

# CHRONIQUE

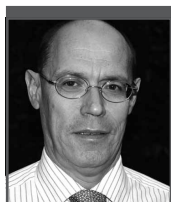
## DROIT FINANCIER ET BOURSIER

### JURISPRUDENCE



**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur de droit  
Université Paris I



**JEAN-PIERRE BORNET**

Professeur associé  
Université Paris Sud  
Responsable Compliance  
BPCE



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**

Maître de conférences  
Université Paris I

#### Intermédiaire en biens divers – Notion – Obligations – AMF – Sanction.

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 7 avril 2014, Société MAI.

**En organisant l'acquisition, la vente, la diversification, la conservation et la valorisation d'un stock d'œuvres d'art propriété du client, en promettant des plus-values financières à l'issue de chaque trimestre d'au moins 4 % et en assurant la conservation des œuvres, la société a réalisé des opérations sur biens divers.**

**Le fait de proposer des biens divers s'entend de tout mode de commercialisation s'appuyant sur une publicité ou l'utilisant dans sa relation avec l'investisseur, que cette publicité ait été ou non conçue ou diffusée par chacun des intermédiaires concernés.**

**Se sont comportées en intermédiaires en biens divers les personnes qui ont proposé ces opérations à titre habituel ou qui ont recueilli des fonds à cet effet ou qui ont été chargées de la gestion de ces biens.**

L'AMF se préoccupe de plus en plus de la commercialisation des produits dits atypiques qui, n'étant pas des instruments financiers, peuvent être librement distribués par toute personne, sauf s'il s'agit d'opérations sur « biens divers ». En effet, depuis une loi du 3 janvier 1983<sup>1</sup>, modifiée très récemment par la loi Hamon<sup>2</sup>, l'activité d'intermédiaire en biens divers est encadrée et définie comme (i) le fait, directement ou indirectement, par voie de publicité ou de démarchage, de proposer à titre habituel à des tiers de souscrire à des rentes viagères ou d'acquiescer des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers lorsque les acquéreurs n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsque le contrat offre une faculté de reprise ou d'échange et la revalorisation du capital investi ou (ii), le fait de recueillir des fonds à cette fin ou (iii), le fait de se charger de la gestion de ces biens (art. L. 550-1-I du Code monétaire et financier). Le champ de la réglementation est donc

déterminé par la nature de l'activité, une intermédiation, plus que par celle de son objet, puisqu'il s'agit de tous les droits sur des biens mobiliers ou immobiliers autres que ceux qui font l'objet d'une réglementation spéciale. D'où l'importance toute particulière des trois notions qui délimitent les intermédiations réglementées : la proposition de biens divers, le recueil de fonds à cette fin et la gestion de ces biens. Ceux qui s'y adonnent doivent remplir un certain nombre d'obligations : établir et faire viser par l'AMF un document d'information destiné au public, procéder à un reporting annuel auprès de l'AMF, se constituer sous forme de société par actions et faire désigner le commissaire au compte en justice après avis de l'AMF. Cette affaire est l'occasion pour la Commission des sanctions de l'AMF de préciser plus nettement sa doctrine sur ces divers points, à la suite des décisions Akzenta AG et Solabios<sup>3</sup>.

La première notion, celle de proposition est, à défaut de définition dans la loi, entendue très largement par la commission des sanctions, ce qui n'est pas nouveau, comme celle de commercialisation des produits financiers : il s'agit de « tout mode de commercialisation s'appuyant sur une publicité, ou l'utilisant dans la relation avec l'investisseur, que cette publicité ait été ou non conçue ou diffusée par chacun des intermédiaires en biens divers concernés ». Il en résulte, d'une part, qu'une simple proposition suffit, même si elle n'est pas suivie d'effet et, d'autre part, qu'il est indifférent que la publicité ait été conçue par l'intermédiaire ou par autrui dès lors qu'à l'occasion « de ses contacts avec les investisseurs [il] s'appuyait sur ou utilisait une publicité faite en amont, par voie de presse ou par tout autre moyen, notamment Internet ». Il reste qu'il faut que la publicité soit suffisamment précise pour constituer une proposition, ce qui, selon la décision, suppose qu'elle expose, d'une part, les caractéristiques du produit, et, d'autre part, suggère sa souscription. On est très près de l'offre au public d'instruments financiers : « Une communication adressée sous quelque forme que ce soit et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une

1. Loi n° 83-1 du 3 janvier 1983, modifiée par les lois n° 85-1321 du 14 décembre 1985 et n° 2014-344 du 17 mars 2014; aujourd'hui art. L. 550-1 et s. et R. 550-1 et s. du Code monétaire et financier.
2. Loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation. Voir le commentaire dans cette chronique.

3. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 3 novembre 2005, affaire Akzenta AG : Droit des sociétés 2006, commentaire n° 93, note Th. Bonneau. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 23 juillet 2013, affaire Solabios : BJB février 2014, p. 90, note H. Bouthinon-Dumas; RDBF septembre-octobre 2013, p. 56, n° 177, note P. Pailler; Banque et Droit, novembre-décembre 2013, n° 152, p. 22, obs. J.-J. Daigre. Pour la jurisprudence, voir CA Paris, 1<sup>re</sup> H., 25 avril 2000, n° 199/22757, SA Eleuage et Patrimoine : BJB septembre-octobre 2000, p. 449, n° 93, note Th. Granier; Cass. crim. 4 septembre 2002, n° 01-84503 : Banque et Droit mars-avril 2003, p. 35, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers » (art. L. 411-1, 1 du Code monétaire et financier). Il n'y a, en effet, aucune raison de distinguer les deux, la proposition au public de biens divers étant le décalque de l'ancien appel public à l'épargne, aujourd'hui offre au public de titres financiers. En l'espèce, il n'y avait aucun doute sur le fait que la Société MAI, promoteur des produits, avait proposé des biens divers dans les conditions prévues par le texte.

La deuxième notion permettant de qualifier un intermédiaire en biens divers est celle de recueil de fonds aux fins de faire acquérir ces biens. Là encore, la loi n'offre aucune précision ; aussi, l'AMF prend-elle soin d'indiquer que cette expression vise « toute personne physique ou morale qui se livre à des actes matériels de recueil de fonds ou d'encaissement aux fins d'acquisition de biens divers, que ce soit pour son propre compte ou pour le compte d'une autre personne, physique ou morale, dont elle serait le préposé ou le dirigeant ». Il en résulte, en premier, que le recueil de fonds semble entendu très largement, comme non seulement le fait de les encaisser, c'est-à-dire, pour l'intermédiaire, de les recevoir sur son compte, mais plus largement comme celui de prendre en charge un titre de paiement libellé au bénéfice d'une autre personne, car l'AMF vise les simples « actes matériels de recueil de fonds ». Il en résulte également qu'il importe peu que les fonds soient recueillis pour le compte même de l'intermédiaire ou pour le compte d'une autre personne. De même, entrent dans la catégorie des intermédiaires par recueil de fonds ceux qui ne sont pourtant que les préposés de l'intermédiaire ou les dirigeants de la société intermédiaire en biens divers, et, quand on regarde les personnes en l'espèce poursuivies et sanctionnées, on s'aperçoit que la notion de recueil de fonds pour le compte d'autrui s'applique également aux mandataires ou aux courtiers, ce qui est logique.

L'extension aux simples actes matériels de recueil de fonds peut paraître excessive, si telle est bien la position de la décision. Quand l'intermédiaire n'est que l'agent de transmission d'un document valant instrument de paiement, peut-on vraiment dire qu'il recueille des fonds, alors qu'il n'est qu'un simple facteur ? À quoi servirait-il d'incriminer de simples intermédiaires qui ne participent nullement, de près ou de loin, à l'action incriminée, et dont l'activité ne crée pas le moindre risque pour l'investisseur ? Il serait justifié de retenir la même distinction qu'en matière de transmission d'ordres, entre la transmission juridique des ordres et leur simple transmission technique ou routage<sup>4</sup>. La répression n'en serait pas affaiblie, car ceux qui se contentent de recevoir des titres de paiement libellés au nom d'autrui ont certainement réalisé, par ailleurs, une proposition de biens divers soit par voie de publicité soit par voie de démarchage, ce qui suffit à les faire entrer dans les mailles du filet.

La troisième notion qui permet de qualifier l'intermédiation en biens divers est celle de gestion de ces biens. Il faut immédiatement préciser qu'elle intervient dans

deux hypothèses : d'abord indirectement, dans celle de proposition de biens divers, ensuite directement, dans celle de gestion des biens divers. Dans la première, la proposition de biens divers ne tombe sous le coup de la loi si « les acquéreurs n'en assurent pas eux-mêmes la gestion ». Autrement dit, dans cette première hypothèse, la notion de gestion joue un rôle négatif : il n'y a intermédiation en biens divers que si l'acquéreur ne gère pas lui-même les biens acquis. En revanche, dans la seconde hypothèse, la notion de gestion des biens joue un rôle positif : est intermédiaire en biens divers celui qui les gère, ce qui suppose qu'ils aient préalablement été acquis dans le cadre de la première hypothèse. Quoi qu'il en soit, il n'y a pas de raison d'en faire deux notions différentes.

Mais, là encore, la loi ne précise pas ce qu'il faut entendre par « gestion », aussi l'AMF retient-elle sa propre interprétation, qui est très large. Elle ne la définit pas directement ni précisément, mais révèle sa pensée au détour d'une analyse concrète et semble y voir, de manière extensive, tous « faits d'exploitation technique, industrielle ou financière de produits ». Si l'on se réfère, par parallèle, à la gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, ce qui n'est pas illogique dans la mesure où le législateur de 1983 a probablement raisonné sur ce modèle, on peut estimer qu'il n'y a de gestion que si elle est active, c'est-à-dire susceptible de produire des revenus ou des plus-values ou les deux. C'était la position de la COB à l'époque ; elle avait estimé, dès 1984, qu'elle ne pourrait pas « normalement, considérer comme responsable de la gestion la société dont le rôle ne permettrait pas de rendre compte des conditions réelles d'exploitation des biens, notamment en raison de son caractère essentiellement "administratif" »<sup>5</sup> ; de même, dans son instruction de mars 1986, elle estimait que « la gestion du droit a pour objectif de produire éventuellement, au profit de l'investisseur, un revenu et/ou une plus-value »<sup>6</sup> ; mais il est vrai qu'un peu plus loin, l'instruction indiquait que « sont considérées comme gestionnaires des biens les personnes qui assurent en fait l'exploitation technique, industrielle et financière de ces biens », ce que reprend à son compte la décision MAI.

On est donc loin de la notion étroite de gestion, celle d'une gestion susceptible de produire des revenus ou des plus-values, et l'AMF l'étend à la gestion matérielle et/ou financière des biens ou des sommes investies. Cette interprétation large permet, en l'espèce, de sanctionner des intermédiaires qui avaient encaissé des sommes des souscripteurs et décaissées celles-ci au profit de tiers, par exemple au profit d'auteurs de tableaux (il s'agissait d'un investissement en œuvres d'art) ou au profit d'autres intermédiaires ou au profit du dépositaire matériel des œuvres ou au profit des clients. C'est ainsi que s'est fait sanctionner un huissier qui avait accepté d'être le séquestre des sommes versées par les investisseurs et les avait parfois utilisées pour acheter des toiles, rémunérer des artistes-peintres et rembourser des intérêts aux clients.

Jean-Jacques Daigre

4. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Economica, n° 186, p. 277.

5. Supplément n° 13 au *Bulletin mensuel* n° 174 d'octobre 1984, p. 3.

6. Instruction COB mars 1986, prise en application de la loi n° 83-1 du 3 janvier 1983 modifiée par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985 portant surveillance des placements : DOC-1986-01, n° 1.32.

