaire. C'est la raison pour laquelle le Conseil d'État, dans la présente décision, juge « que le principe de légalité des délits et des peines, lorsqu'il est appliqué à des sanctions qui n'ont pas le caractère de sanction pénale, ne fait pas obstacle à ce que les infractions soient définies par référence aux obligations auxquelles est soumise une personne en raison de l'activité qu'elle exerce, de la profession à laquelle elle appartient ou de l'institution dont elle relève ». Cet allègement du principe est justifié. Les règles disciplinaires, parce qu'elles sont des règles professionnelles, peuvent ne pas avoir la précision de la loi (pourrait-on définir le devoir de dignité des avocats ?). En l'occurrence, l'art. L. 625-15.II du Code monétaire et financier renvoie à des règles déterminées : obligations professionnelles définies par les lois et règlements et règles professionnelles approuvées par l'AMF. Cependant, parmi celles-ci, les règles de bonne conduite peuvent paraître parfois très imprécises ; c'est le cas, par exemple de l'obligation, d'agir « d'une manière honnête, loyale et professionnelle, servant au mieux les intérêts des clients » (art. L. 533-11 Comofi)¹². Mais, comment faire autrement ?

Le second point est une confirmation. Bien que les principes processuels européens fondamentaux l'exigeraient a priori, le Conseil d'État confirme que les conditions de publication des décisions de la Commission des sanctions sont suffisantes malgré une absence de lecture publique¹³.

Banque et Droit n° 41, janvier-février 2012, p. 40, chronique Droit financier et boursier.

10. Conseil constitutionnel, décision des 19 et 20 janvier 1981, n° 80-127 DC, relative à la loi renforçant la sécurité et protégeant la liberté des personnes, § 7. Conseil constitutionnel, décision du 18 janvier 1985, n° 84-183 DC, relative à la loi relative au redressement et à la liquidation judiciaire des entreprises, § 12. Voir E. Dreyer, *Droit pénal général*, Litec, n° 280.

11. Voir N. Decoopman, « Autorité des marchés financiers – Pouvoir de sanction », *Jurisclasseur Sociétés Traité*, fasc. 1511, n° 9, qui s'était demandé si l'on était « réellement en présence de règles avec la précision que requiert ce terme » ou s'il s'agissait « de principes à l'aune desquels doit être apprécié le comportement professionnel d'une personne » et qui relevait que « la marge d'appréciation de l'AMF paraît importante ».

12. N. Decoopman, *op. cit.*

13. CE, 6^e et 1^{re} sous-sections réunies, 2 novembre 2005, *Banque Privée Fiduram-Wargny*, n° 271202 : BJB 2006, p. 6, concl. M. Guyomar ; JCP 2006, I, n° 120, obs. A. Ondoua ; *Banque et Droit* 2005, n° 104, p. 58, chronique H. de Vauplane et J.-J. Daigre ; GP, 21 au 22 juin 2006, p. 25, note F. Boucard. Voir C. Arsouze, *Procédures boursières*, Joly éditions, n° 345, p. 492.

Il a déjà jugé, dans un arrêt *Didier* du 3 décembre 1999¹⁴, que, dans la mesure où la sanction prononcée était susceptible d'un recours juridictionnel, quand bien même la procédure mise en œuvre devant l'autorité de régulation ne serait pas en tout point conforme aux prescriptions de l'art. 6, § 1 de la convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme, ce défaut ne serait pas de nature à constituer dans tous les cas une violation de ce principe.

J.-J. D.

Manquement d'initié – Preuve – Faisceau d'indices – Indices insuffisants pour la Commission des sanctions de l'AMF – Appel du président de l'AMF – Faisceau d'indices constitué pour la cour d'appel.

La cour d'appel de Paris retient des indices écartés par la Commission des sanctions de l'AMF et conclut à l'existence d'un faisceau d'indices concordants établissant un manquement d'initié.

Paris, Pôle 5 ch. 7, 3 octobre 2013, (RG 2012/11761), AMF c/ X.

Dix ans après avoir consacré la méthode du faisceau d'indices, la cour d'appel de Paris¹⁵ manifeste une nouvelle fois sa volonté d'en contrôler la mise en œuvre par la Commission des sanctions. On sait toute la difficulté à faire la preuve de la détention par un initié secondaire d'une information privilégiée, le caractère immatériel de l'information rendant difficile l'établissement d'une preuve directe. Là est l'utilité, et même la nécessité¹⁶, de la méthode du faisceau d'indices. Celle-ci, fondée sur les présomptions du fait de l'homme de l'article 1353 du Code civil, permet de déplacer l'objet de la preuve en tirant des conséquences d'un fait connu à un fait inconnu¹⁷. Elle permet d'apporter la double preuve exigée à l'encontre des initiés du second cercle, pour lesquels l'autorité de poursuite doit établir, d'une part, que la personne détenait une information dont elle connaissait le caractère privilégié¹⁸ et, d'autre part, qu'elle a utilisé cette information¹⁹. La méthode n'est toutefois pas sans dangers²⁰, et doit

être maniée avec précaution. Cela implique de ne retenir que des présomptions graves, précises et concordantes : il faut que le rapprochement des indices établisse sans équivoque la détention de l'information privilégiée. Cette rigueur s'impose à la Commission des sanctions, mais aussi au juge judiciaire, qui doit, comme l'a rappelé la Cour de cassation, examiner les indices invoqués par la Commission et préciser en quoi ils sont entachés d'équivoque²¹. L'appréciation, « abandonnée aux lumières et à la prudence des magistrats » selon la formule de l'article 1353 du Code civil, comporte nécessairement une part de subjectivité, source de possibles divergences.

L'arrêt du 3 octobre 2013²² en est l'illustration. Sur recours du président de l'AMF, les magistrats parisiens y réforment une décision de mise hors de cause rendue par la Commission des sanctions le 1^{er} décembre 2011²³ : là où cette dernière n'avait pas vu d'indices suffisants, le juge judiciaire les considère comme tels. De ce point de vue, l'arrêt du 3 octobre 2013 constitue, comme cela a été relevé, la « contre-épreuve » de l'affaire *Buildinvest*²⁴, dans laquelle, à l'inverse, les indices retenus par la Commission des sanctions²⁵ ont été, par deux fois, jugés insuffisants par les magistrats²⁶.

Revenons sur les faits. Une Caisse régionale de Crédit Agricole Mutuel (la banque) cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris par l'intermédiaire de certificats coopératifs d'investissement (CCI) procéda à leur rachat et les fit radier de la cote. L'opération fit l'objet de deux communiqués de presse en septembre 2009 et fut mise en œuvre au mois de novembre suivant. Le service de surveillance des marchés de l'AMF ayant constaté une augmentation anormale du volume des transactions sur les CCI de la banque pendant la période précédant l'annonce de l'opération, une enquête fut ouverte. Elle révéla qu'une personne physique, M. X, avait acquis plus de 3 000 CCI en une seule journée, au début du mois de septembre, ce qui lui avait permis, en les apportant ensuite à l'offre de rachat, de dégager une plus-value de près de 60 000 euros.

Le caractère privilégié de l'information n'était pas contesté. Cependant, pour la Commission des sanctions, le manquement d'utilisation d'information privilégiée n'était pas constitué. Elle avait bien retenu certains des éléments relevés par la notification de griefs, notamment celui tenant à la plausibilité d'un circuit de transmission

14. CE, Ass., 3 décembre 1999, *Didier*, n° 207434 : BJB 2000, p. 29, note A. Bienvenu-Perrot ; *Banque et Droit* n° 69, janvier-février 2000, p. 53, obs. H. de Vauplane ; JCP 2000, II, 10 267, note F. Sudre ; RDBJ, janvier-février 2000, p. 32, obs. M.A. Frison-Roche, M. Germain, J.-C. Marin et C. Pénichon ; RTD Com. 2000, P. 405, note N. Rontchevsky.

15. Paris, 1^{re} ch., sect. H, 1^{er} avril 2003, n° 2002/18762 : *Banque et Droit* n° 90, juillet-août 2003, p. 44 ; BJB juill. 2003, § 62, p. 446, note R. Salomon ; BJS oct. 2003, § 223, p. 1054, note J.-J. Daigre ; *Dr sociétés* juill. 2003, p. 30, note Th. Bonneau. V. également Cass. com., 1^{er} juin 2010, n° 09-14684 : *Banque et Droit* n° 132, juill. 2010, cette chronique, p. 30 ; BJB n° 4, juillet 2010, § 38, p. 298, note D. Schmidt ; RDBF, sept.-oct. 2010, comm. 199, note D. Bompoint ; JCP E 2010, 1578 ; *Rev. sociétés* 2010, p. 587, note E. Dezeuze ; RTD com. 2010, p. 578, note N. Rontchevsky et CE, 30 décembre 2010, n° 326987 : RTDF n° 1-2, 2011, p. 145, note B. Garrigues.

16. V. J.-J. Daigre, note sous Sanct. AMF, 15 sept. 2011, M. A et Mlle B : BJB n° 5, mai 2012, § 95, p. 202.

17. Art. 1349 C. civ.

18. Art. 622-2 RG AMF.

19. Art. 622-1 RG AMF.

20. Pour une approche critique, v. notamment D. Bompoint, « Nouvelle application de la théorie du faisceau d'indices », RDBF mai 2010, comm.