### Manipulation de Cours – Day Trading – Ordres agressifs et volumineux exécutés en partie ou en totalité, suivis immédiatement d'ordres de vente – Manipulation : non – Spéculation : oui.

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 14 mars 201, société X.

Des ordres agressifs et volumineux donnent au marché un signal acheteur, mais ne lui donnent pas pour autant une indication fausse s'ils sont placés à un niveau suffisant pour être exécutés et s'ils ne sont pas annulés, ce qui était le cas des ordres critiqués, qui étaient tous immédiatement exécutés pour moitié ou en totalité et répondaient à une offre préexistante dans le carnet, à quoi s'ajoutait que d'autres intervenants avaient également passé des ordres agressifs de volume très important, de sorte que la hausse du cours des titres concernés était moins imputable à l'activité de la société de trading poursuivie qu'à l'accroissement d'activité des autres intervenants, sensibles, notamment, aux signaux techniques que constituaient les ordres de celle-ci.

Le renversement rapide des positions est un indice de manipulation de cours, mais, en l'occurrence, cet indice est démenti par le fait que les ordres d'achat agressifs et volumineux n'avaient pas comme seule raison d'être le renversement des positions, mais bien l'acquisition effective des titres demandés, et parce que le renversement des positions permettait au trader, dont la politique d'exécution était essentiellement tournée vers une politique de *day trading*, de sécuriser régulièrement, au cours des mêmes séances de bourse, ses gains potentiels, quitte à continuer d'intervenir durant le reste de la séance.

De la difficulté de prouver la manipulation de cours, ce qui n'est pas nouveau, mais est aggravé par la pratique du *day trading* et le *trading* à haute fréquence ou algorithmique. La difficulté qui en résulte a bien été mise en évidence dans cette affaire : « Manipulation de cours : quelle différence avec le principe même de la spéculation ? »<sup>7</sup>. En l'espèce, si l'on s'en tient à l'essentiel, une société de trading avait pratiqué, à plusieurs reprises, de la manière suivante : elle plaçait des ordres d'achat dits agressifs et volumineux sur un titre, c'est-à-dire des ordres passés à la meilleure limite pour une quantité supérieure à celle présente en carnet pour cette limite et qui trouvent en totalité ou partiellement une contrepartie mais entraînent un décalage des limites qui définissaient antérieurement la fourchette de cotation. Selon la décision, les ordres agressifs sont ceux qui sont immédiatement exécutés pour au moins la moitié des volumes demandés et les ordres volumineux ceux qui portent sur un volume très supérieur à la moyenne des ordres passés au cours de la même séance. Après avoir passé ces ordres, exécutés en totalité ou en partie, et avoir provoqué un décalage du cours à la hausse, la société de trading, tout en maintenant une certaine pression à l'achat, avait renversé ses positions et vendu ses titres au meilleur prix, et réalisé ainsi une plus-value systématique, qui, même marginale en soi, n'était pas négligeable sur la quantité.

S'agissait-il d'une manipulation de cours ? On pouvait, de prime abord, le penser. Rappelons que l'art. 631-1 du Règlement général de l'AMF décide que : « Constitue une manipulation de cours : 1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres : a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instrument financier [...] », et qu'à titre d'indice, l'art. 631-2 prévoit que l'AMF peut prendre en compte « 1° L'importance de la part de volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ; [...] 4° Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé [...] ». À cela s'ajoute que l'ESMA<sup>8</sup> a fustigé la technique dite du « momentum ignition » ou « création d'un mouvement des prix », c'est-à-dire l'« Entrée d'ordres ou d'une série d'ordres destinée à lancer ou à exacerber une tendance et à inciter d'autres acteurs à accélérer ou élargir la tendance afin de créer une opportunité de dénouer/ouvrir une position à un prix favorable ». N'était-on pas exactement face à cette pratique dans l'affaire jugée par la Commission des sanctions ?

Telle avait été l'analyse du collègue de l'AMF, qui avait reproché à la société de trading d'avoir utilisé un mode opératoire qui pouvait avoir eu pour effet de donner au marché des indications trompeuses sur la demande et l'offre des titres en envoyant des signaux acheteurs sous la forme d'ordres d'achat agressifs et volumineux, ce qui aurait engendré des tendances haussières. Il le pensait d'autant plus que ces ordres d'achat avaient été immédiatement suivis d'ordres de vente, témoignant d'un renversement de positions très rapide, stratégie qui pouvait avoir été adoptée en vue de tirer profit du mouvement haussier que la société de trading avait elle-même amorcé.

Telle ne fut pas l'analyse du rapporteur, puis celle de la Commission des sanctions qui a mis hors de cause la société de trading par une décision très motivée et animée d'une volonté pédagogique évidente. Elle commence par rappeler la hiérarchie d'exécution des ordres, puis comment se déterminent le meilleur prix de vente et le meilleur prix d'achat, qui constituent la fourchette de cotation, encore ce qu'il faut entendre par ordres agressifs et ordres volumineux et les conséquences que ceux-ci peuvent avoir sur la fourchette de cotation. La décision prend ensuite soin de décrire avec précision la succession chronologique des opérations critiquées, pour finalement écarter la qualification de manipulation de cours. Plusieurs raisons la conduisent à une telle appréciation : les ordres d'achat agressifs et volumineux n'étaient pas annulés, ni fixés à un prix ne permettant pas leur exécution, mais au contraire à un prix qui leur permettrait d'être exécutés en totalité ou en grande partie ; ils étaient donc placés pour être exécutés et non – seulement ? – pour faire décaler le cours et répondaient donc à une offre préexistante dans le

7. F. Martin-Laprade, note sous décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 14 mars 2014 : BJB mai 2014, p. 257.

8. « Orientations » du 24 février 2012 relatives aux systèmes de contrôles dans un environnement de négociations automatisées.

carnet ; ils n'étaient pas les seuls de cette nature, de sorte que la hausse du cours des titres était moins imputable à la seule activité de la société de trading qu'à l'accroissement d'activité de la part des autres intervenants, sensibles, notamment, aux signaux que constituaient les ordres de la société de trading ; les renversements des positions étaient, certes, rapides et massifs, mais ne pouvaient être pris en compte en tant qu'indices de manipulation de cours car ils étaient précédés d'ordres d'achat qui avaient été effectivement exécutés et n'avaient donc pas comme seule raison d'être le renversement de position à venir, mais bien l'acquisition effective des titres demandés ; enfin, les renversements de position avaient pour justification de sécuriser régulièrement, au cours d'une seule séance de bourse, les gains potentiels de la société de trading, qui était essentiellement tournée vers une politique de trading journalier. C'est la consécration du *day trading*.

Reconnaissons que la situation était différente d'autres hypothèses qu'avait eu à connaître la commission des sanctions dans lesquelles des éléments d'environnement coloraient les pratiques poursuivies<sup>9</sup>. Néanmoins, on peut être surpris de la conclusion favorable car, au résultat, si la décision est rassurante pour les droits de la défense et la justice, elle n'est pas totalement satisfaisante pour le bon fonctionnement du marché. On peut en effet difficilement se déprendre de l'idée d'une organisation habile ayant provoqué un fonctionnement artificiel de la loi de l'offre et de la demande.

Jean-Jacques Daigre

### PSI – Risques imprévisibles – Obligation d'en informer le souscripteur d'un produit financier.

Cass. com. 11 février 2014, n° 12-26083.

**Le prestataire de services d'investissement est tenu, à l'égard de son client, d'une obligation d'information portant, le cas échéant, sur les risques inhérents aux placements proposés, leur chance de réalisation, fût-elle imprévisible.**

Cet arrêt sera commenté dans le prochain numéro de la revue, mais est néanmoins signalé car, bien que non publié au *Bulletin*, il recèle un enseignement très important pour les professionnels : même les risques imprévisibles doivent être révélés au client. En l'occurrence, une personne avait souscrit des parts de SCPI par l'intermédiaire d'une banque et avait financé l'opération par un emprunt auprès de cet établissement ; les ayant revendues, elle avait recherché la responsabilité de la banque ; une cour d'appel avait rejeté sa demande, estimant qu'elle était suffisamment expérimentée en matière de placements financiers, mais la décision avait été cassée par un premier arrêt<sup>10</sup>, qui avait reproché aux juges

du fond de n'avoir pas recherché si l'information délivrée avait été cohérente avec l'investissement proposé et avait mentionné les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents à l'investissement ; la cour de renvoi avait rejeté l'action de l'investisseur, au motif qu'il ne pouvait être reproché à la banque de n'avoir ni prévu que la SCPI ne serait pas en mesure de tenir ses engagements ni anticiper l'effondrement du marché immobilier. La décision est à nouveau cassée au motif « qu'en statuant ainsi, alors que le prestataire de services d'investissement est tenu, à l'égard de son client, d'une obligation d'information portant, le cas échéant, sur les risques inhérents au placement proposé, leur chance de réalisation fût-elle imprévisible ». Prise à la lettre, cette formule est redoutable, car elle impose une obligation d'alerte apparemment sans limite. Faudra-t-il avertir le souscripteur que le ciel peut lui tomber sur la tête ? ...Évidemment non, car il faut qu'il s'agisse de risques inhérents au placement.

Cette décision fera l'objet d'un commentaire bien plus complet dans le prochain numéro de la revue.

Jean-Jacques Daigre

### AMF – Pouvoir de sanction – Abus de marché – Manipulation de cours – Cumul de sanctions – Non bis in idem – Convention européenne des droits de l'homme – Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

Cass. Crim. 22 janvier 2014, n° 12-83579, FS-P+B+R+I.

**Selon la chambre criminelle de la Cour de cassation, l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas au cumul de poursuites et de sanctions pénales et administratives à raison des mêmes faits en matière d'abus de marché.**

Au croisement de différents ordres juridiques, entre exigences constitutionnelles et conventionnelles, entre la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) et celle de la Cour européenne des droits de l'Homme (CEDH), les difficultés soulevées par la double répression pénale et administrative des abus de marché<sup>11</sup> au regard du principe *non bis in idem* ne tarissent pas<sup>12</sup>. Par un arrêt rendu le 22 janvier 2014<sup>13</sup>, la chambre criminelle

11. Depuis que la COB s'est vue attribuer par la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier le pouvoir de sanctionner administrativement les abus de marché en plus des sanctions pénales déjà existantes.

12. Pour une approche critique, v. notamment H. Le Nabasque, « La règle *non bis in idem* et les abus de marché », RDBF 2010. Repère 6 ; J. Lasserre Capdeville, C. Mascala et S. Neuville, « Propositions doctrinales pour lutter contre l'atteinte au principe *non bis in idem* en matière financière », D. 2012, p. 693 ; N. Rontchevsky, « Pour en finir avec une acrobatie intellectuelle française : retour sur le cumul des procédures administratives et pénales en matière d'abus de marché », BJB 2012, p. 610 ; C. Copain, « Le principe *ne bis in idem* : entre harmonisation et dissonance européenne », AJ pénal 2013, p. 270 ; E. Dezeuze, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures administrative et pénale » : RDBF 2013, dossier 18.

13. RLDA n° 92, 2014, p. 26, note A.-D. Merville ; LPA n° 62, 2014, p. 13, note L. Ruet ; RTD com. 2014, p. 159, obs. N. Rontchevsky ; RDBF n° 2, mars 2014, comm. 83, note P. Pailler ; Dr Sociétés n° 3, mars 2014, comm. 56, note R. Salomon ; JCP éd. G n° 12, 2014, 345, note C. Mauro ; BJB n° 4, avril 2014, § 11185, p. 203, note J. Chacornac.

9. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 9 avril 2009, *Société Spa*.  
Décision de la Commission des sanctions du 28 octobre 2011, *Société Tocqueville Finance*.