116 ; O. T. Tieu, « Du mauvais usage du faisceau d'indices en matière de manquements d'initié », BJB n° 11, nov. 2012, § 207, p. 512.

21. Cass. com. 1^{er} juin 2010, préc.

22. BJB n° 1, janv. 2014, § 110y8, p. 11, note J.-J. Daigre.

23. SAN-2012-04 : *Banque et Droit* n° 143, mai-juin 2012, cette chronique, p. 30.

24. J.-J. Daigre, note préc. sous la présente décision.

25. Sanct. AMF, 10 avril 2008 : RTDF n° 3, 2008, p. 110, note E. Dezeuze.

26. CA Paris 1^{re} ch. sect. H, 8 avr. 2009, n° 2008/14851, B. c/ AMF : *Banque et Droit* n° 128, nov.-déc. 2009, p. 46, note H. de Vauplane ; BJB n° 4, juillet 2009, p. 270, note F. Martin Laprade ; N. Rontchevsky, « La cour d'appel encadre le recours à la méthode du faisceau d'indices en matière de preuve de manquement d'initié », RTD com. 2009, p. 580. Et sur renvoi après cassation par Cass. com., 1^{er} juin 2010, préc. : CA Paris, pôle 5, ch. 7, 21 juin 2012, n° 2011/08965 : *Banque et Droit* n° 144, juill.-août 2012, cette chronique, p. 31 ; BJB n° 9, sept. 2012, § 154, p. 336, note D. Schmidt ; RTD com. 2012, p. 817, note N. Rontchevsky ; *Dr sociétés*, oct. 2012, comm. 167, note S. Storck.

de l'information privilégiée en raison de liens d'amitié entre le fils de M. X et le fils d'une personne inscrite sur la liste d'initiés de la banque, et celui tiré de la participation du fils au financement de l'acquisition. Mais elle en avait écarté d'autres pour considérer « au total, que le rapprochement des éléments venant à l'appui de la notification de grief ne permet pas en l'état du dossier de conclure que seule la détention de l'information privilégiée relative à l'opération de rachat des CCI par la CRCAM Aquitaine peut expliquer l'achat de titres auquel M. X. a procédé ».

Au plan méthodologique, la cour d'appel commence par reprendre la formule désormais classique en la matière : « à défaut de preuve matérielle, la détention d'une information privilégiée peut être établie par un faisceau d'indices concordants, desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les opérations auxquelles la personne mise en cause a procédé, sans que l'AMF n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a utilisée ». Conformément aux exigences de la Cour de cassation, elle examine ensuite chacun des indices réunis ou au contraire écartés par l'AMF et précise en quoi la plupart de ces indices sont, selon elle, dépourvus d'équivoque.

Les magistrats parisiens suivent la Commission des sanctions sur les indices qu'elle a retenus. Ils considèrent ainsi qu'un possible circuit de transmission de l'information est démontré, tout en précisant que le fait qu'aucun grief n'ait été notifié au fils n'est pas de nature à relativiser la portée de cet indice. Il en va de même de l'indice tiré du rôle du fils dans le financement de l'acquisition, à hauteur de 35 000 euros. Les explications fluctuantes avancées sur ce point par les intéressés n'emportent pas la conviction des juges du fond, qui approuvent la Commission des sanctions d'avoir considéré que le fils doit être regardé comme ayant participé financièrement à l'acquisition dès lors qu'il a participé au bénéfice retiré de cette opération, peu important qu'il n'ait pas été lui-même poursuivi²⁷. Ils approuvent également la Commission d'avoir écarté l'indice tenant au montant de l'investissement : si le montant de l'acquisition était élevé par rapport aux revenus annuels de l'intéressé, il « est resté modeste au regard de la somme qu'il aurait pu mobiliser dans la perspective d'un rachat des titres imminent » étant donné qu'à l'époque il disposait d'une somme importante provenant de la vente de sa résidence principale, dans l'attente de l'achat de sa nouvelle résidence.

La cour d'appel infirme en revanche le raisonnement qui a conduit la Commission des sanctions à écarter les autres indices. Elle estime tout d'abord que c'est à tort que la Commission a écarté l'indice tiré de la concordance de calendrier entre la réalisation du projet de rachat des CCI par la banque et l'investissement litigieux : si l'ouverture du compte titres peut s'expliquer par la réception des fonds provenant de la vente de la résidence principale, sa clôture quelques jours seulement après la perception des fonds issus de la vente des CCI ne reçoit pas d'explication convaincante. Il en va de même pour les indices tirés du caractère exceptionnel et de l'absence de justification crédible de l'opération. Celle-ci présentait un caractère excep-

tionnel au regard des habitudes d'investissement de M. X, qui n'avait pas de connaissance particulière en matière boursière et n'avait précédemment jamais investi sur une valeur mobilière. En outre, sa conseillère bancaire l'avait mis en garde contre les risques liés à un investissement sur un seul titre, peu connu et peu liquide. Le motif retenu par la Commission des sanctions, selon lequel les CCI de la banque pouvaient présenter un caractère de proximité et de sécurité aux yeux de M. X qui en était client depuis de nombreuses années, est écarté par la cour d'appel.

Celle-ci considère qu'en définitive, les éléments retenus constituent un faisceau d'indices concordants desquels il résulte que seule la détention de l'information privilégiée relative au projet de rachat de ses CCI par la banque peut expliquer l'acquisition desdits CCI par M. X. Elle réforme en conséquence la décision de la Commission, et prononce une sanction de 70 000 euros. Pour fixer ce montant relativement modéré (il est légèrement supérieur à celui des profits réalisés), les magistrats tiennent compte du fait que M. X. est un particulier agissant pour la première fois sur les marchés financiers et qu'il a commis un manquement « certes grave, mais isolé », et prennent également en considération son assise financière et sa capacité contributive²⁸.

A.-C. R.

Manquement d'initié – Définition de l'information privilégiée – Information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours – Sens de l'influence sur le cours de Bourse ? – Question préjudicielle – Renvoi à la CJUE.

Des informations ne peuvent-elles être considérées comme précises au sens de la directive Abus de marché que s'il est possible de déduire, avec un degré de probabilité suffisant, que leur influence potentielle sur les cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, une fois qu'elles seront rendues publiques ?

Cass. com., 26 novembre 2013, n° 12-21361, FS-P+B, J.-B. Lafonta c/ AMF.

Une information n'est-elle précise, et donc potentiellement privilégiée, que si l'on sait dans quel sens elle fera varier le cours du titre concerné ? Telle est en substance la question transmise à la CJUE par la chambre commerciale de la Cour de cassation²⁹ à la suite du pourvoi formé par le président du directoire de Wendel à l'encontre de l'arrêt de la cour d'appel de Paris³⁰ confirmant la sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF³¹.

28. Rapp., préconisant la prise en compte de ce critère : « Rapport sur le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel », AMF, oct. 2013, spéc. p. 20 : Banque et Droit n° 152, nov.-déc. 2013, cette chronique, p. 32, obs. J.-P. Bornet.

29. BJB n° 1, janv. 2014, § 11025, p. 15, note Th. Bonneau.

30. CA Paris, pôle 5, ch. 5-7, 31 mai 2012, n° 2011/05307 : Banque et Droit n° 144, juill.-août 2012, cette chronique, p. 25 ; Rev. sociétés 2012, p. 586, note H. Le Nabasque ; JCP E 2012, 1487, note P. Pailler ; RDBF 2012, comm. 170, note A. Gaudemet.

31. AMF, Sanct. Plén., 13 décembre 2010 (SAN-2011-02), Wendel SA, Deutsche

27. Sur ce point, v. les observations de J.-J. Daigre, préc.

Les faits à l'origine de cette sanction sont bien connus. Ils se rapportent à la prise de participation de Wendel dans le capital de Saint-Gobain grâce à la conclusion avec plusieurs banques de *total return swaps* (TRS) portant sur plus de 20 % du capital de Saint-Gobain. Les banques, ayant acquis les actions Saint-Gobain pour se couvrir, cherchèrent à les revendre sur le marché lors du dénouement des TRS, ce qui permit à Wendel, qui avait réuni les moyens de financement nécessaire, de les acquérir. Les banques, étant chacune en dessous des seuils légaux, n'eurent pas à déclarer de franchissements de seuils, tandis que Wendel, qui n'avait au départ qu'une exposition économique sur les titres, n'était pas davantage tenue de procéder à une telle déclaration selon la législation en vigueur à l'époque. On sait comment la Commission des sanctions de l'AMF mobilisa une notion et un texte jusque-là inutilisés pour soumettre ces opérations à l'obligation d'information du public nonobstant l'absence d'obligation de déclaration de franchissement de seuil³². Wendel et son dirigeant furent sanctionnés pour avoir manqué aux dispositions de l'article 223-6 du règlement général de l'AMF, qui imposent à toute personne d'informer le public de la préparation de certaines opérations financières, ainsi qu'à celles de l'article 223-2, qui imposent à tout émetteur de porter à la connaissance du public toute information privilégiée le concernant.

À l'appui du pourvoi sont soulevés d'intéressants moyens de procédure (est notamment discutée la régularité du dépôt par le représentant du Collège d'observations écrites au moment même de l'audience, sans communication préalable aux personnes poursuivies) et de fond (l'application inédite des dispositions de l'article 223-6 du RG AMF par la Commission des sanctions et la cour d'appel de Paris est ainsi contestée au regard du principe de légalité des délits et des peines). Mais c'est la dernière branche du dernier moyen qui retient l'attention de la Cour de cassation, et la conduit à transmettre une question préjudicielle à la CJUE.

Les dispositions en cause sont celles de la directive Abus de marché³³ et de sa directive d'application³⁴, reprises à l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Le premier alinéa de cet article, transposant l'article 1^{er}, 1) de la directive Abus de marché, définit l'information privilégiée comme « une information précise qui n'a pas été rendue publique, qui concerne, directement ou indirectement, un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, ou un ou plusieurs instruments financiers, et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instru-

ments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ». Les deux alinéas suivants reprennent les précisions apportées par la directive d'application. Le deuxième alinéa explicite la notion d'information précise, et le troisième, celle d'influence sensible sur le cours. Or la notion d'information précise est définie par rapport à son effet possible sur le cours : une information est précise si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit ou qui est susceptible de se produire et « s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à (leur) effet possible sur le cours des instruments financiers concernés ». Cette référence à l'effet possible sur le cours ne fait-elle pas double emploi avec le critère de l'influence sensible sur le cours ? Comment interpréter le critère de l'effet sur le cours (composante de la condition de précision), pour qu'il soit véritablement distinct de celui de l'influence sensible sur le cours (élément de l'information privilégiée à côté de la condition de précision) ?

Selon une première lecture, qui est celle mise en avant par le pourvoi, le critère de l'effet sur le cours pose une exigence supplémentaire, celle de la nature de l'effet sur le cours, c'est-à-dire du sens de la variation du cours³⁵. Une information ne serait donc précise que si elle permet à celui qui la détient d'anticiper dans quel sens le cours du titre de l'émetteur concerné variera lorsque cette information sera rendue publique. L'idée, développée par le pourvoi, étant que « seule une information permettant de prévoir si le cours du titre concerné va monter ou descendre permet à celui qui la détient de savoir s'il doit acheter ou vendre et, par conséquent, lui procure un avantage par rapport aux autres intervenants sur le marché ». Cette idée est séduisante, mais une autre lecture est possible. Comme cela a été démontré, « la sensibilité est envisagée par la Directive Abus de marché de manière quantitative et non plus qualitative. Il ne suffit pas que l'information soit de nature à affecter le cours, mais qu'elle soit susceptible de l'affecter sensiblement, ce que le CESR appelle le « test de l'effet significatif sur le cours »³⁶. Dès lors, l'effet sur le cours ne vise-t-il pas tout simplement l'existence même de cet effet, indépendamment de son sens, lequel n'est pas évoqué par les directives, et indépendamment de son ampleur, à laquelle renvoie la notion d'effet « sensible » sur le cours³⁷ ? Telle est l'interprétation préconisée par l'AMF, reposant sur une vérification en deux étapes du caractère privilégié de l'information : « l'exigence d'un effet potentiel de l'événement sur le cours permet d'écarter dès la première étape de cette double vérification une information si peu précise qu'elle ne permettrait pas de conclure que sa révélation pourrait avoir un quelconque effet sur le cours du titre, cette condition étant logiquement préalable à celle qui permet d'écarter une information qui, pour être précise, ne serait pas de celles susceptibles d'être

Bank et Lafonta : Banque et Droit n° 136, mars-avril 2011, cette chronique, p. 46 ; BJB n° 4, avril 2011, § 112, p. 257, note Th. Bonneau ; *Dr sociétés* 2011, comm. 114, note R. Mortier ; RDBF 2011, comm. 74, note S. Torck ; D. 2011, p. 855, note A. Gaudemet ; *Rev. sociétés* 2011, p. 212, note H. Le Nabasque.

32. V. également Sanct. AMF 25 juin 2013, LVMH : Banque et Droit n° 151, sept.-oct. 2013, cette chronique, p. 28 ; JCP éd. E, n° 37, 2013, p. 1503, note P. Pailler ; RDBF sept.-oct. 2013, comm. 176, note A. Gaudemet ; BJB oct. 2013, § 110, p. 4, p. 471, note D. Schmidt. V. également D. 2010, p. 2640, A. Gaudemet ; BJB n° 9, sept. 2013, § 110ko, p. 439, S. Gueguen, O. Ramond et A. Ranouard.

33. Dir. 2003/6/CE.

34. Dir. 2003/124/CE, art. 1^{er}, § 1 et 2.

35. V. également N. Mennesson, « Information privilégiée : bonne ou mauvaise nouvelle ? », JCP éd. E, n° 22, 2012, 1348. Comp. Th. Bonneau, note préc. sous le présent arrêt.

36. F. Drummond, « Le manquement d'initié : données récentes », Table ronde n° 2, 3^e colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats, lundi 18 octobre 2010, spéc. p. 3.

37. V. dir. 2003/124, cons. 3.

prises en compte par un investisseur raisonnable comme fondement d'une décision d'investissement ».

Une piste de réflexion est offerte par l'arrêt *Spector*, dans lequel la CJUE a jugé que la répression des opérations d'initiés doit être appréhendée « à la lumière de la finalité de (la) directive, qui est de protéger l'intégrité des marchés financiers et de renforcer la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation induite d'informations privilégiées »³⁸. Il en résulte que l'autorité de poursuite n'a pas à établir que c'est sur la base de l'information litigieuse que l'opération a été effectuée, puisque la CJUE admet que le fait qu'un initié primaire qui détient une information privilégiée effectue une opération sur les instruments financiers concernés « implique que cette personne « a utilisé cette information » »³⁹. Mais, d'un autre côté, il ne s'agit que d'une présomption simple, et la Cour de Justice subordonne en outre la sanction à la preuve par l'autorité de poursuite du caractère indu de l'utilisation de l'information privilégiée⁴⁰. N'est-ce pas plutôt à ce stade que le sens de l'effet sur le cours devrait être pris en compte, s'il a lieu de l'être? L'incertitude sur le sens de l'effet sur le cours pourrait soit conduire à écarter le caractère indu de l'utilisation de l'information, faute pour l'initié d'en avoir retiré un avantage économique, soit permettre à l'initié d'établir qu'il n'a pas utilisé l'information. Mais même à ce stade, la notion du sens de l'effet sur le cours doit être maniée avec précaution. Seule la certitude qu'un événement fera varier le cours à la hausse ou à la baisse procure-t-elle au détenteur de l'information un avantage indu par rapport aux autres investisseurs? S'il est évident que certains événements sont de nature à faire varier le cours dans un sens plutôt que dans un autre, le sens de l'effet sur le cours peut dans d'autres cas être bien difficile à prévoir, et donner lieu à des anticipations divergentes. L'initié qui détient une information sur un événement, sans pouvoir être sûr du sens de la variation du cours qui pourrait en résulter, et qui, faisant le pari que la variation se fera dans un sens, effectue une opération en conséquence, n'est-il pas tout de même avantagé par rapport aux autres, parce qu'il est à même de mener une analyse et de faire un pari en connaissance de cause, alors que les autres investisseurs agissent dans l'ignorance complète de l'événement en question?

Si le sens de l'effet possible de l'information sur le cours doit être pris en compte, cela soulève encore une autre question. Sa détermination doit-elle être appréciée de manière subjective, dans la personne du détenteur de l'information, ou bien de manière objective, en se demandant si le marché, autrement dit un investisseur raisonnable, aurait tiré de l'information litigieuse une conclusion sur

le sens de la variation du cours⁴¹? Le pourvoi, arguant que l'information n'est précise que si elle permet « à celui qui la détient » d'anticiper le sens de la variation du cours, s'inscrit dans une approche subjective. La question formulée par la Cour de cassation, demandant si l'information précise est seulement celle « dont il est possible de déduire » que son influence potentielle sur le cours des instruments financiers concernés s'exercera dans un sens déterminé, est en revanche neutre de ce point de vue. L'approche objective semble plus proche de la finalité de la directive⁴², et est certainement mieux à même de favoriser la répression des abus de marché, mais il faut espérer que la CJUE apportera des précisions sur ce point.

A.-C. R.

AMF – Changement dans la composition de la Commission des sanctions – Défaut de notification du changement à la personne poursuivie – Annulation de la décision.

Toute modification de la composition de la Commission des sanctions doit être notifiée aux personnes mises en cause, même si le nouveau membre désigné faisait partie de la composition initialement notifiée, dès lors qu'une première modification a été notifiée entre-temps. Le défaut d'accomplissement de ces formalités empêche les personnes poursuivies d'exercer leur droit fondamental de récusation.

Paris, Pôle 5 ch. 7, 24 octobre 2013, n° 2012/14904, CIF et Coudrée Capital Management c/ AMF.

Une annulation qui s'imposait, mais qui aurait pu être aisément évitée : tel est le sentiment à la lecture de l'arrêt rendu par la cour d'appel de Paris le 24 octobre 2013⁴³. Les magistrats parisiens y annulent une décision par laquelle la Commission des sanctions de l'AMF a, le 16 février 2012⁴⁴, sanctionné des sociétés de gestion de droit étranger pour non-respect du délai de livraison de 3 jours.