10. Cass. com. 14 décembre 2010, n° 10-10165, non publié au *Bulletin*.

de la Cour de cassation campe sur ses positions, dans ce qui semble toutefois un combat d'arrière-garde compte tenu de l'évolution du droit européen. Elle réaffirme en effet que la double sanction administrative et pénale des abus de marché – en l'occurrence, de la manipulation de cours – n'est pas contraire au principe *non bis in idem*.

La critique de ce cumul au regard des exigences constitutionnelles a été depuis longtemps neutralisée par le Conseil constitutionnel, qui a écarté dans sa décision du 28 juillet 1989<sup>14</sup> l'application de la règle *non bis in idem* « au cas de cumul entre sanctions pénales et sanctions administratives » et posé pour seule limite le principe de nécessité et de proportionnalité des peines de l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme et du citoyen, qui « s'étend à toute sanction ayant le caractère d'une punition même si le législateur a laissé le soin de la prononcer à une autorité de nature non juridictionnelle ». En conséquence, « si l'éventualité d'une double procédure peut ainsi conduire à un cumul de sanctions, le principe de proportionnalité implique, qu'en tout état de cause, le montant global des sanctions éventuellement prononcées ne dépasse pas le montant le plus élevé de l'une des sanctions encourues »<sup>15</sup>. Dans le prolongement de cette décision, la Cour de cassation et le Conseil d'État ont par la suite refusé de transmettre des questions prioritaires de constitutionnalité mettant en cause la conformité du pouvoir de sanction de l'AMF au regard du principe *non bis in idem*<sup>16</sup>. Mais les critiques du cumul de sanctions au regard du droit européen ne peuvent être aussi aisément écartées, quoiqu'en juge la Chambre criminelle dans la présente décision.

Un analyste financier s'était vu reprocher d'avoir manipulé le cours d'un titre peu liquide en effectuant, de manière dissimulée, de nombreuses opérations de face-à-face entre plusieurs comptes qu'il gérait, et en annulant une part importante (plus de 60 %) de ses ordres. Sanctionné par l'AMF pour manquement de manipulation de cours sur le fondement de l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF<sup>17</sup>, il fut ensuite poursuivi pénalement pour les mêmes faits et condamné par la cour d'appel de Paris à trois mois d'emprisonnement avec sursis pour entrave au fonctionnement régulier d'un marché réglementé, sur le fondement de l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier<sup>18</sup>.

Au soutien du pourvoi formé contre cette dernière décision, il soutenait tout d'abord que l'article L. 465-2 du Code monétaire et financier heurte le principe de légalité des délits et des peines, en raison de l'absence de définition de l'un des éléments de l'infraction – en l'occurrence les « manœuvres » ayant pour objet d'entraver le fonction-

nement régulier du marché en induisant autrui en erreur. L'argument est écarté sans ambages, la Chambre criminelle ayant précédemment refusé de transmettre la question prioritaire de constitutionnalité correspondante<sup>19</sup>.

Il excipait, dans un second moyen, de la contrariété du cumul de sanctions administrative et pénale de la manipulation de cours avec le principe *non bis in idem* consacré par les articles 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme, 14-7 du Pacte international de New York relatif aux droits civils et politiques et 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. La Chambre criminelle balaye l'ensemble de ces critiques. S'agissant des deux premiers textes, elle se contente de se référer aux motifs des juges du fond. Elle énonce ensuite que « l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas à ce qu'une personne sanctionnée pour un manquement relevant de la compétence de l'AMF puisse, en raison des mêmes faits, être poursuivie et condamnée pour un délit dès lors que, d'une part, ce cumul garantit la sanction effective, proportionnée et dissuasive, au sens de l'article 14-1 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, dont dépend la réalisation de l'objectif d'intérêt général reconnu par l'Union européenne, entrant dans les prévisions de l'article 52 de la Charte et tendant à assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et à renforcer la confiance des investisseurs, d'autre part, le montant global des amendes susceptibles d'être prononcées ne peut dépasser le plafond de la sanction encourue la plus élevée ».

La Haute juridiction maintient ainsi implicitement sa position au regard de l'article 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme, tout en se prononçant, pour la première fois semble-t-il, sur le fondement de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne. On peut toutefois se demander si l'une et l'autre de ces solutions ont vocation à perdurer.

I. En se référant aux motifs de la cour d'appel relatifs à l'article 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme, la Cour de cassation confirme implicitement sa position. Les juges du fond s'étaient en effet inscrits dans la droite ligne de sa jurisprudence, en énonçant que ce texte (qui dispose, en son premier alinéa, que « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement par les juridictions du même État en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné par un jugement définitif conformément à la loi et à la procédure pénale de cet État ») ne trouve à s'appliquer, selon les réserves faites par la France en marge de ce protocole, que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale et n'interdit donc pas le prononcé de sanctions administratives parallèlement aux peines infligées par le juge répressif<sup>20</sup>.

14. Cons. Const. 28 juillet 1989, n° 89-260 DC, JO du 1<sup>er</sup> août 1989, p. 9676.

15. Décision n° 89-260, préc., cons. 15 à 22.

16. Cass., ass. plén., 8 juill. 2010, n° 10-10.965 : Banque & Droit n° 135, 2011, cette chronique, p. 39 ; RDBF n° 6, 2010, Repère, note H. Le Nabasque ; RTDF n° 3, 2010, p. 152 (1<sup>re</sup> espèce), obs. E. Dezeuze ; CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-sect. réunies, 16 juill. 2010, n° 321056 : Banque & Droit n° 135, 2011, p. 39, préc. ; RTDF n° 3, 2010, p. 152 (3<sup>e</sup> espèce), obs. E. Dezeuze.

17. AMF, déc. sanct., 20 décembre 2007, M. Nodet (SAN-2008-09) : BJB 2008, p. 290, note N. Rontchevsky, confirmée par CA Paris, 1<sup>re</sup> ch., sect. H, 24 septembre 2008, n° 2008/02369 : BJB 2009, p. 90, note L. Ruet. Pourvoi rejeté par Cass. Com. 10 nov. 2009, n° 08-21073.

18. CA Paris, ch. 5-12, 28 mars 2012, n° 10/04868 : RSC 2013, p. 371, note J.-M. Brigant.

19. Cass. crim. 16 janvier 2013, n° 12-83-579. Sur ce point, voir note de R. Salomon, préc.

20. Cass. crim. 1<sup>er</sup> mars 2000, n° 99-86.299, Bull. Crim. 2000, n° 98 : Dr Sociétés n° 4, 2009, p. 40, note R. Salomon ; Dr pénal 2000, n° 75, note J.-H. Robert ; BJB n° 5, 2000, § 92, p. 443, note N. Rontchevsky ; Cass. crim. 2 avr. 2008, n° 07-85-179 : Dr Sociétés 2008, comm. 136, obs. R. Salomon ; Dr pénal n° 9, 2008, p. 58, note J.-H. Robert ; Cass. com. 28 janvier 2009, n° 07-81.674 : Dr pénal 2009, comm. 48, note J.-H. Robert ; Dr Sociétés 2009, comm. 83, note R. Salomon ; Cass. com. 8 février

La position ne paraît toutefois pas pouvoir être maintenue. Elle n'est tout d'abord guère compatible avec celle de la CEDH, tant en ce qui concerne l'appréciation du *bis* que celle de l'*idem*.

S'agissant du *bis*, elle s'appuie sur la nature administrative des sanctions prononcées par l'AMF pour exclure l'application du principe, ce qui contraste avec l'acception compréhensive de la notion de « matière pénale » retenue par la Cour de Strasbourg, mais aussi par les juridictions internes elles-mêmes, pour l'application des garanties du procès équitable. Il est en effet admis que même si la Commission des sanctions de l'AMF n'est pas une juridiction, elle « doit être regardée comme décidant du bien-fondé d'accusations en matière pénale au sens de la Convention européenne des droits de l'Homme »<sup>21</sup>. Comme cela a été relevé, si la matière est « pénale » pour les besoins de l'application de l'article 6, elle devrait le rester pour l'application de la règle *non bis in idem*<sup>22</sup>. Se retrancher derrière l'appellation de « sanction administrative » pour évincer le principe de non-cumul des peines pénales « relève d'une distinction plus formelle que substantielle »<sup>23</sup>.

S'agissant de l'*idem*, la Cour européenne s'attache, depuis l'arrêt *Zolotoukhine c/ Russie*<sup>24</sup>, à l'identité de faits matériels pour apprécier l'identité d'infraction. Après avoir oscillé entre différentes approches, tantôt privilégiant l'identité de faits matériels<sup>25</sup>, tantôt admettant qu'un même comportement puisse être constitutif de plusieurs infractions jugées dans le cadre de procédures distinctes (concours idéal d'infractions)<sup>26</sup>, quitte à exiger que ces infractions diffèrent dans leurs « éléments essentiels »<sup>27</sup>, elle juge désormais que l'article 4 du protocole n° 7 « doit être compris comme interdisant de poursuivre ou de juger une personne pour une seconde « infraction » pour autant que celle-ci a pour origine des faits identiques ou des faits qui sont en substance les mêmes », alors même qu'ils relèveraient de qualifications juridiques distinctes<sup>28</sup>. La Cour de Strasbourg rejoint ainsi la position retenue par la CJUE sur le fondement de l'article 54 de la Convention d'application de l'accord de Schengen, pour laquelle le critère déterminant tient à l'identité des faits matériels, à l'exclusion de celle de leur qualification juridique<sup>29</sup>.

Ensuite, il est douteux que la réserve faite par la France à l'article 4 du protocole n° 7, sur laquelle se fonde la Cour de cassation<sup>30</sup>, réponde aux exigences de l'article 57 de la Convention<sup>31</sup>, faute de porter sur une loi en vigueur au jour où elle a été formulée, d'être suffisamment précise et de comporter un bref exposé de la loi en cause. Or la CEDH a déjà déclaré inopérantes des réserves pourtant formulées dans des termes moins imprécis<sup>32</sup> et vient de condamner l'Italie en raison du caractère trop général de la réserve<sup>33</sup>. Il semble par conséquent probable que la réserve française connaisse le même sort en cas de recours devant la Cour de Strasbourg.

II. Si la position de la Chambre criminelle au regard de l'article 4 du protocole n° 7 n'est qu'une réitération, c'est en revanche la première fois, semble-t-il, que la Haute juridiction se prononce au regard de l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne, qui est d'applicabilité directe en droit interne<sup>34</sup>. Il résulte de ce texte que « nul ne peut être poursuivi ou puni pénalement en raison d'une infraction pour laquelle il a déjà été acquitté ou condamné dans l'Union par un jugement pénal définitif conformément à la loi ». Pour la Chambre criminelle, ce texte « ne s'oppose pas à ce qu'une personne sanctionnée pour un manquement relevant de la compétence de l'AMF puisse, en raison des mêmes faits, être poursuivie et condamnée pour un délit dès lors que, d'une part, ce cumul garantit la sanction effective, proportionnée et dissuasive, au sens de l'article 14-1 de la directive n° 2003/6/CE du 28 janvier 2003, dont dépend la réalisation de l'objectif d'intérêt général reconnu par l'Union européenne, entrant dans les prévisions de l'article 52 de la Charte et tendant à assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et à renforcer la confiance des investisseurs, d'autre part, le montant global des amendes susceptibles d'être prononcées ne peut dépasser le plafond de la sanction encourue la plus élevée ».

Pour affirmer que le cumul de sanctions ne heurte pas ce texte, la Chambre criminelle s'appuie ainsi sur deux éléments. Le premier tient à l'effectivité de la sanction assurée grâce au cumul. Elle estime à ce titre que l'objectif d'intérêt général de mise en place d'un dispositif de répression efficace des abus de marché, qu'elle rattache à l'article 14-1 de la directive Abus de marché de 2003, entre dans les prévisions de l'article 52 de la Charte. C'est peut-être faire dire à l'article 14, § 1 de la directive plus qu'il ne dit vraiment. Ce texte prévoit que « sans préjudice de leur droit d'imposer des sanctions pénales », les États membres veillent à ce que des

2011, n° 10-10.965, Bull. Civ., IV, n° 17 : *BJB* n° 6, 2011, § 180, p. 360, note N. Rontchevsky ; *Rev. Sociétés* n° 7-8, 2011, p. 432, note E. Dezeuze.