Les sociétés sanctionnées avaient effectué des opérations à découvert, lesquelles, dans le contexte de crise financière, avaient été à l'origine de suspens de règlement-livraison. Plus précisément, elles avaient, dans le cadre d'une augmentation de capital avec droit préférentiel de souscription (DPS) réalisée par la banque Natixis en septembre 2008, acheté des DPS sur les titres à émettre tout en vendant à découvert les actions existantes grâce à des emprunts de titres, afin de tirer profit de l'arbitrage sur les titres de l'émetteur. Les ventes à découvert portaient sur des volumes importants (environ 4 millions de titres chacune pour les deux sociétés faisant appel) et

38. CJUE, 23 décembre 2009, C-45/08, *Spector Photo Group NV* : Banque et Droit n° 129, janv.-fév. 2010, cette chronique, p. 27 ; v. également F. Drummond, op. cit., p. 11.

39. Rapp. Résolution législative du Parlement européen du 10 septembre 2013 sur la proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (T7-0342/2013), cons. 16 sexies.

40. CJUE 23 décembre 2009, préc., § 46 et s.

41. V., au sujet de l'effet possible sur le cours, F. Drummond, préc., p. 2.

42. En ce sens : F. Drummond, op. cit., p. 2 ; Th. Bonneau, note préc. sous le présent arrêt.

43. BJB n° 12, déc. 2013, § 110v8, p. 571, note J.-J. Daigre ; P. Pailler, note à paraître à la RBBF.

44. Banque et Droit n° 145, sept.-oct. 2012, cette chronique, p. 34 ; BJB n° 9, sept. 2012, § 149, p. 359, note S. Dussart.

leur permirent de réaliser des plus-values conséquentes (environ 2 millions d'euros chacune). Les opérations, effectuées le dernier jour de la période de souscription des DPS, trois jours après la faillite de Lehman Brothers, entraînèrent des suspens face à la chambre de compensation pour des volumes significatifs. La Commission des sanctions releva que les sociétés comptaient n'opérer la livraison des titres vendus qu'après avoir elles-mêmes reçu livraison des actions nouvellement émises, sans se préoccuper de respecter le délai de trois jours de Bourse après la négociation, alors même que l'AMF avait à cette période annoncé qu'elle serait « d'une vigilance et d'une sévérité extrême sur le respect de ces règles »⁴⁵. Aussi les sociétés furent-elles sanctionnées (2,5 millions d'euros chacune), pour avoir vendu des titres à découvert sans disposer de l'assurance raisonnable de pouvoir procéder à la livraison en temps voulu⁴⁶.

C'est une irrégularité de procédure fort regrettable qui est à l'origine de l'annulation de la décision. La composition de la Commission des sanctions avait été notifiée aux sociétés mises en cause par le secrétariat de la Commission par courriers du 10 novembre 2011. Par deux nouveaux courriers du 21 novembre 2011, il leur fut indiqué que la composition de la Commission était modifiée, un de ses membres étant remplacé par un autre. Or finalement, le membre de la Commission désigné initialement siégea et participa au délibéré, sans que cette nouvelle modification ne soit notifiée aux personnes mises en cause. Celles-ci formèrent un recours en annulation.

Pour contrer leur demande, le président de l'AMF avançait trois arguments, qui sont l'un après l'autre balayés par la cour d'appel. Celle-ci commence par relever qu'il est incontestable que la seconde modification de la composition de la Commission des sanctions n'a pas été notifiée aux sociétés mises en cause, et « qu'il résulte du défaut d'accomplissement de cette formalité que (ces sociétés) n'ont ainsi pas été mises en mesure d'exercer, avant la séance de la Commission des sanctions, leur droit fondamental de récusation ». Il s'agissait en effet bien d'une nouvelle désignation, le fait que ce membre ait été désigné initialement n'y changeant rien⁴⁷. Les tergiversations affectant la composition de la Commission des sanctions ne doivent pas conduire à prendre des libertés avec les garanties procédurales des personnes poursuivies. Le droit de ces dernières à un procès équitable devant un tribunal impartial est en jeu. À l'argument de l'AMF qui faisait valoir que les sociétés n'avaient pas réagi à la première ni à la seconde notification, les magistrats parisiens répondent fort logiquement que le délai de 15 jours pour demander la récusation d'un membre de la Commission des sanctions, qui court à compter de

la notification de la composition de cette formation⁴⁸, n'était pas expiré à la date de réception du second courrier. Les sociétés auraient très bien pu contester la composition de la Commission d'ici l'expiration de ce délai.

Le président de l'AMF faisait également valoir qu'au début de la séance publique, le président de la Commission des sanctions avait signalé cette modification et interrogé les mises en cause sur leurs objections éventuelles sans recueillir aucune réaction négative de leur part, ces sociétés ayant accepté la poursuite de la séance sans émettre le vœu de la voir renvoyer à une date ultérieure. Pourtant, être informé d'une modification le jour de l'audience et devoir prendre une décision sur le champ ne revient pas au même que recevoir une notification écrite et bénéficier d'un délai pour réfléchir et procéder aux recherches nécessaires. Aussi ne peut-on qu'approuver la cour d'appel lorsqu'elle affirme que « cette circonstance n'est pas [...] de nature à purger l'irrégularité résultant de la privation, pour les requérantes, de la possibilité d'exercer de manière effective leur droit de récusation d'un membre de la Commission des sanctions, antérieurement à la séance, dans les délais et dans les formes légalement prescrites, alors qu'elles venaient seulement de découvrir, en séance, la nouvelle composition de cette Commission ».

L'AMF tirait enfin argument du fait que les éléments produits devant la cour par les requérantes qui avaient pu, depuis la séance, procéder aux recherches et à l'analyse nécessaires pour leur permettre de prendre position sur l'opportunité de demander la récusation du membre en question, ne constituaient pas une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce dernier. L'argument n'est guère convaincant, d'autant que les revirements dans la composition de la Commission des sanctions étaient de nature à alimenter le doute et à créer une apparence de partialité. La cour d'appel observe qu'« en cet état, il n'appartient à la cour d'apprécier, ni la pertinence des motifs d'une éventuelle demande de récusation visant un membre de la Commission des sanctions, ni, à l'évidence son impartialité », mais prend néanmoins le soin de relever que « les affirmations des requérantes ne peuvent cependant être écartées comme dénuées a priori de tout caractère sérieux », dès lors que le membre concerné exerçait à ce moment-là des fonctions dans une société qui avait des liens avec l'une des banques parties à la procédure et mises hors de cause par la Commission des sanctions. Aussi la cour d'appel considère-t-elle au final que « les requérantes sont fondées à se prévaloir d'une violation de leur droit, protégé par l'article 6, paragraphe 1, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, à un procès équitable devant un tribunal impartial, le droit de récusation d'un membre d'une juridiction ou, comme en l'espèce, d'un membre délibérant de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers, constituant une des composantes du droit ainsi garanti ».

A.-C. R.

45. AMF, communiqué du 19 septembre 2008.

46. V. également, prononçant des sanctions pour des faits similaires : Sanct. AMF 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et al. : Banque et Droit n° 122, nov.-déc. 2008, cette chronique, p. 25 ; CE 18 février 2011, n° 322786 : BJB n° 5, mai 2011, p. 315, note Ch. Arsouze ; Sanct. AMF 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV : Banque et Droit n° 125, mai-juin 2009, cette chronique, p. 29.

47. V. J.-J. Daigre, note préc. sous la présente décision.

48. Art. D. 621-39-2, C. mon. fin.

Blog financier – Diffusion d'information inexacte – Sanction.

L'AMF sanctionne pour diffusion d'informations trompeuses en connaissance de cause l'auteur d'un blog, ancien professeur des universités enseignant l'analyse financière, qui a publié sur son blog une information sur le niveau d'endettement d'un établissement de crédit, dont il ne pouvait ignorer qu'elle était inexacte au regard des règles comptables en vigueur et des principes de Bâle II.

AMF, Commission des sanctions, 7 novembre 2013, MM. Jean-Pierre Chevallier et Mike Shedlock.

La décision rendue par la Commission des sanctions le 7 novembre 2013⁴⁹ illustre l'un des avatars de la crise de la dette souveraine grecque. On se souvient des rumeurs concernant la Société Générale qui ont perturbé le marché durant le mois d'août 2011. Certaines de ces rumeurs annonçaient le risque de faillite, voire la faillite avérée, de la banque en raison d'une exposition importante à la dette grecque, ce qui avait entraîné une baisse conséquente du cours du titre de cette banque ainsi que de plusieurs autres. L'AMF avait été conduite à rappeler au public, et notamment aux utilisateurs de forums de discussion consacrés aux sujets financiers, que la diffusion d'informations infondées est susceptible de sanction⁵⁰. C'est dans ce contexte que s'inscrit cette affaire.

Deux blogueurs sont sanctionnés pour avoir diffusé des informations trompeuses en connaissance de cause, en violation des dispositions de l'article 632-1 du règlement général de l'AMF qui fait notamment obligation à toute personne de « s'abstenir de communiquer, ou de diffuser sciemment, des informations, quel que soit le support utilisé, qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur des instruments financiers, y compris en répandant des rumeurs ou en diffusant des informations inexactes ou trompeuses, alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses ». Le premier blogueur, de nationalité française, ancien professeur d'université enseignant l'analyse financière, avait publié sur son blog deux articles, les 3 et 14 août 2011, dans lesquels il critiquait les comptes publiés par la Société Générale pour les deux premiers trimestres de l'année 2011. Alors que la banque annonçait que son ratio *Core Tier One*, conformément aux normes Bâle 2, se montait à 9,3 %, l'auteur affirmait que « le montant des capitaux propres publiés par les mecos de la Générale ne correspond pas à la réalité ». Critiquant les règles prudentielles en vigueur, il préconisait la prise en compte, pour le calcul des fonds propres des établissements de crédit, des seuls capitaux propres. Il reprochait dès lors à la banque d'inclure dans ses capitaux propres des instruments (titres subordonnés) qui sont en réalité des dettes, et avait en conséquence calculé, en application de la règle dont il préconisait l'application, le montant des « véritables capitaux propres » de la Société Générale. Au résultat de ses calculs, les dettes de la banque auraient correspondu à 50,4 fois ses capitaux

propres, soit un Tier one de 2 %, au lieu des 9,3 % annoncés. Le second blogueur, gérant de fonds de nationalité américaine, avait relayé ces informations sur son blog et sur son site Internet.

Or la Commission des sanctions relève que les règles prudentielles de Bâle II, alors applicables, autorisaient les établissements de crédit à prendre en compte certains titres de dette hybrides, tels les titres subordonnés ou super-subordonnés à durée indéterminée (TSDI et TSSDI), pour le calcul du numérateur du ratio de solvabilité (ratio Mc Donough, de 8 %), de sorte que « la ligne du bilan « instruments de capitaux propres et réserves liées » n'était donc pas « constituée uniquement de dettes », comme l'indique à tort M. Jean-Pierre Chevallier dans son article du 14 août 2011 ».

La Commission estime « qu'il ne pouvait pas échapper au mis en cause, en sa qualité d'ancien professeur des universités enseignant l'analyse financière, qui avait procédé à une lecture attentive de la documentation de la Société Générale [...] que cet établissement de crédit ne comptabilisait pas que des titres de dette sous la ligne « Instruments de capitaux propres et réserves liées » ». Elle retient « qu'il a donc eu pleinement conscience de l'inexactitude, au regard des règles comptables en vigueur et des principes de « Bâle II », de l'information qu'il a diffusée le 14 août 2011 sur son blog ». Elle relève « qu'en outre, le choix d'avoir publié cette information dans un article rédigé, pour la première fois, en langue anglaise, puis d'avoir pris contact avec M. Mike Shedlock pour l'informer de cette publication et l'inciter à la relayer est révélateur de la volonté de M. Jean-Pierre Chevallier d'élargir autant que possible la diffusion de son article », et prononce à son encontre une sanction de 10 000 euros, tenant compte du fait que « le manquement (a) été commis en pleine connaissance de cause, mais sans volonté de nuire ».

Quant au second blogueur, la Commission considère que « le professionnalisme dont il se réclamait – et qui renforçait la crédibilité de ses communications – impliquait qu'avant de diffuser cet article, M. Mike Shedlock procède aux vérifications élémentaires qui lui auraient permis de constater l'inexactitude des informations données sur le contenu de la ligne de bilan « instruments de capitaux propres et réserves liées » de la Société Générale et sur son Tier one au 30 juin 2011 », de sorte que « qu'en négligeant de le faire, le mis en cause a diffusé une information dont, à tout le moins, il « aurait dû savoir » qu'elle était inexacte », et prononce en conséquence à son encontre une sanction pécuniaire de 8 000 euros.

Cette sanction porte-t-elle atteinte à la liberté d'expression, et notamment à la liberté d'expression scientifique de l'universitaire ? On peut ne pas le penser. Il est vrai que la Cour de cassation a récemment jugé que des propos exprimant un doute sur une question historique objet de polémique ne dépassaient pas les limites de la liberté d'expression⁵¹. La vérité juridique n'est pas la vérité historique, ni la vérité scientifique. Mais ici, ce n'est pas l'expression d'une opinion qui est à l'origine de la sanction, mais le fait que l'auteur ait présenté comme un fait une affirmation qui était inexacte « au regard des règles en vigueur », comme le relève la Commission des sanctions. Autrement dit, il est reproché à l'auteur d'avoir présenté

49. P.A., 11 décembre 2013, n° 247, p. 4, obs. O. Dufour.

50. AMF, communiqués de presse des 18 juillet et 11 août 2011.

51. Cass. civ. 1^{re}, 16 octobre 2013, n° 12-35434, P+B: JCP éd. G, n° 252, 2013, p. 2382, note E. Raschel.

comme un fait le résultat d'un calcul effectué par lui selon les règles dont il préconisait l'application et non selon les règles effectivement applicables. Or c'est une chose d'affirmer que les normes comptables devraient être modifiées, et que si elles l'étaient, l'endettement d'un établissement de crédit apparaîtrait bien supérieur à ce qu'il est en l'état; c'en est une autre d'affirmer que l'établissement en question ne calcule pas correctement ses capitaux propres, et d'induire ainsi le public en erreur sur la situation de cet émetteur, qui plus est en période de crise financière et de perturbation des marchés.

A.-C. R.

Adéquation du conseil délivré au client avec sa situation – Traçabilité du conseil – Conflit d'intérêt, mention de la rémunération perçue – Communications publicitaires – Absence de mention du caractère privé du placement – Qualification d'offre au public (non).

Au regard du montant limité de l'investissement par rapport au capital disponible du souscripteur et des souhaits exprimés par ce dernier, le placement proposé n'était pas inadapté.

Un document publicitaire comportant les conditions de l'offre et les caractéristiques des titres, émanant d'un conseiller en investissements financiers commercialisant un produit structuré et fourni par une plateforme indépendante, ne peut, en dépit de l'absence de mention du caractère privé de l'offre, être regardé en l'espèce comme constitutif d'une offre au public.

AMF, Commission des sanctions, 28 octobre 2013, société X.

La décision de la Commission des sanctions du 28 octobre 2013⁵² est intéressante à plus d'un titre. Elle apporte tout d'abord un éclairage sur les modalités d'application du dispositif relatif à la délivrance par le prestataire, en l'occurrence un conseiller en investissements financiers (CIF), d'un conseil adapté à la situation de son client. Elle aborde également des questions intéressantes relatives aux communications publicitaires diffusées par un CIF, notamment au regard du régime des offres au public.

I. Le caractère adapté du conseil délivré au client préalablement à la souscription d'un produit financier, que ce soit par l'intermédiaire d'un compte titres ou d'un contrat d'assurance vie en unités de compte, constitue le cœur de la régulation de la distribution de produits financiers. L'approche adoptée jusqu'à présent par les tribunaux se focalise sur la nature de l'information reçue par le client: c'est à l'aune de la connaissance, de la compétence et de l'expérience du client que le juge détermine si celui-ci a bien perçu et compris les diverses composantes du produit qui lui a été conseillé⁵³. Mais la Commission adopte une approche différente dans cette décision⁵⁴.

En l'espèce, les services de l'AMF reprochaient à un prestataire d'avoir proposé à deux de ses clients des produits structurés (EMTN et *equity linked notes*) inadaptés à leur situation, s'agissant de clients caractérisés par un profil « prudent », ne disposant « d'aucune ou d'une petite expérience en matière d'investissement ». Au vu de l'obligation faite aux CIF, tout comme aux PSI, de se comporter avec loyauté, d'agir au mieux des intérêts de leurs clients et de délivrer à ces derniers des recommandations adaptées à leur situation financière⁵⁵, la condamnation du professionnel paraissait aller de soi.

Or la Commission des sanctions procède à une analyse fine de la situation du client, dans l'esprit⁵⁶ des principes posés par l'AMF⁵⁷ dans ses récentes positions qui précisent 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. Des principes similaires ont d'ailleurs été posés par l'ACPR pour le recueil des informations relatives à la connaissance du client dans le cadre du devoir de conseil en assurance vie⁵⁸, les deux régulateurs ayant harmonisé leurs dispositifs sur ce sujet important. En l'occurrence, la Commission des sanctions constate ainsi que l'un des investissements litigieux représentait une infime partie du patrimoine du client (10 000 euros pour un patrimoine de 700 000 euros). S'agissant de l'autre client, elle relève que les objectifs, certes sécuritaires, du placement incluaient néanmoins une demande de diversification et d'augmentation de son rendement. Dès lors, elle considère qu'au regard du montant limité de l'investissement par rapport au capital disponible du souscripteur et des souhaits exprimés par ce dernier, le placement proposé n'était pas inadapté.

Les PSI qui fournissent les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille ne doivent pas s'enquérir seulement des connaissances et de l'expérience de leurs clients, mais aussi de leur situation financière et de leurs objectifs, ce qui est nécessaire pour s'assurer du caractère adéquat de l'investissement projeté⁵⁹. De même, les objectifs du client sont évidemment au nombre des éléments que le CIF doit prendre en compte pour délivrer une recommandation adaptée⁶⁰. Pour les autres services d'investissement, les prestataires n'ont en revanche pas, en l'état des textes, à effectuer de test d'adéquation, et doivent simplement s'enquérir des connaissances et de

moyen de protection des investisseurs en France », RLDA n° 82, mai 2013, p 74 et s.

55. Art. L. 541-8-1, 1°, C. mon. fin. et 325-7 RG AMF.

56. Les faits sont antérieurs à l'adoption et, a fortiori, à l'entrée en vigueur de ces textes.

57. Position AMF n° 2013-02 sur le recueil des informations relatives à la connaissance du client (*Banque et Droit* n° 147, janv.-fév. 2013, cette chronique, p. 31, obs. J.-P. Bornet), complétant la position n° 2012-13 concernant les exigences relatives à l'adéquation pour un client de services d'investissement ou d'instruments financiers (*Banque et Droit* n° 146, nov.-déc. 2012, cette chronique, p. 32). La position n° 2013-02 s'applique aux PSI ainsi qu'aux CIF.