21. CEDH 21 février 1984, *Öztürk c/ RFA*, série A, n° 73 ; Cass., Ass. Plén., 5 février 1999, n° 97-16.440, Bull. Ass. Plén., n° 1 : *JCP G* 1999, II, 10060, note H. Matsopoulou ; CE, ass., 3 décembre 1999, n° 207434.

22. CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>re</sup> ss-sect. réunies, 4 févr. 2005, n° 269001, *Société GSD Gestion* : D. 2005, p. 717, obs. A. Lienhard ; *ibid.*, p. 2601, obs. Y. Reinhard et S. Thomasset-Pierre ; *RFDA* 2005, p. 1174, note D. Costa ; *RTD com.* 2005, p. 384, obs. N. Rontchevsky ; *Drsociétés* 2005, comm. 197, obs. Th. Bonneau.

23. H. Le Nabasque, « La règle *non bis in idem* et les abus de marché », préc.

24. V. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint-Mars, J.-P. Bornet, obs. préc. sous Cass., ass. plén., 8 juill. 2010.

25. CEDH, gde ch., 10 févr. 2009, n° 14939/03, *Zolotoukhine c/ Russie* : *JCP G* 2009, I, 143, n° 33, note F. Sudre ; D. 2009, p. 2014, note J. Pradel ; *Dr Pén.* 2010, chron. 3, note E. Dreyer ; *RSC* 2009, p. 675, obs. D. Roets ; *RTDH* 2009, p. 867, note H. Mock.

26. CEDH 23 octobre 1995, *Gradinger c/ Autriche*, série A, n° 328-C (spéc. § 55) : *RFDA* 1997, 1, étude F. Moderne ; *RSC* 1996, p. 479 et 487, obs. R. Koering-Joulin ; *JCP G* 1996, I, 3910, obs. F. Sudre.

27. CEDH 30 juill. 1998, n° 25711/94, *Oliveira c/ Suisse* : *RTDH* 1999, p. 623, note H. Mock.

28. CEDH 29 mai 2001, n° 37950/97, *Franz Fischer c/ Autriche*.

29. CEDH 10 févr. 2009, préc., § 82.

30. CJE 9 mars 2006, aff. C-43/04, *Van Esbroeck* : *Europe* 2006, comm. 147, note

F. Kauff-Gazin ; *RSC* 2006, p. 684, n° 10, obs. L. Idot ; 28 sept. 2006 (2 arrêts), aff. C-467/04, *Gasparini* (§ 54) et aff. C-150/05, *van Straaten* (§ 48) : *Europe* 2006, comm. 308, note F. Kauff-Gazin ; *RSC* 2007, p. 143, spéc. n° 12 et s., note L. Idot ; 18 juillet 2007, aff. C-367/05, *Kraaijenbrink* (§ 26) : *RSC*, p. 168, n° 8, obs. L. Idot.

31. Selon cette réserve, « le Gouvernement de la république française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole ».

32. Sur ce point, v. *infra*, note sous CEDH, 2<sup>e</sup> section, 4 mars 2014, n° 18640/18, *Grande Stevens et autres c/ Italie*. V. égal. J. Chacornac, note préc.

33. V. notamment CEDH, *Gradinger c/ Autriche* et *Franz Fischer c/ Autriche*, préc.

34. CEDH, 2<sup>e</sup> section, 4 mars 2014, n° 18640/18, *Grande Stevens et autres c/ Italie*, commenté *infra*.

35. CJUE, gde ch., 26 févr. 2013, aff. C-617/10, *Aklagaren c/ Hans Akerberg Fransson* : *Europe* 2013, comm. 154, note D. Simon ; D. 2013, p. 1977, note C. Roth et F. Burgaud ; *AJ pénal* 2013, p. 270, note C. Copain.

sanctions administratives puissent être appliquées en matière d'abus de marché, et « garantissent que ces mesures sont effectives, proportionnées et dissuasives ». On peut considérer que cela justifie implicitement le cumul de sanctions pénales et administratives<sup>35</sup>. Mais le syllogisme par lequel la Cour en déduit la conformité du cumul de sanctions par rapport au droit de l'Union est peu convaincant. Certes, l'article 52 de la Charte prévoit que « dans le respect du principe de proportionnalité, des limitations ne peuvent être apportées que si elles sont nécessaires et répondent effectivement à des objectifs d'intérêt général reconnus par l'Union ou au besoin de protection des droits et libertés d'autrui »<sup>36</sup>. Mais lorsque des droits garantis par la Charte le sont également par la Convention EDH – ce qui est le cas du principe *non bis in idem* –, ce même article prévoit que « leur sens et leur portée sont les mêmes que ceux que leur confère ladite convention »<sup>37</sup>. La Charte prévoit en outre, en son article 53, que ses dispositions ne doivent pas être interprétées comme limitant ou portant atteinte aux droits et libertés fondamentaux reconnus, notamment, par la Convention EDH. Le second élément sur lequel se fonde la Chambre criminelle tient au fait que le montant cumulé des sanctions pécuniaires pénales et administratives est plafonné au montant de la sanction encourue la plus élevée<sup>38</sup>. La Chambre criminelle reprend ici l'un des éléments retenus par le Conseil constitutionnel dans la décision de 1989<sup>39</sup>.

En s'appuyant sur ces éléments, la Chambre criminelle admet la double répression, administrative et pénale, « en raison des mêmes faits ». Elle met en avant la différence de nature des infractions (un manquement d'un côté, un délit de l'autre) et ignore l'identité des faits. Elle interprète ainsi la Charte en faisant complètement abstraction de la jurisprudence de la CEDH relative à l'article 4 du Protocole n° 7. La solution pourrait se réclamer de l'arrêt *Hans Akerberg Fransson* de la CJUE<sup>40</sup>, dans lequel celle-ci a retenu une interprétation autonome de la Charte<sup>41</sup>, jugeant que « le principe *non bis in idem* énoncé à l'article 50 de la charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas à ce qu'un État membre impose, pour les mêmes faits de non-respect

d'obligations déclaratives dans le domaine de la taxe sur la valeur ajoutée, successivement une sanction fiscale et une sanction pénale dans la mesure où la première sanction ne revêt pas un caractère pénal, ce qu'il appartient à la juridiction nationale de vérifier ». Mais pour cela, encore faut-il que la première sanction ne soit pas de nature pénale. Selon la Cour de Luxembourg, la nature pénale de la sanction doit être appréciée par la juridiction nationale sur la base des trois critères qu'elle a posés dans l'arrêt *Bonda*<sup>42</sup>, qui sont d'ailleurs les mêmes que ceux dégagés par la CEDH dans l'arrêt *Engel*<sup>43</sup>, à savoir la qualification juridique de l'infraction en droit interne, la nature même de l'infraction et la nature ainsi que le degré de sévérité de la sanction que risque de subir l'intéressé, déterminé en fonction de la peine maximale prévue par les dispositions juridiques applicables. Or dans l'arrêt du 22 janvier 2014, la Chambre criminelle ne se réfère à aucun de ces critères. Sa position n'apparaît donc conforme ni à celle de la Cour de Luxembourg ni, a fortiori, à celle de la Cour de Strasbourg.

Les choses vont-elles évoluer sous l'effet de la révision de la directive Abus de marché? Les nouveaux textes<sup>44</sup>, signés le 16 avril dernier et en attente de publication au Journal officiel, ne tranchent pas la question. Ils laissent en effet aux États membres la possibilité d'opter pour des sanctions exclusivement pénales ou pour une dualité de sanctions<sup>45</sup>, sans poser dans ce dernier cas un critère net de répartition. Pour le reste, la directive se contente de prévoir que les États membres doivent veiller à ce que l'application de sanctions pénales conformément à la directive et de sanctions administratives conformément au règlement n'entraîne pas une violation du principe *non bis in idem*<sup>46</sup> et se réfère expressément aux principes reconnus par la Charte des droits fondamentaux de l'Union et notamment au droit à ne pas être jugé ou puni pénalement deux fois pour une même infraction<sup>47</sup>. Une clarification pourrait toutefois être opérée en droit interne. La césure entre répression pénale et administrative des abus de marchés doit-elle être effectuée en fonction de l'existence ou non d'un élément intentionnel? De la nature, pécuniaire ou autre, de la sanction prononcée? Ou bien le choix de la sanction doit-il être confié aux autorités administratives et judiciaires? Les propositions ne manquent pas<sup>48</sup>. La création d'un unique tribunal des marchés financiers pourrait prononcer selon les cas l'un ou l'autre type de sanction permettrait de mettre fin au cumul des sanctions<sup>49</sup>.

Anne-Claire Rouaud

35. En ce sens, P. Pailler, note préc. Contra : S. Torck, note sous CEDH, 2<sup>e</sup> section, 4 mars 2014, n° 18640/18, *Grande Stevens et autres c/ Italie*, citée infra.

36. Art. 52, § 1<sup>er</sup>.

37. Art. 52, § 3.

38. Art. L. 621-16 C. mon. fin. : « lorsque la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers a prononcé une sanction pécuniaire devenue définitive avant que le juge pénal ait statué définitivement sur les mêmes faits ou des faits connexes, celui-ci peut ordonner que la sanction pécuniaire s'impute sur l'amende qu'il prononce ». Il ne s'agit toutefois que d'une faculté ouverte au juge pénal.

39. Décision n° 89-260, préc.

40. CJUE, gde ch., 26 févr. 2013, aff. C-617/10, *Aklagaren c/ Hans Akerberg Fransson* : Europe 2013, comm. 154, note D. Simon ; D. 2013, p. 1977, note C. Roth et F. Burgaud ; AJ pénal 2013, p. 270, note C. Copain.

41. CJUE, *Hans Akerberg Fransson*, préc., § 44 : « S'agissant, d'abord, des conséquences à tirer, pour le juge national, d'un conflit entre le droit national et la CEDH, il y a lieu de rappeler que si, comme le confirme l'article 6, paragraphe 3, TUE, les droits fondamentaux reconnus par la CEDH font partie du droit de l'Union en tant que principes généraux et si l'article 52, paragraphe 3, de la Charte impose de donner aux droits contenus dans celle-ci correspondant à des droits garantis par la CEDH le même sens et la même portée que ceux que leur confère ladite convention, cette dernière ne constitue pas, tant que l'Union n'y a pas adhéré, un instrument juridique formellement intégré à l'ordre juridique de l'Union. Par conséquent, le droit de l'Union ne régit pas les rapports entre la CEDH et les ordres juridiques des États membres [...] ».

42. CJUE 5 juin 2012, aff. C-489/10, *Bonda*, spéc. § 37.

43. CEDH 8 juin 1976, série A n° 22, *Engel et autres c/ Pays-Bas*.

44. Directive n° 2014/57/UE et règlement n° .../2014 du 16 avril 2014 relatifs aux abus de marché.

45. Règl. préc., art. 30.

46. Dir. préc., cons. 23 in fine.

47. Dir. préc., cons. 27.

48. J. Lasserre Capdeville, C. Mascala et S. Neuville, « Propositions doctrinales pour lutter contre l'atteinte au principe *non bis in idem* en matière financière », préc. ; N. Rontchevsky, « Pour en finir avec une acrobatie intellectuelle française : retour sur le cumul des procédures administratives et pénales en matière d'abus de marché », préc. V. égal. « La dépenalisation de la vie des affaires », Rapp. au garde des Sceaux : Doc. fr., 2008.

49. A.-V. Le Fur, D. Schmidt, « Il faut un tribunal des marchés financiers », D. 2014, p. 551.

## Autorité italienne des marchés financiers – Manipulation de cours – Pouvoir de sanction – Non bis in idem – Convention européenne des droits de l'homme.

CEDH, 2<sup>e</sup> section, 4 mars 2014, n° 18640/18, *Affaire Grande Stevens et autres c/ Italie*.

**La CEDH confirme son interprétation du principe non bis in idem et invalide la réserve faite par l'Italie en marge de l'article 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'homme. La violation de ce principe est caractérisée dès lors que les nouvelles poursuites visent des faits identiques à ceux qui ont fait l'objet d'une première condamnation définitive.**

La décision rendue par la Cour de Strasbourg le 4 mars 2014<sup>50</sup> vient confirmer la fragilité de la position de la chambre criminelle de la Cour de cassation<sup>51</sup> au regard du droit européen. On sait que pour celle-ci, le principe *non bis in idem*, consacré à l'article 4 du protocole n° 7 additionnel à la Convention européenne des droits de l'Homme, n'interdit pas le prononcé de sanctions administratives parallèlement aux peines infligées par le juge répressif<sup>52</sup>. La Cour de cassation fonde cette solution sur les réserves faites par la France en marge de ce protocole, selon lesquelles ce texte ne s'applique que pour les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale. Dans l'arrêt *Grande Stevens*, la Cour de Strasbourg confirme son interprétation du principe *non bis in idem* et invalide la réserve faite par l'Italie en marge de ce même protocole, ce qui laisse augurer du sort de la réserve française si la Haute cour avait à en connaître.

Des personnes avaient été condamnées pour diffusion de fausses informations, d'abord par l'autorité de régulation italienne, la CONSOB, puis par la juridiction pénale. Il était plus précisément reproché à des actionnaires et à leurs conseils de ne pas avoir porté à la connaissance du marché la renégociation d'un contrat d'equity swap conclu avec une banque d'affaires, renégociation visant à maintenir le niveau de leur participation au capital de Fiat (grâce à un dénouement physique au lieu du dénouement différentiel initialement prévu) en cas d'augmentation de capital réservée à une banque créancière et à éviter le lancement d'une OPA. Sanctionnés pénalement alors qu'ils avaient déjà fait l'objet de sanctions financières de plusieurs millions d'euros chacune prononcées par la CONSOB, ils intro-

duisirent un recours devant la CEDH. À l'appui de leur recours, les requérants invoquaient plusieurs griefs et notamment la violation du droit au procès équitable de l'article 6 § 1 de la Convention, ainsi que du principe *non bis in idem* consacré par l'article 4 du protocole n° 7.

Le raisonnement de la Cour sur le fondement de l'article 6 § 1 est classique. Elle réaffirme qu'une sanction peut être prononcée par une autorité administrative dont la procédure ne satisfait pas aux exigences d'équité et d'impartialité objective, dès lors que la décision de cette autorité est soumise au contrôle ultérieur d'un organe indépendant et impartial de pleine juridiction<sup>53</sup>. Elle considère en revanche que la procédure devant la CONSOB ne satisfait pas à d'autres exigences de l'article 6 de la Convention, notamment en ce qui concerne l'égalité des armes entre l'accusation et la défense (en raison de l'absence de communication aux requérants du rapport définitif établi par les organes d'investigation et transmis à l'organe de sanction) et la tenue d'une audience publique permettant une confrontation orale<sup>54</sup>.

L'apport de la décision concerne l'article 4 du protocole additionnel n° 7. Le Gouvernement italien se prévalait de la réserve selon laquelle « la République italienne déclare que les articles 2 à 4 du Protocole ne s'appliquent qu'aux infractions, aux procédures et aux décisions qualifiées pénales par la loi italienne ». À l'unanimité, la Haute cour invalide la réserve, ce qui a conduit à examiner ensuite la question sur le fond.

Pour se prononcer sur la validité de la réserve italienne, la Cour commence par examiner si la réserve satisfait aux exigences de l'article 57 de la Convention<sup>55</sup>. Il résulte de ce texte qu'une réserve doit, pour être valable : 1) avoir été faite au moment de la signature ou de la ratification de la Convention ou du Protocole ; 2) porter sur des lois déterminées en vigueur à l'époque de la ratification ; 3) ne pas revêtir un caractère général et 4) comporter un bref exposé de la loi visée. Dans la droite ligne de l'arrêt *Gradinger*<sup>56</sup>, la Cour rappelle que la troisième de ces conditions implique que la réserve ne soit pas rédigée en des termes trop vagues pour que l'on puisse en apprécier le sens et le champ d'application exacts<sup>57</sup>. En l'espèce, elle relève l'absence dans la réserve en cause d'un bref exposé de la loi visée et estime « qu'une réserve qui n'invoque ni ne mentionne les dispositions spécifiques de l'ordre juridique

53. § 139. V. déjà CEDH, 23 octobre 1995 (6 arrêts), série A, n° 328 A-C et 329 A-C, *Schmautzer, Umlauf, Gradinger, Pramstaller, Palaoro et Pfarmer c/ Autriche*, respectivement § 34, 37, 42 et 39, 41 et 38.

54. § 123.

55. Art. 57 CESDH : « Tout Etat peut, au moment de la signature de la présente Convention ou du dépôt de son instrument de ratification, formuler une réserve au sujet d'une disposition particulière de la Convention, dans la mesure où une loi alors en vigueur sur son territoire n'est pas conforme à cette disposition. Les réserves de caractère général ne sont pas autorisées aux termes du présent article.

Toute réserve émise conformément au présent article comporte un bref exposé de la loi en cause. »

56. CEDH 23 octobre 1995, *Gradinger c/ Autriche*, série A, n° 328-C (spéc. § 55) : RFDA 1997. 1, étude F. Moderne; RSC 1996, p. 479 et 487, obs. R. Koering-Joulin; JCP G 1996, I, 3910, obs. F. Sudre.

57. § 209. V. égal. CEDH 29 avril 1988, série A, n° 132, *Belilos c. Suisse*, spéc. § 55 et 59.

50. *Dr Sociétés* n° 5, mai 2014, comm. 84, note S. Torck; *BJB* n° 4, avril 2014, § 111h1, p. 209, note J. Chacornac.

51. Cass. crim. 22 janvier 2014 : v. *supra*.

52. Cass. crim. 1<sup>er</sup> mars 2000, n° 99-86.299, *Bull. Crim.* 2000, n° 98 : *Dr Sociétés* n° 4, 2009, p. 40, note R. Salomon; *Dr pénal* 2000, n° 75, note J.-H. Robert; *BJB* n° 5, 2000, § 92, p. 443, note N. Rontchevsky; Cass. crim., 2 avr. 2008, n° 07-85.179 : *Dr Sociétés* 2008, comm. 136, obs. R. Salomon; *Dr pénal* n° 9, 2008, p. 58, note J.-H. Robert; Cass. com., 28 janvier 2009, n° 07-81.674 : *Dr pénal* 2009, comm. 48, note J.-H. Robert; *Dr Sociétés* 2009, comm. 83, note R. Salomon; Cass. com., 8 février 2011, n° 10-10.965, *Bull. Civ.*, IV, n° 17 : *BJB* n° 6, 2011, § 180, p. 360, note N. Rontchevsky; *Rev. Sociétés* n° 7-8, 2011, p. 432, note E. Dezeuze.

italien excluant des infractions ou des procédures du champ d'application de l'article 4 du Protocole n° 7, n'offre pas à un degré suffisant la garantie qu'elle ne va pas au-delà des dispositions explicitement écartées par l'État contractant »<sup>58</sup>. Cette lacune suffit selon la Cour à fonder l'invalidité de la réserve, sans qu'il soit nécessaire d'examiner les autres conditions. Or la réserve émise par la France (selon laquelle « le Gouvernement de la République française déclare que seules les infractions relevant en droit français de la compétence des tribunaux statuant en matière pénale doivent être regardées comme des infractions au sens des articles 2 à 4 du présent Protocole ») n'est pas libellée dans des termes plus précis et ne comporte pas non plus un exposé des lois visées<sup>59</sup>. La réserve française semble ainsi vouée au même sort que les réserves autrichienne et italienne dans le cadre d'un recours devant la Cour européenne.

Après avoir ainsi écarté la réserve, la Cour se prononce sur le fond. Elle considère que le principe *non bis in idem* trouve bien à s'appliquer, dès lors que chacune des deux procédures porte sur une « accusation en matière pénale » et qu'elles visent les mêmes faits.

S'agissant du cumul de poursuites en matière pénale, la Cour se réfère au raisonnement qu'elle a tenu sur le terrain de l'article 6 de la Convention, et au terme duquel elle a conclu que la procédure devant la CONSOB portait sur une « accusation en matière pénale »<sup>60</sup>. Selon la jurisprudence de la Cour, la « matière pénale » se détermine à partir de trois critères (les « critères Engel ») : la qualification juridique de la mesure litigieuse en droit national, la nature même de celle-ci, et la nature et le degré de sévérité de la sanction. Elle rappelle en outre que ces critères sont alternatifs et non cumulatifs : il suffit que l'infraction en cause soit, par nature, « pénale » au regard de la Convention, ou ait exposé l'intéressé à une sanction qui, par sa nature et son degré de gravité, ressortit en général à la « matière pénale »<sup>61</sup>. Or la Cour estime que compte tenu du montant élevé des amendes infligées et de celles que les requérants encouraient, les sanctions en cause relèvent bien, par leur sévérité, de la matière pénale. Le « bis » est donc caractérisé. Faut-il rappeler qu'en France le montant maximal des sanctions pécuniaires pouvant être prononcées par l'AMF est de 100 millions d'euros<sup>62</sup> ? La Cour prend d'ailleurs le soin de souligner que l'article 6 s'applique à certaines autorités administratives françaises compétentes en droit économique et financier et disposant de pouvoirs de sanction, notamment à la commission des sanctions de l'AMF<sup>63</sup>.

S'agissant de l'appréciation de l'*idem*, la Cour fait application des principes qu'elle a posés dans l'arrêt

Zolotoukhine<sup>64</sup> et examine si les nouvelles poursuites avaient pour origine des faits qui étaient en substance les mêmes que ceux ayant fait l'objet de la condamnation définitive<sup>65</sup>. Elle précise à cet égard que la question à trancher n'est pas celle de savoir si les éléments constitutifs des infractions sont ou non identiques, mais celle de déterminer si les faits reprochés aux requérants se réfèrent à la même conduite. La réponse est en l'occurrence positive, la même conduite (en substance, le fait de ne pas avoir mentionné dans les communiqués de presse le projet visant à une renégociation du contrat d'*equity swap* alors que ce projet existait déjà et se trouvait à un stade avancé de réalisation) ayant donné lieu à un cumul de poursuites.

L'argumentaire développé par le Gouvernement italien conduit enfin la Cour à se prononcer sur l'articulation de la Convention européenne des droits de l'homme avec le droit de l'Union européenne. Le Gouvernement italien faisait en effet valoir que la directive Abus de marché autorisait le cumul de sanctions. La Cour, tout en précisant qu'il ne lui appartient pas d'interpréter la jurisprudence de la CJUE, relève que dans l'arrêt *Spector*<sup>66</sup>, celle-ci a indiqué que l'article 14 de la directive 2003/6 n'impose pas aux États membres de prévoir des sanctions pénales à l'encontre des auteurs d'opérations d'initiés, mais se limite à énoncer que ces États sont tenus de veiller à ce que des sanctions administratives soient appliquées à l'encontre des personnes responsables d'une violation des dispositions arrêtées en application de cette directive<sup>67</sup>. Elle se réfère également à l'arrêt *Hans Akerberg Fransson* dans lequel la CJUE a précisé qu'en vertu du principe *non bis in idem*, un État ne peut imposer une double sanction (en l'occurrence, fiscale et pénale) pour les mêmes faits qu'à la condition que la première sanction ne revête pas un caractère pénal<sup>68</sup>. Il reste à souhaiter que les deux Hautes cours parviennent à dialoguer pour harmoniser leur interprétation du principe *non bis in idem* – et que la Cour de cassation française s'aligne sur cette interprétation.