58. ACPR, recommandation n° 2013-R-01.

59. Art. L. 533-13, I, C. mon. fin. et art. 314-44 RG AMF.

60. Art. L. 541-8-1, 4°, C. mon. fin. (art. L. 541-4, 4° avant la loi du 22 octobre 2010) et art. 325-7, 2° RG AMF.

52. BJB n° 1, janv. 2014, § 11022, p. 19, note J. Herbet.

53. V. par ex. Cass. com., 26 mars 2008, n° 07-11554: *Bull. civ.* 2008, IV, n° 69; 1^{er} octobre 2013, n° 12-24118.

54. V. notamment J. Lasserre Capdeville, « Le devoir d'information comme

la compétence de leurs clients⁶¹. On peut toutefois se demander si la diversification des activités commerciales des établissements et notamment l'existence d'un devoir de conseil lors de la souscription de contrats d'assurance vie n'imposent pas une évolution sur ce point. Au final, c'est la synthèse de l'évaluation de la connaissance du client (qui se décline en deux temps, sa compétence et son expérience) conjuguée à la détermination de ses objectifs (qui eux-mêmes doivent être appréciés à partir de son degré d'aversion au risque et de l'horizon temporel de son placement) qui constitue la base et le fondement du conseil délivré au client et, par voie de conséquence, sa bonne adéquation. Il incombe au prestataire de réaliser cette synthèse. À cet égard, l'AMF comme l'ACPR précisent dans leurs positions et recommandation que le prestataire ne doit pas recourir indûment aux questions, ce qui pourrait être à l'origine d'une auto-évaluation par le client. Il ne doit pas s'en tenir aux déclarations de son client, et doit détecter d'éventuelles incohérences. Les travaux d'analyse comportementale des clients ont en effet largement démontré, d'une part, que les réponses des clients peuvent être biaisées par la nature des questions et, d'autre part, qu'elles doivent être interprétées pour recevoir toute leur cohérence⁶².

Si le grief tenant au caractère inadapté des conseils délivrés aux clients est écarté, le prestataire est en revanche sanctionné pour n'avoir pas respecté son obligation de formaliser ces conseils. On sait que les CIF sont à cet égard tenus de remettre à leurs clients un document écrit indiquant les différentes propositions qui leur ont été faites, leurs avantages et leurs risques respectifs⁶³. Même si une telle exigence n'est pas imposée aux PSI, cette décision montre toute l'importance de la formalisation de l'information et intéresse à ce titre l'ensemble des prestataires. Les PSI doivent d'ailleurs conserver un enregistrement de tout service qu'ils fournissent et de toute transaction qu'ils effectuent permettant à l'AMF de contrôler le respect des obligations qui leur sont applicables et en particulier de leurs obligations à l'égard des clients et clients potentiels⁶⁴. La tenue d'un fichier client ne suffit pas. Et ces obligations doivent être suivies avec rigueur et de manière systématique, le caractère ponctuel du manquement ne permettant pas d'échapper à la sanction, comme l'observe ici la Commission des sanctions : « si l'échantillon retenu par la notification ne repose que sur deux dossiers sur huit analysés, alors qu'à la date des faits, la société X traitait plus de 1 500 dossiers, cet élément n'est pas de nature à faire obstacle à une caractérisation du grief ».

II. Cette décision comprend également d'autres points intéressants les professionnels. Le premier a trait à l'information des clients sur la rémunération du CIF. La Commission des sanctions rappelle que le professionnel distributeur de produits financiers doit informer lui-

même ses clients sur le montant ou le mode de calcul de sa rémunération, et notamment des Commissions qu'il perçoit⁶⁵. La mention de la rémunération perçue par les distributeurs des produits au sein des documents commerciaux établis par l'émetteur ne saurait se substituer à cette obligation d'information spécifique pesant sur le CIF.

Le second point concerne les communications publicitaires. La Commission des sanctions rappelle une nouvelle fois que toutes les informations, y compris celles à caractère promotionnel, adressées par un professionnel à ses clients ou clients potentiels doivent, à tout moment, présenter un caractère exact, clair et non trompeur⁶⁶, même s'il s'agit d'une simple « accroche » publicitaire. Le CIF est en l'espèce sanctionné pour n'avoir pas précisé dans les publicités diffusées sur son site internet que les produits dont il proposait la souscription ne pouvaient faire l'objet d'une offre au public, « alors même qu'une publicité très attractive et largement détaillée en faisait la promotion », et d'avoir ainsi laissé penser à tort aux clients potentiels que ces titres étaient soumis au régime protecteur de l'offre au public et particulièrement à la diffusion d'un prospectus soumis au visa de l'AMF.

S'agissant des communications publicitaires, une autre question retient particulièrement l'attention. Dans la notification de griefs, il était encore reproché à la société d'avoir, à travers la documentation commerciale diffusée sur son site Internet, permis la constitution d'une offre au public sans respecter la réglementation y afférente, en violation des dispositions de l'article L. 411-1 du Code monétaire et financier. La Commission considère néanmoins que le manquement n'est pas caractérisé, la publicité en question ne constituant pas une offre au public. Si la solution emporte l'adhésion, le raisonnement par lequel la Commission y parvient est assez opaque. Elle commence par examiner le contenu du document publicitaire litigieux, dont elle relève qu'il « comportait les conditions de l'offre et les caractéristiques des titres - rendement, durée, souscription minimum, valeurs de référence, éligibilité sur un compte titres -, ainsi que des précisions sur le fonctionnement de l'EMTN, sur une éventuelle garantie du capital, sur les conditions de sortie du placement et sa fiscalité » et « qu'en outre, il contenait une présentation de chacune des sociétés dont la variation du cours de l'action déterminait le rendement du produit ». Pareille analyse a par le passé conduit la Commission à considérer qu'une publicité diffusée par un PSI constituait une offre au public. Dans la décision Arkeon Finance⁶⁷, la Commission s'est prononcée en ce sens au vu du contenu de la publicité, laquelle exposait précisément les conditions de l'offre ainsi qu'une information précise sur chacune des sociétés dont les titres étaient offerts, de sorte que l'investisseur avait, au vu de cette publicité, des renseignements suffisants pour prendre la décision de souscrire aux titres financiers. La qualification d'offre au public est

61. Art. L. 533-13, II, C. mon. fin.

62. V. le colloque académique de l'AMF et de l'ACP du 11 mai 2012, « Une évaluation des questionnaires MIF en France », présentation d'A. de Palma.

63. Art. 325-7, al. 1, RG AMF.

64. Art. L. 533-10, 5° et position AMF n° 2013-02, préc.

65. Art. 325-6, 2° a), RG AMF.

66. Art. L. 533-12, II, C. mon. fin., et art. 314-10 et 314-11, RG AMF pour les PSI ; Art. 325-5 RG AMF pour les CIF.

67. Sanct. AMF 6 août 2012, Arkeon Finance : Banque et Droit n° 145, sept.-oct. 2012, cette chronique, p. 40 ; BJB n° 11, nov. 2012, § 199, p. 489, note D. Pasturel et N. Cuntz.

néanmoins écartée en l'espèce, au motif que « cependant, ce document publicitaire, émanant d'un CIF commercialisant un produit structuré et fourni par une plateforme indépendante, ne peut, en dépit de l'absence de mention du caractère privé de l'offre, être regardé en l'espèce comme constitutif d'une offre au public ». La formulation n'est pas sans ambiguïté : quel est l'élément déterminant pour la Commission des sanctions ? Deux interprétations semblent possibles. Soit cette décision s'inscrit dans la suite de la décision Arkeon, la qualification d'offre au public étant en l'espèce écartée parce que la Commission considère – bien qu'elle ne le dise pas nettement – que la communication ne comportait pas d'informations suffisamment précises. Cette décision soulève alors les mêmes doutes que la décision Arkeon, dans la mesure où elle admet qu'un simple CIF, tiers par rapport à l'émetteur ou au cédant et non mandaté par lui, puisse être à l'origine d'une offre au public⁶⁸. Soit la Commission revient sur sa jurisprudence Arkeon. Elle aurait ainsi considéré que la publicité était suffisamment précise pour constituer une communication au public, tout en écartant cette qualification à raison de la qualité de l'auteur de la publicité (« émanant d'un CIF »). L'adverbe « cependant » au début du second paragraphe semble inviter à une telle lecture. Mais, dans ce cas, pourquoi ne pas le dire plus nettement ? En outre, si cette interprétation est la bonne, l'examen du contenu de la publicité apparaîtrait comme un détour inutile.

A.-C. R.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

1. Position de l'AMF n° 2013-24 du 29 novembre 2013 sur les politiques et pratiques de rémunération.

La position de l'AMF n° 2013-24 du 29 novembre 2013 reprend les orientations émises par l'ESMA en juin 2013 sur les politiques et pratiques de rémunérations (ESMA/2013/606).

La position vise ainsi les formes de rémunérations susceptibles d'engendrer des risques de non-conformité aux règles de bonne conduite et des conflits d'intérêts.