Anne-Claire Rouaud

58. § 210.

59. La réserve autrichienne, jugée inopérante par la Cour dans l'arrêt *Gradinger*, est quant à elle libellée en ces termes : « Les articles 3 et 4 se réfèrent uniquement aux procédures pénales dans le sens du Code pénal autrichien ».

60. § 222.

61. § 94.

62. Art. L. 621-15, III C. mon. fin.

63. § 100. V. égal. CEDH 19 mai 2009, n° 25041/07, *Messier c/ France*.

64. CEDH, gde ch., 10 févr. 2009, n° 14939/03, *Zolotoukhine c/ Russie* : JCP G 2009, I, 143, n° 33, note F. Sudre ; D. 2009, p. 2014, note J. Pradel ; *Dr Pén.* 2010, chron. 3, note E. Dreyer ; RSC 2009, p. 675, obs. D. Roets ; RTDH 2009, p. 867, note H. Mock.

65. § 224.

66. CJUE 23 décembre 2009, aff. C-45/08, *Spector Photo Group NV : Banque & droit* n° 129, janv.-fév. 2010, cette chronique, p. 27 ; v. également F. Drummond, « Le manquement d'initié : données récentes », Table ronde n° 2, 3<sup>e</sup> colloque de la Commission des sanctions de l'AMF : transcription des débats, lundi 18 octobre 2010, p. 11.

67. § 229.

68. CJUE, gde ch., 26 févr. 2013, aff. C-617/10, *Aklagaren c/ Hans Akerberg Fransson* : Europe 2013, comm. 154, note D. Simon ; D. 2013, p. 1977, note C. Roth et F. Burgaud ; AJ pénal 2013, p. 270, note C. Copain.

## Intermédiaire en biens divers – Extension de la notion – Nouvelles obligations d’information.

Art. 110 de la loi n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation (« Loi Hamon »).

**La loi Hamon crée une seconde catégorie d’intermédiaires en biens divers, qui englobe la précédente mais l’élargit, et les soumet à des obligations d’information renforcée sous la surveillance de l’AMF.**

En cours de discussion de la loi Hamon sur la consommation, le Gouvernement a introduit un amendement élargissant la notion d’intermédiaire en biens divers et les soumettant à des obligations d’information renforcée<sup>69</sup>. Jusqu’alors, il n’existait, depuis la loi du 3 janvier 1983<sup>70</sup>, qu’une catégorie divisée en trois espèces : toute personne qui, directement ou indirectement, par voie de publicité ou de démarchage, propose à titre habituel à des tiers de souscrire à des rentes viagères ou d’acquérir des droits sur des biens mobiliers ou immobiliers lorsque les acquéreurs n’en assurent pas eux-mêmes la gestion ou lorsque le contrat offre une faculté de reprise ou d’échange et la revalorisation du capital investi ; toute personne qui recueille des sommes à cette fin ; toute personne chargée de la gestion desdits biens. Étaient évidemment écartées les opérations soumises à des dispositions particulières, notamment les opérations de banque, les opérations d’assurance et les opérations d’investissement financier (art. L. 550-1), ce qui excluait en particulier les instruments financiers. L’intermédiation en biens divers s’appliquait donc à trois types d’opérations : au fait de proposer des biens divers avec promesse de rachat à prix revalorisé ou sans que l’investisseur gère lui-même les biens achetés, au fait de recueillir des fonds à cette fin et au fait de se charger de la gestion de ces biens. Comme on le voit, les deux dernières hypothèses sont sous la dépendance de la première : une personne qui recueille des fonds ou qui est chargée de la gestion des biens divers n’est soumise au régime des intermédiaires en biens divers que s’il y a d’abord eu proposition de biens divers. Ceux qui entrent dans l’une de ces trois catégories sont soumis à des obligations contraignantes, la principale étant celle d’établir et publier une note d’information sur le produit proposé et de la soumettre au visa de l’AMF, et de procéder à un reporting annuel auprès de l’autorité de régulation, outre l’obligation d’exercer en société par actions, et de faire désigner un commissaire aux comptes en justice après avis de l’AMF.

69. H. Bouthinon-Dumas, « Précisions apportées par la loi Hamon (art. 110) sur le régime des intermédiaires en biens divers », BJB mai 2014, p. 253.

70. Loi n° 83-1, 3 janvier 1983, modifiée par la loi n° 85-1321 du 14 décembre 1985. Voir M.-C. Robert et A. Viandier, « La surveillance des placements et des marchés », JCP E 1984, 14166. A. Raynal, « La COB et la surveillance des placements », LPA du 11 juillet 1983, p. 11. A. Raynal, « La surveillance des placements divers : un premier bilan », LPA du 19 novembre 1984, p. 7.

Depuis un moment, l’AMF avait le sentiment que de trop nombreux intermédiaires non réglementés proposaient des produits dits « atypiques » et échappaient au régime des intermédiaires en biens divers, cela pour le plus grand risque des épargnants. Aussi, sans doute à son invitation, du moins peut-on le penser, le législateur a-t-il élargi la catégorie des intermédiaires en biens divers et les a-t-il soumis à des obligations d’information renforcée.

Signalons d’abord que la loi Hamon précise les exclusions antérieures. Précédemment, le Code monétaire et financier écartait, de manière générale, les opérations déjà régies par des dispositions particulières et notamment les opérations d’assurance, de crédit différé et celles donnant droit à l’attribution en propriété ou en jouissance de parties déterminées d’un ou plusieurs immeubles bâtis. La principale question qui se posait était relative aux parts sociales émises par les sociétés de personnes ou les SARL : leur distribution entraine-t-elle dans le champ de l’intermédiation en biens divers ? L’enjeu était d’importance car, à défaut, certains auraient pu imaginer qu’elles puissent intégrer la catégorie des biens divers et faire l’objet d’une proposition au public. La loi Hamon prend soin de couper court à cette tentation et prévoit précisément que le régime des intermédiaires en biens divers ne s’applique pas aux propositions portant sur des parts sociales, ni, par ailleurs, aux opérations de banque, aux instruments financiers, aux opérations régies par le Code des assurances, le Code de la mutualité et le Code de la Sécurité Sociale, ni à l’acquisition de droits sur des logements et locaux à usage commercial ou professionnel ou des terrains destinés à la construction de ces logements ou locaux<sup>71</sup>.

Il reste que les parts sociales, qui ne sont pas des titres financiers, ne sont plus visées par l’interdiction de l’art. 1841 du Code civil depuis que l’ordonnance du 22 janvier 2009 a substitué la notion d’offre au public de titres financiers ou de titres négociables à l’ancienne notion d’appel public à l’épargne qui, elle, les englobait par sa généralité. Mais, il est difficile d’avoir une interprétation *a contrario* de cet article, parce qu’il serait incongru que le régime de l’offre au public de titres financiers soit strictement encadré et que celui des parts sociales soit libre, alors qu’elles créent beaucoup plus de risques pour celui qui les souscrit, et parce que de nombreux textes prennent soin de permettre à des sociétés particulières d’émettre dans le public des parts sociales, autorisation particulière qui n’aurait pas lieu d’être si l’art. 1841 n’était pas d’application large, au-delà des seuls titres financiers<sup>72</sup>. Les parts sociales ne peuvent donc pas faire l’objet d’une offre au public, n’étant ni des titres financiers ni des biens divers.

71. La notion d’attribution en propriété ou en jouissance de parties déterminées d’un ou plusieurs immeubles bâtis avait été évoquée dans l’affaire Solabios jugée par la Commission des sanctions de l’AMF le 23 juillet 2013, et que celle-ci avait estimé, à juste titre, qu’un indivisaire ne pouvait pas prétendre qu’à la jouissance d’une partie déterminée de l’indivision : Décision de la Commission des sanctions de l’AMF du 23 juillet 2013, affaire Solabios : BJB février 2014, p. 90, note H. Bouthinon-Dumas ; RDBF septembre-octobre 2013, p. 56, note P. Pailler ; Banque et Droit n° 152, novembre-décembre 2013, p. 22, obs. J.-J. Daigre.

72. Par exemple, les sociétés civiles de placement immobilier et les sociétés d’épargne forestières (art. L. 214-86 du Code monétaire et financier) ou les banques mutualistes ou coopératives (art. L.512-1 du même code).

La catégorie initiale d'intermédiaires en biens divers demeure telle quelle et n'est pas modifiée, ni dans son champ d'application (sauf la précision des exceptions vue ci-dessus), ni dans les obligations qui en découlent. Mais la loi crée une seconde catégorie, qui englobe la précédente et la dépasse, celle relative à « toute personne qui propose à un ou plusieurs clients ou clients potentiels d'acquérir des droits sur un ou plusieurs biens en mettant en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire ». Entrent dans cette définition tous ceux qui proposent des biens divers, même si l'investisseur entend les gérer lui-même ou si l'intermédiaire ne lui accorde pas une promesse de rachat à prix revalorisé. La définition est très large : il suffit de mettre « en avant la possibilité d'un rendement financier direct ou indirect ou ayant un effet économique similaire », ce qui est le propre de toute proposition d'investissement. Par hypothèse, les intermédiaires en biens divers de la première catégorie entrent dans la seconde. N'y échapperont que les propositions d'acquisition de biens divers pour en user personnellement. Ainsi se dessine une distinction entre les placements à titre financier et les placements à titre de jouissance personnelle, entre les opérations financières et les opérations commerciales.

On remarque immédiatement deux différences. La première, la plus importante, tient à ce que les intermédiaires de seconde catégorie n'ont pas besoin d'offrir aux investisseurs une promesse de rachat après revalorisation ou de les décharger de la gestion des biens. En second, on remarque que si la première catégorie ne s'applique qu'à ceux qui proposent « à titre habituel » des biens divers, la seconde ne retient pas cette restriction. De même, là où la notion de biens divers englobe expressément les rentes viagères dans la première catégorie, celles-ci ne sont pas visées dans la seconde, mais cette différence est sans portée puisqu'une rente viagère, c'est l'acquisition, du côté du débirentier, d'un droit sur un bien. La notion pourrait donc disparaître sans gêne de la définition de la première catégorie.

Désormais, dès lors qu'il s'agit d'un intermédiaire en biens divers au sens large, toutes ses communications à caractère promotionnel doivent être clairement identifiables en tant que telles, présenter un contenu exact, clair et non trompeur, et permettre à l'investisseur de raisonnablement comprendre les risques afférents au placement. Comme on le voit, ces obligations sont directement transposées de celles imposées au prestataire de services d'investissement par l'art. L. 533-12 du Code monétaire et financier. Pour autant, ces intermédiaires ne sont pas tenus de communiquer à l'AMF leurs documents promotionnels et encore moins de les faire avaliser par cette autorité, à la différence de la note d'information imposée aux intermédiaires de la première catégorie. Mais, l'AMF peut se faire communiquer tous documents, quel qu'en soit le support, afin de s'assurer de la conformité aux nouvelles exigences légales des propositions qui y sont mentionnées.

On note une différence de rédaction entre la définition de la catégorie large des intermédiaires en biens divers et le pouvoir de communication de l'AMF : dans le premier cas, les communications soumises à une obligation d'information renforcée sont les communications

« à caractère promotionnel », donc seulement la publicité, même entendue très largement, non les documents contractuels ; dans le second cas, l'AMF peut se faire communiquer « tous documents », ce qui semble englober également les documents contractuels. On peut regretter que l'obligation d'information renforcée soit limitée aux documents promotionnels et n'ait pas été étendue aux documents contractuels, même si les premiers sont essentiels et déterminent en pratique la décision de l'investisseur. Gageons que la jurisprudence saura la leur étendre sur le fondement de l'obligation générale d'information qu'elle déduit depuis longtemps du bien pratique article 1147 du Code civil.