L'indexation d'une rémunération ou toute forme d'incitation à un « volume d'affaires » est en soi porteuse de conflit d'intérêts en ce sens qu'elle encourage le vendeur qui pourrait être amené à « proposer » à ses clients des produits ou services correspondant davantage à ces considérations qu'à l'adéquation aux besoins du client.

La position 2013-24 de l'AMF comporte un caractère structurant et impératif au niveau :

- de la définition des politiques de rémunération d'une

grande partie des collaborateurs des établissements ;

- de la gouvernance en édictant une obligation d'approbation de la politique de rémunération par les instances dirigeantes après un avis du RCSI ;
- de l'organisation des établissements qui devront se doter d'un « personnel approprié chargé de la mise en œuvre de ces politiques et pratiques de rémunération » ;
- des modalités d'examen des nouveaux produits qui devront examiner les modalités de la rémunération des collaborateurs concernés.

« Champ d'application de la Position 2013-24 – Définitions

Personnes ou collaborateurs concernés : Personnes susceptibles d'avoir une influence significative sur le service fourni et/ou le comportement du Prestataire de services d'investissements (PSI), y compris le personnel en contact direct avec les clients, les équipes commerciales et/ou le personnel indirectement impliqué dans la fourniture de services d'investissement ou de services auxiliaires dont la rémunération pourrait créer des incitations inappropriées à agir à l'encontre des intérêts des clients. Cela inclut les personnes qui supervisent les forces de vente (comme les supérieurs hiérarchiques directs) et qui pourraient être incitées à exercer une pression sur les forces de vente ou sur les analystes financiers dont les publications pourraient être utilisées afin d'inciter les clients à prendre des décisions d'investissements. À ces exemples de « personnes concernées » s'ajoute le personnel impliqué dans le traitement des réclamations, la fidélisation des clients et la conception et le développement de produits. La notion de « personne concernée » s'étend également aux agents liés du PSI.

Rémunération : Toute forme de paiement ou avantage fourni directement ou indirectement par des PSI aux personnes concernées dans le cadre de la fourniture de services d'investissement et/ou de services auxiliaires aux clients. Sont ainsi visés les flux financiers (tels que les paiements en espèces, sous forme d'actions ou d'options, l'annulation de prêts aux personnes concernées en cas de licenciement, les cotisations retraite, la rémunération par des tiers, par exemple, au moyen de mécanismes de type « carried interest », les augmentations de salaire) ou des avantages non financiers (tels que la progression de carrière, la couverture maladie, les réductions ou conditions particulières pour l'usage d'une voiture ou d'un téléphone mobile, les remboursements généraux de notes de frais, les séminaires [...]). »

La position est applicable aux services fournis à des clients non professionnels, et aux clients professionnels à moins qu'il soit démontré qu'une telle application n'est pas pertinente. Sont également visées les rémunérations variables versées aux agents liés.

Lors de la conception ou de la révision des politiques et pratiques de rémunération, les PSI doivent prendre en compte le risque potentiel en matière de conformité aux règles de bonne conduite et de conflits d'intérêts, afin de ne pas porter atteinte aux intérêts de leurs clients en privilégiant les leurs ou ceux de leurs collaborateurs.

Les établissements devront élaborer des politiques et pratiques de rémunération qui éviteront de créer des incitations qui pourraient encourager les collaborateurs à favoriser leurs propres intérêts ou ceux de leurs établissements. Pour répondre à cette exigence, outre la prohibition des politiques et pratiques liant directement la rémunération à la vente d'instruments spécifiques ou d'une catégorie spécifique d'instruments financiers, les

68. En ce sens, v. D. Pasturel et N. Cuntz, note préc. ; A. Pietrancosta, « La réforme de l'appel public à l'épargne par l'ordonnance du 22 janvier 2009 » : RTDF n° 1-2, 2009, p. 18, spéc. p. 22 ; A. Couret et H. Le Nabasque (dir.), *Droit financier*, Dalloz, 2e éd., 2012, n° 254. Contra : A. Soilleux et Ch. Cardon, « Offre au public et admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé », *Joly Bourse*, EO010, oct. 2013, n° 155.

établissements devront régulièrement élaborer par écrit des politiques et pratiques de rémunération :

- qui prennent en compte l'ensemble des facteurs pertinents comme, notamment, les fonctions exercées par les personnes concernées, le type de produits offerts, les méthodes de distribution (avec ou sans conseil, en direct ou par téléphone) afin de gérer de façon adéquate tout risque résiduel de conflit d'intérêts ;

- qui garantiront que le rapport entre les parts fixe et variable de la rémunération est approprié au regard de l'obligation de servir au mieux l'intérêt des clients : une rémunération variable élevée, fondée sur des critères quantitatifs, peut inciter la personne concernée à privilégier des gains à court terme au détriment de l'intérêt du client ;

- qui permettront une flexibilité en matière de rémunération variable pouvant aller, le cas échéant, jusqu'à l'absence de paiement d'une rémunération variable ;

- qui lors de l'évaluation des collaborateurs n'autoriseront pas les établissements à déterminer le montant de leurs rémunérations variables en prenant uniquement en considération les volumes de ventes toujours pour ne pas créer de conflit d'intérêts qui, en dernier ressort, pourrait pénaliser le client ;

- qui préciseront que chaque évaluation se fondera sur des critères qualitatifs qui encouragent la personne concernée à agir au mieux de l'intérêt du client.

Lorsque la rémunération est entièrement ou partiellement variable, les politiques et pratiques de rémunération des PSI doivent inclure des critères appropriés qui permettent de faire converger les intérêts des clients et ceux des personnes concernées ou des PSI. Pour cela, les PSI doivent envisager la mise en place de critères qualitatifs qui encouragent les personnes concernées à agir dans l'intérêt du client. Ces critères qualitatifs incluent par exemple la conformité aux procédures internes et aux exigences réglementaires (particulièrement celles relatives aux règles de bonne conduite et, plus spécialement, au caractère adéquat des instruments vendus aux clients par la personne concernée), le traitement équitable des clients et leur degré de satisfaction.

Lorsqu'ils évaluent les performances des collaborateurs, les PSI doivent également prendre en compte les conséquences de leurs activités en termes de conformité aux règles de bonne conduite et, de manière générale, à l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients.

Dans le but d'assurer une bonne gouvernance d'entreprise, les instances dirigeantes ou, le cas échéant, l'instance de surveillance doivent, après avis du responsable de la conformité, approuver la conception des politiques et pratiques de rémunération.

Un personnel approprié doit se charger de la mise en œuvre de ces politiques et pratiques de rémunération. Les instances dirigeantes doivent porter la responsabilité de la mise en œuvre des politiques et pratiques de rémunération ainsi que de la prévention et de la gestion de tout risque lié qui pourrait résulter des politiques et pratiques de rémunération. S'agissant des nouveaux produits, les établissements s'assureront que les mesures organisationnelles adoptées lors du lancement de nouveaux produits ou services prennent

en considération de manière adéquate leurs politiques et pratiques de rémunération et prennent en compte les risques potentiels générés par ces produits ou services. Avant le lancement d'un nouveau produit, les PSI devront vérifier que le schéma de rémunération lié à la distribution de ce produit est conforme à leurs politiques et pratiques de rémunération et qu'ainsi, il ne pose pas de risque en matière de règles de bonne conduite ou de conflit d'intérêts. Les PSI devront documenter leurs diligences à ce sujet.

Les politiques et pratiques de rémunération doivent être consignées par écrit et être régulièrement mises à jour.

Pour les critères d'appréciation de la part des rémunérations variables, l'AMF considère de manière générale que plus une rémunération variable est élevée, plus elle est porteuse de risques de conflits d'intérêts. À l'inverse, une part de rémunération variable plus faible est moins susceptible d'être analysée comme étant à l'origine de conflits d'intérêts. En conséquence, il est nécessaire que les politiques et pratiques de rémunération garantissent que le rapport entre les parts fixes et les parts variables de la rémunération est approprié au regard de l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients. Les politiques et pratiques de rémunération devant prendre en compte tous les facteurs pertinents, il convient de prendre en considération les trois facteurs suivants en vue de la détermination de la part de rémunération variable :

- les fonctions exercées par la personne concernée ;
- le type de produits offerts ;
- les méthodes de distribution des produits.

Les critères d'évaluation des performances en vue de déterminer le montant des rémunérations variables sont de deux ordres :

- critères quantitatifs : aux fins de la présente position, principalement les données chiffrées ou financières utilisées pour déterminer la rémunération d'une personne concernée (par exemple, la valeur des instruments qu'elle a vendus, le volume des ventes qu'elle a réalisées, des objectifs de vente ou d'apport de nouveaux clients, etc.) ;

- critères qualitatifs : aux fins de la présente position, principalement les critères autres que les critères quantitatifs. Il peut aussi s'agir de données chiffrées ou financières utilisées pour évaluer la qualité des performances de la personne concernée et/ou la qualité du service offert à la clientèle comme, par exemple, le rendement des investissements des clients, un très faible nombre de réclamations sur une période longue, etc.

Il convient ainsi de respecter les prescriptions suivantes :

- éviter de lier une rémunération variable trop importante à un produit spécifique et, plus généralement, éviter les écarts significatifs entre les rémunérations liées aux différents produits. Les rémunérations à l'acte, l'indexation de la rémunération et/ou de l'atteinte d'objectifs, sur un seul produit sont proscrites. L'assiette sur laquelle sont assis les calculs de rémunération voire les résultats de challenges ou d'objectifs doit être suffisamment large pour permettre le respect de l'intérêt du client ;

- éviter de fonder entièrement une rémunération

variable sur des critères quantitatifs et, en particulier, sur des seules considérations de volumes de ventes. Le seul volume de vente n'est pas un critère acceptable. Il doit s'accompagner soit de conditions de conformité des ventes, soit de critères qualitatifs des ventes prises en compte (adéquations aux besoins du client) ;

– privilégier des critères qualitatifs qui encouragent les personnes concernées à agir dans l'intérêt des clients (par exemple : respect des exigences réglementaires, conformité aux procédures internes, satisfaction des clients...).

La rémunération du personnel des fonctions de contrôle doit être indépendante des performances réalisées par les secteurs d'activités contrôlés.

L'AMF cite plusieurs exemples de bonnes pratiques comme l'attribution de la part variable de la rémunération calculée et attribuée sur une base linéaire de préférence au principe du « tout ou rien » en fonction d'un objectif à atteindre. Le PSI peut également décider de payer la rémunération variable par tranches réparties sur un laps de temps approprié afin de la corriger en fonction des résultats à long terme.

D'autres exemples sont cités, parmi lesquels nous retiendrons celui relatif aux critères utilisés dans le calcul de la rémunération variable des collaborateurs qui doivent être identiques pour tous les produits vendus et comprendre des critères qualitatifs.

Des dispositions spécifiques de la position concernent les contrôles de la conformité des politiques et pratiques de rémunération.

Les PSI doivent prévoir des contrôles adéquats en vue de veiller à la conformité de leurs politiques et pratiques de rémunération. Ces contrôles doivent comporter une évaluation de la qualité des services fournis aux clients, laquelle pourra notamment être faite au moyen d'une surveillance de la vente par téléphone, ou d'une vérification par échantillonnage de l'adéquation des conseils fournis et des portefeuilles des clients. En outre, des lignes de reporting doivent être mises en place afin de faire remonter les risques de non-conformité aux règles de bonne conduite et de conflits d'intérêts. Les politiques et pratiques de rémunération doivent être réexaminées régulièrement.

Les personnes concernées doivent être informées, au préalable et de façon claire, des critères qui seront utilisés pour déterminer le montant (ainsi que les conditions et éventuelles causes de pénalités) de leurs rémunérations variables.

Elles seront aussi informées au préalable des étapes et du calendrier prévu pour l'évaluation de leurs performances. Dans tous les cas, l'évaluation des performances des personnes concernées en vue de fixer leurs rémunérations variables prendra en compte la conformité aux règles de bonne conduite et à l'obligation de servir au mieux les intérêts des clients. Les critères choisis et utilisés par le PSI pour déterminer le montant des rémunérations doivent être compréhensibles et accessibles aux collaborateurs concernés, au RCSI et aux équipes en charge du dispositif, afin d'identifier correctement le risque de préjudice pour le client.

J.-P. B.

2. Guide relatif à l'analyse financière

L'AMF a publié le 3 décembre 2013 un guide relatif à l'analyse financière dont l'intérêt n'échappera pas aux praticiens. L'on sait, en effet, que les diverses dispositions relatives à l'analyse financière sont dispersées au sein du RG AMF, ce qui ne permet pas de les identifier aisément et les rend peu lisibles, ce qui rend ce guide indispensable.

Ce document de synthèse a pour objet de préciser les attentes du Régulateur, clairement exprimées sous forme de recommandations ou de positions, en rappelant les principaux textes régissant l'analyse financière.

Conçu sous forme de guide, son contenu est clairement exprimé sous une forme pédagogique qui devrait en faire un outil utilisé aisément par les professionnels. C'est ainsi que le tableau, déployé sur quatre pages, qui détaille les obligations des PSI européens au regard de la réglementation française qui exercent une activité de production et/ou de diffusion d'analyse financière en France, sera particulièrement apprécié. Nous renvoyons les lecteurs à l'analyse de ce tableau qui répond simplement et efficacement aux nombreuses questions que suscite l'exercice de cette activité au caractère transnational.

Ce guide rappelle que l'analyse financière constitue une sous-catégorie des recommandations d'investissement dites recommandations d'investissement à caractère général qui doivent être distinguées des communications à caractère promotionnel. Ces dernières devant faire l'objet d'une mention spécifique en « gros caractères » en début de document. Pour pouvoir être considérée comme une analyse financière ou une recherche en investissement, une recommandation d'investissement à caractère général doit respecter les règles visant à préserver son indépendance posées aux articles 313-26 et 313-27 du RG AMF. Il est également précisé que le terme « titres cotés » est utilisé dans le guide pour qualifier les instruments financiers admis sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen. Ce terme sera donc étendu aux titres cotés sur un système multilatéral de négociation marchés lorsque le règlement général de l'AMF sera modifié en conséquence de l'adoption du futur règlement Abus de marché.

Le périmètre d'application de ce guide concerne les analystes crédit qui se sont en effet développés ces dernières années. Les analystes visés par cette extension du champ d'application de la réglementation AMF sont les analystes crédit (encore baptisés « fixed income » qui émettent des opinions sur la qualité et le prix des instruments financiers de dette cotés. Ils ne confondent pas avec les analystes « risque-crédit », en général logé au sein des directions des risques, qui estiment le risque de contrepartie supporté par les établissements.

Les analystes quantitatifs lorsqu'ils diffusent des recommandations portant sur les titres de capital ou de créance (arbitrage entre valeurs d'un même secteur par exemple) entrent également dans le champ de ce guide. Notons que les analystes quantitatifs sont soumis à ce dispositif en raison de leur activité – la diffusion d'analyse – et non en raison de leur titre ou qualification qui demeure très hétérogène selon les établissements.

Pour les stratégestes et économistes dont l'activité côtoie

fréquemment celle des analystes, l'AMF recommande de laisser au soin du RCSI de chaque établissement en fonction de l'organisation et de la nature des activités exercées, le soin d'apprécier l'opportunité de l'application du dispositif réglementaire relatif à l'analyse financière.

Parmi les autres points saillants de ce guide, nous notons l'importance apportée aux conflits d'intérêts. S'agissant de la séparation physique des analystes avec les négociateurs-vendeurs, l'AMF l'exige. Toutefois, elle admet au titre du principe de proportionnalité que des établissements de petite taille puissent ne pas séparer leurs équipes sous réserve de pouvoir justifier leur choix en mettant en place des mesures adaptées qui sauvegarde l'autonomie des deux fonctions.

Le contrôle des transactions personnelles des analystes a été longuement discuté lors des réunions de travail. Ce sujet oppose la liberté personnelle des analystes avec les contraintes déontologiques de respect de l'intégrité du marché et du risque de réputation de l'établissement qui les emploie. L'AMF émet une recommandation qui autorise la seule détention, de titres par les analystes sous forme de titres d'Opcvm ou encore de titres placés en gestion sous mandat discrétionnaire. Cette recommandation va plus loin que le code de déontologie de la SFAF qui limite cette interdiction aux titres au suivi duquel participe l'analyste. Toutefois l'AMF dans sa recommandation précise que chaque établissement pourra mettre en œuvre des mesures alternatives comme la domiciliation des comptes, l'obligation d'accès ou encore le système de pré-approbation des transactions personnelles par le RCSI. Ces mesures de souplesse devront toutefois être appliquées et suivies avec rigueur par le RCSI, notamment pour les systèmes de pré-approbation pour lesquels il s'engagera.

Les relations des analystes avec les émetteurs sont précisées afin de garantir l'objectivité de leurs relations ; nous noterons que ces précisions ne sont pas reprises au sein d'une Recommandation ou d'une Position ce qui peut s'expliquer compte tenu du caractère transfrontière de l'activité.

Les prestations commerciales des analystes sont encadrées au sein d'une position reprise par le guide qui vise à garantir l'égalité de traitement des clients. Les procédures des établissements devront sans doute être revues à la lumière de cette position de l'AMF qui tend à encadrer rigoureusement les activités dites commerciales des analystes.

La diffusion des analyses fait l'objet de prescriptions précises. En premier lieu l'on relève qu'il peut être envisagé de diffuser des travaux de recherche de façon différente à certaines catégories de clients « si et seulement si » les intérêts de l'ensemble des destinataires de l'analyse financière sont préservés. Cette approche différenciée par l'AMF de la diffusion des analyses doit être soulignée car elle correspond à l'évolution de ce métier. L'AMF décline ensuite dans ce guide les différents cas de figure rencontrés compte tenu du moment où l'analyse est diffusée (communication la veille de sa diffusion, après la clôture du marché etc.). En ce qui concerne les changements de recommandation en cours de séance pour lesquels l'AMF a constaté qu'ils étaient à l'origine de perturbations du marché, l'AMF recommande qu'ils soient publiés en cours de séance que si l'émetteur a publié une information importante ou si une information importante sur son secteur d'activité a été publiée pendant cette même séance.

Enfin ce guide rappelle les diverses obligations d'un PSI diffusant des recommandations produites par un tiers et l'obligation d'identifier et de mentionner les conflits d'intérêts.

Au final, il synthétise de manière opportune et pédagogique les diverses contraintes et obligations essentiellement déontologiques qui pèsent sur cette activité qui depuis le précédent rapport de M. de Demandolx, rendu dans les premières années de ce siècle, a connu de nombreux bouleversements tant son équilibre économique est fragile. ■

J.-P. B.