Quels sont les pouvoirs de l'AMF si cette autorité estime que les documents qu'elle s'est fait communiquer ne répondent pas aux exigences de la loi ? Les intermédiaires de seconde catégorie ne sont pas soumis au pouvoir de contrôle et de sanction de l'AMF, qui ne vise expressément que les intermédiaires en biens divers de la première catégorie, ceux « mentionnés au I de l'art. L. 550-1 » (art. L. 621-9, II, 8° du Code monétaire et financier). Ils ne sont pas non plus soumis à la sanction pénale de l'art. L. 573-8 du Code monétaire et financier (art. L. 550-1, V). Le vrai pouvoir de l'AMF sera donc un pouvoir de nuisance, car il entre dans sa mission générale de protection de l'épargne d'alerter le public sur les insuffisances qu'elle relève, même de la part de personnes qui ne sont pas soumises à son empire, ce dont elle ne se prive pas. Pourra-t-elle également exercer son pouvoir d'injonction et exiger une modification des documents non conformes ? Celui-ci semble avoir un champ suffisamment large pour s'y appliquer, puisqu'il vise, de manière générale, « tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs » (art. L. 621-14 du Code monétaire et financier), même s'il est curieux que le champ d'application du pouvoir d'injonction soit plus large que celui du pouvoir de contrôle et de sanction.

Jean-Jacques Daigre

### Certification professionnelle des acteurs de marché : actualisation du dispositif.

Instruction AMF DOC 2010-09 actualisée au 26 mars 2014.

L'AMF a mis à jour l'instruction 2010-09 relative à la certification professionnels des acteurs de marché. Cette actualisation, à laquelle nous renvoyons le lecteur pour plus de précisions, porte pour une bonne part sur le contenu des connaissances qui a été actualisée eu égard aux changements législatifs et réglementaires intervenus depuis la précédente mise à jour du 26 mai 2011.

Parmi les compléments apportés au programme précédent, l'on notera les ajouts liés aux modifications institutionnelles et réglementaires parmi lesquels l'on relèvera :

- les conséquences liées à l'entrée en vigueur de la Directive sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (Directive n° 2011/61/UE) ;
- le règlement « Emir » qui a notamment trait à la compensation de certains produits dérivés (Règlement n° 648/2012 dit EMIR) ;

– la promulgation des textes relatifs aux traitements des réclamations, aux abus de marché dont le champ a été étendu, etc.

Outre un nouveau point du programme dédié aux matières premières, l'on relèvera également l'insertion d'une nouvelle rubrique dédiée aux acteurs de l'intermédiation et de la distribution des instruments financiers qui illustre l'intérêt porté à ces acteurs par le Régulateur. La consultation actuelle sur la révision des conventions conclues entre producteurs et distributeurs s'inscrit logiquement dans ce contexte d'attention accrue du régulateur sur les circuits de distribution.

Il sera également relevé l'insertion dans le programme du cas particulier de l'épargne salariale, insérée au sein du chapitre « post marché » mais qui mériterait sans doute un point spécifique, des sondages de marché et du financement participatif.

La déclinaison de la directive MIF 2 qui interviendra d'ici 2016 sera à l'origine d'une prochaine et importante actualisation de ce programme.

La nouvelle trame de l'examen s'appliquera à partir du 1<sup>er</sup> septembre 2014.

Jean-Pierre Bornet

## **Produit d'investissement de détail : Adoption du règlement par le Parlement européen le 14 avril 2014.**

Ce règlement dit « règlement Prip's » a finalement été adopté le 15 avril 2014 par le Parlement. Théoriquement d'application immédiate, ce règlement nécessite la publication de mesures d'application de la compétence de la commission et de l'ESMA qui interviendront courant 2015.

À la suite de plusieurs discussions, l'on sait désormais que les produits concernés appartiendront à l'une des deux catégories suivantes :

– un investissement quelle que soit sa forme, y compris les instruments émis par des véhicules de titrisation (SPV), dont le montant remboursable à l'investisseur est sujet à fluctuation en raison d'une exposition à des valeurs de référence ou à la performance d'un ou de plusieurs actifs qui ne sont pas achetés directement par l'investisseur ;

– un produit d'investissement assurantiel c'est-à-dire un produit d'assurance offrant une valeur à maturité ou une valeur de rachat sujette, de façon directe ou indirecte, partiellement ou en totalité, aux fluctuations du marché. En l'état, les avis divergent sur l'insertion dans cette catégorie de l'assurance vie en euros.

Jean-Pierre Bornet

## **MIF 2 : Adoption de la directive et du règlement par le Parlement européen le 15 avril 2014.**

Le Parlement européen réuni en séance plénière a approuvé le 15 avril 2014 les textes relatifs à la révision de la directive MIF composés d'une directive et d'un règlement. Ces dispositions entreront en vigueur fin 2016 voire début 2017. D'ici là des textes de niveaux 2 et 3 seront publiés par l'ESMA dont le processus de consultation

commencera courant juin 2014.

Nous passerons successivement en revue les principales dispositions de ces textes en commençant pour la chronique de ce numéro à celles du règlement intéressant la protection de la clientèle.

Avant de pointer certaines des mesures spécifiques issues de ce texte, il sera procédé à deux remarques.

– La première a trait au champ visé qui, en l'état, distingue insuffisamment les produits de taux des produits de capital. Or ces deux catégories de produits nécessitent des approches différentes notamment quant aux éléments d'information qui doivent être communiqués aux clients pour que l'information délivrée demeure pertinente.

– La deuxième concerne les produits d'assurance « financière ». Le considérant 87 du règlement traite directement la situation des produits d'assurance financière. Les auteurs du règlement constatent que les contrats d'assurance sont souvent proposés aux consommateurs comme des alternatives ou des substitués possibles aux instruments financiers. Après avoir constaté qu'il convenait d'assurer des conditions de concurrence égale entre produits similaires dans un cadre de protection optimal de la clientèle de détail qui devraient assimiler les contrats d'assurance « financiers » aux instruments financiers, les auteurs du texte considèrent, après avoir que les textes devraient s'appliquer de manière identique pour les deux produits, qu'il est plus approprié d'inscrire les prescriptions détaillées dans le réexamen en cours de la directive 2002/92/CE. Cette situation est regrettable car elle sera très certainement à l'origine de distorsions dont les auteurs ont conscience puisqu'ils envisagent une situation future où les Autorités et Régulateurs agiront de concert pour instaurer autant de cohérence que possible (*sic*) dans les règles de conduite normalisées relatives à ces produits d'investissement.

### **Situation des entreprises commercialisant des dépôts structurés**

Le champ d'application du texte est étendu aux entreprises d'investissement et aux établissements de crédit commercialisant des dépôts structurés ou fournissant des conseils sur ces dépôts à des clients. Traitant que les seuls dépôts structurés considérés comme des produits d'investissement, le texte n'inclue pas les dépôts uniquement liés aux taux d'intérêts, que ces taux d'intérêts soient prédéterminés, fixes ou variables.

### **La notion de marché cible**

Parmi les exigences organisationnelles énoncées à l'article 16, l'on notera celle relative à la commercialisation des produits. Ainsi toute entreprise d'investissement qui conçoit des instruments financiers destinés à la vente aux clients maintient, applique et révisé un processus de validation de chaque instrument financier et des adaptations notables des instruments financiers existants avant leur commercialisation ou leur distribution aux clients.

Le processus de validation des produits détermine un marché cible défini de clients finaux à l'intérieur de la catégorie de clients concernée pour chaque instrument financier et permet de s'assurer que tous les risques per-

tinents pour ledit marché cible défini sont évalués et que la stratégie de distribution prévue convient bien au marché cible défini. Cette nouvelle exigence est importante et structurante. En l'état elle suscite plusieurs points de discussion. S'agissant de la définition du marché cible, l'on constate que la définition de cette notion ne figure pas au sein de l'article 4 « définitions du règlement » et qu'en conséquence le degré de précision du marché cible demeure inconnu. Un point est certain, il sera nécessaire d'aller au-delà des catégories « professionnels » et « non-professionnels » jusqu'alors définies par les textes. Il apparaît également que la notion de « cible de clientèle » visée par ces textes est naturellement distincte de celle jusqu'alors entendue par les services de marketing des établissements qui classent les clients en cibles distinctes selon leur situation socio-professionnelle, à savoir les CSP+, les « jeunes » à potentiel, etc. Ces classifications des services marketing ne sauraient, à notre avis, être retenues car elles préemptent en fonction d'autres critères qui lui sont étrangers la réelle volonté du client quant à ses objectifs. C'est pourquoi, nous envisageons une approche différente ou ces cibles seraient définies à partir des réponses aux questions des clients au document de connaissance qui leur sont proposés. Ainsi un client entendant placer son épargne afin de bénéficier de revenus stables et pour une large part sécurisés pour un horizon temporel supérieur à 7 ans pourrait être classé au sein d'une cible de clientèle baptisée « Client désirent bénéficier de revenus stables et sécurisés pour un horizon à long terme ». Dès lors, un emprunt obligataire répondant à ces critères notamment au niveau de l'horizon de placement pourrait définir cette cible comme répondant au contenu de cette nouvelle disposition. Si cette voie était retenue, elle impliquerait un aménagement de la compréhension du texte dont le centre de gravité est fixé au niveau de l'émetteur et du producteur et ce alors même que la connaissance du client, de sa situation et de ses besoins se situe chez le distributeur. Dès lors, la définition du ciblage des produits devrait être réalisée à l'issue d'un processus interactif faisant intervenir le couple formé par l'émetteur-producteur avec le distributeur notamment lorsque ce dernier sera constitué d'un important réseau de distribution. Naturellement, cette observation est de moindre importance lorsque les distributeurs sont atomisés comme cela est constaté pour les réseaux de conseillers indépendants.

#### **L'enregistrement et la traçabilité des services fournis**

L'article 16-6 et 7 du règlement comprend l'énoncé d'un dispositif de traçabilité et d'enregistrement des conversations et communications électroniques. Les dispositions de l'article 16-6 et 7 du règlement étendent de manière importante les obligations des prestataires. Les enregistrements ne sont plus limités aux services fournis mais s'étendent à toute activité exercée par l'entreprise afin de permettre à l'autorité d'exercer ses missions de surveillance et ses activités de contrôle. Ces enregistrements incluent l'enregistrement des conversations téléphoniques ou des communications électroniques en rapport non seulement avec les transactions conclues dans le cadre d'une négociation pour compte

propre mais également les prestations de services relatifs aux ordres des clients qui concernent la réception, la transmission et l'exécution d'ordres des clients. En conséquence, les conversations téléphoniques et communications électroniques à enregistrer et conserver incluent également celles qui sont destinées à donner lieu à des transactions conclues dans le cadre d'une négociation pour compte propre ou la fourniture de services relatifs aux ordres de clients concernant la réception, la transmission et l'exécution d'ordres de clients, même si ces conversations et communications ne donnent pas lieu à la conclusion de telles transactions ou à la fourniture de services relatifs aux ordres de clients. Cette extension devra être délimitée avec soin tant les conséquences pour les établissements en termes d'organisation et de conservation des informations seront importantes. Sur le fond, l'on s'interrogera sur la portée de cette disposition qui semble exclure la traçabilité de l'activité de conseil en investissement alors qu'elle est le plus souvent liée à celle de réception-transmission d'ordres. Les modalités de la traçabilité du service d'investissement conseil en investissement lorsque sa délivrance est liée à la fourniture d'autres services d'investissement devront être précisées. Le texte du règlement précise que le contenu des conversations en tête à tête avec un client peut être consigné par écrit dans un compte rendu ou dans des notes. De tels ordres seront alors considérés comme équivalents des ordres transmis par téléphone. Il est important de noter que le texte, s'il en définit le principe, ne pose aucune obligation quant aux modalités de traçabilité, exigeant simplement une durée comprise entre 5 et 7 ans. Cette liberté conférée aux établissements devra être confirmée par les textes techniques qui seront diffusés par l'ESMA. En l'état, il nous semble que la traçabilité de la bonne adéquation du service de réception transmission d'ordres assorti du service de conseil pourrait simplement relever de la bonne adéquation entre les caractéristiques du produit repris par le producteur ou l'émetteur servant à définir la clientèle cible avec le document de connaissance du client car en définitive, c'est bien de cela qu'il s'agit. Si cette possibilité était retenue, l'objectif recherché par le législateur Européen serait atteint dans de bonnes conditions d'exécution tant matérielle que financière par les prestataires.

#### **Le trading algorithmique**

Le règlement prévoit des dispositions spécifiques contraignantes pour les prestataires recourant au trading algorithmique. Outre la mise en place de systèmes de contrôle adaptés dont le principe est ici rappelé et précisé, ces entreprises sont soumises à des obligations de déclarations et de transparence notamment avec la tenue d'un registre précis et chronologique de tous les ordres qu'elles passent, y compris les annulations d'ordres, les ordres exécutés et les cotations sur des plates-formes de négociations ; registre qui sera mis à la disposition de toute autorité de régulation qui en fera la demande.

L'ESMA élaborera également des projets de normes techniques de réglementation qui encadreront cette activité.

### **Les conflits d'intérêts et la perception d'incitations en provenance de tiers ou de la structure de rémunération et d'autres structures incitatives propres à l'entreprise d'investissement**

Conformément à l'article 24,4, a) du règlement, lorsque des conseils en investissement sont fournis, l'entreprise d'investissement doit indiquer au client, en temps utile avant la fourniture des conseils si les conseils :

- sont fournis de manière indépendante ;
- s'ils reposent sur une analyse large ou plus restreinte de différents types d'instruments financiers et, en particulier, si l'éventail se limite aux instruments financiers émis ou proposés par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ou toute autre relation juridique ou économique, telle qu'une relation contractuelle, si étroite qu'elle présente le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ;
- si l'entreprise fournira au client une évaluation périodique du caractère approprié des instruments financiers qui lui sont recommandés.

Ce dispositif imposera aux prestataires de se déterminer au regard de leur situation de fournisseur de conseil indépendant ou non dont l'une des principales composantes à prendre en considération quant au choix à opérer aura trait à la structure des rémunérations qu'ils percevront, les conseillers ne pouvant pas, *a priori*, percevoir d'autres rémunérations que celles en provenance de leurs clients conseillés. S'agissant du temps de la fourniture de cette information le texte demeure ambigu puisqu'il précise que cette information devra être réalisée « en temps utile » et préalablement à la fourniture du service. Pour éviter toute ambiguïté sur ce point, il sera sans doute intéressant de proposer au Régulateur d'accepter le principe d'une clause générale insérée notamment dans la convention de comptes qui préciserait que sauf cas spécifiques, le prestataire agira vis-à-vis de son client en respectant les préconisations de cet article qui seraient bien sûr résumées. Ainsi cette information générale conserverait un caractère pré contractuel.

Concernant les rémunérations perçues par le prestataire, ce règlement prévoit deux possibilités selon que le prestataire soit indépendant ou non.

Si le prestataire se présente comme indépendant vis-à-vis de son client, il doit satisfaire aux obligations suivantes :

- évaluer un éventail suffisant d'instruments financiers disponibles sur le marché qui doivent être suffisamment diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs, ou à leurs fournisseurs, pour garantir que les objectifs d'investissement du client puissent être atteints de manière appropriée, et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par l'entreprise d'investissement elle-même ou par des entités ayant des liens étroits avec l'entreprise d'investissement ou d'autres entités avec lesquelles l'entreprise d'investissement a des relations juridiques ou économiques telles que des relations contractuelles, si étroites qu'elles présentent le risque de nuire à l'indépendance du conseil fourni ;
- ne pas accepter, en les conservant, des droits, commissions ou autres avantages monétaires ou non monétaires en rapport avec la fourniture du service aux clients,

versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers. La rigueur de ce principe est toutefois atténuée dans des conditions qu'il sera intéressant de suivre lors de l'adoption des textes d'application par l'ESMA puisque le prestataire indépendant pourra recevoir des « avantages monétaires mineurs » susceptibles d'améliorer la qualité du service au client à condition que le client en soit préalablement informé. La conceptualisation de cette notion, voire une déclinaison précise des avantages monétaires mineurs fera l'objet de discussions au sein des mesures de niveau deux notamment en ce qui concerne le sort réservé à la recherche dans ce cadre.

Si le prestataire ne se présente pas comme indépendant, il pourra percevoir ou verser une rémunération, une commission, ou un avantage non pécuniaire en liaison avec la prestation d'un service d'investissement si ces derniers ont pour objet d'améliorer la qualité du service concerné au client et ne nuisent pas au respect de l'obligation de l'entreprise d'investissement d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts de ses clients. Parallèlement, le client devra être clairement informé de l'existence, de la nature et du montant du paiement ou de l'avantage visé. Ce dispositif visant les conseils non indépendants ainsi validés par le règlement définitif alors qu'ils avaient fait l'objet de bon nombre de discussions reprend en définitive le dispositif actuellement décliné en France par les prestataires. Le dispositif de l'AMF, notamment au travers de sa Position 2013-10 étant en cours d'application par les entreprises d'investissement, il est primordial pour la place française qu'il ne soit pas remis en cause par les textes d'application émanant de l'ESMA.

Pour les entreprises fournissant le service de gestion sous mandat, l'article 24-8 du règlement précise qu'elles ne peuvent pas conserver les rétrocessions perçues ou autres avantages non monétaires à l'exception, comme pour les cas visés au point précédent des avantages monétaires mineurs. L'on sait que ce dispositif va contraindre les sociétés de gestion pour compte de tiers à réfléchir, pour certaines d'entre elles à une évolution de leur modèle économique.

### **Les rémunérations des collaborateurs des entreprises d'investissement**

*La fixation de leurs objectifs.* L'article 24-10 du règlement énonce un principe de neutralité quant à la fixation de la rémunération fixe ou variable des collaborateurs des prestataires afin que dans le respect de la primauté des intérêts des clients, ils ne puissent pas être encouragés à leur recommander un instrument financier particulier alors que l'entreprise d'investissement pourrait proposer un autre instrument financier correspondant mieux aux besoins des clients. Ce principe n'est pas nouveau, il conviendra de s'assurer que les mesures d'application n'entraîneront pas de nouvelles contraintes alors que les prestataires français déclinent déjà ce principe à travers la récente Position 2013-24 de l'AMF.

S'agissant des points visés à l'article 24 du règlement relatifs aux rémunérations, le point 12 de cet article précise que les États membres peuvent, dans des cas excep-

tionnels, imposer aux entreprises d'investissement des exigences supplémentaires pour les matières régies par cet article. Cet article indique ensuite que « ces exigences doivent être objectivement justifiées et proportionnées afin de répondre à des risques spécifiques pesant sur la protection des investisseurs ou l'intégrité du marché qui revêtent une importance particulière dans la structure de marché propre à l'État membre concerné ».

#### **Les règles de la compétence des actes délégués pris par la Commission**

Le point 13 de l'article 24 du règlement pourrait sérieusement impacter les établissements selon le contenu des textes d'application dont il sera à l'origine. Il présente en conséquence une réelle importance au regard des systèmes et procédures mis en place par les établissements depuis 2007. En habilitant la Commission à prendre des actes délégués sur les conditions que doivent remplir les informations pour être correctes, claires et non trompeuses, sur les détails concernant le contenu et le format des informations communiquées aux clients notamment pour ce qui est de leur catégorisation et des coûts et des frais, sur les critères d'évaluation d'un éventail d'instruments financiers disponibles sur le marché et enfin sur les critères servant à évaluer si les entreprises recevant des incitations respectent l'obligation d'agir d'une manière honnête, équitable et professionnelle au mieux des intérêts du client, ce texte pourrait, au vu du contenu des éventuels actes délégués pris par la Commission, entraîner pour les prestataires français de substantielles modifications de leurs procédures et systèmes d'information. Il sera nécessaire que les établissements français participent de manière rapprochée aux consultations qui seront organisées sur ce thème tant il est important.

#### **L'évaluation de l'adéquation et du caractère approprié et l'information des clients**

L'article 25 du règlement reprend le dispositif précédant en l'enrichissant de nouveaux critères plus précis s'agissant notamment de la nécessité pour le prestataire de prendre en considération la capacité du client à subir des pertes et sa tolérance au risque jusqu'alors simplement traité par la notion d'appétence au risque dorénavant éclairée. Concrètement, il est probable que les établissements réfléchiront à une évolution de leurs procédures et documents relatifs à la connaissance du client qui pourrait ainsi évaluer le degré de perte maximale que le client entend ou est en mesure de supporter. Cette notion clef sera ensuite insérée dans les systèmes d'information pour avertir le client d'une évolution défavorable de son placement qui lui ferait atteindre ce montant ce qui lui permettrait de réagir ou de demander un nouveau conseil au prestataire qui pourrait d'ailleurs être à l'initiative de cette demande. Le point 6 comprend une mesure importante. Il précise que lorsqu'elle fournit des conseils en investissement, l'entreprise d'investissement remet au client, avant que la transaction ne soit effectuée, une « déclaration d'adéquation » sur un support durable précisant les conseils prodigués et de quelle manière ceux-ci répondent aux

préférences, aux objectifs et aux autres caractéristiques du client de détail.

Un dispositif dégradé est prévu. Ainsi, lorsque l'accord d'achat ou de vente d'un instrument financier est conclu en utilisant un moyen de communication à distance qui ne permet pas la transmission préalable de la déclaration d'adéquation, l'entreprise d'investissement peut fournir la déclaration écrite d'adéquation sur un support durable immédiatement après que le client est lié par un accord sous réserve que le client ait consenti de recevoir cette déclaration d'adéquation sans délai excessif après la conclusion de la transaction et que l'entreprise ait donné au client la possibilité de retarder la transaction afin qu'il puisse recevoir au préalable la déclaration d'adéquation. Ce point issu de la réglementation française applicable aux conseillers financiers structurera la délivrance des conseils en en permettant la traçabilité. Il impliquera également l'adaptation des procédures et systèmes d'information au regard des conseils en investissement délivrés lors de la réalisation d'autres services désinvestissements comme la réception transmission d'ordres ou le placement,

#### **La politique de best execution**

La politique de *best execution* des prestataires fait l'objet de précisions. Le meilleur résultat possible est toujours fondé sur une analyse multicritère faisant notamment intervenir le prix, le coût, la rapidité, la probabilité de l'exécution et du règlement de l'ordre. Parmi les précisions apportées par le texte européen, l'on citera l'obligation pour les entreprises d'investissement qui exécutent des ordres de clients d'établir et de publier une fois par an, pour chaque catégorie d'instruments financiers, le classement des cinq premières plates-formes d'exécution sur le plan des volumes de négociation sur lesquelles elles ont exécuté des ordres de clients au cours de l'année précédente et des informations synthétiques sur la qualité d'exécution obtenue. Les textes d'application envisageront sans doute de manière distincte le cas des obligations nées de la meilleure sélection qui semble toujours se confondre avec la meilleure exécution alors que les deux situations sont différentes.

En conclusion de ce rapide et premier survol tant ce texte est complexe, s'il ne bouleverse pas l'économie du dispositif issu de la directive MIF, il le complète et l'enrichit en accentuant les contraintes structurelles pesant sur les prestataires. En revisitant l'ensemble du précédent cadre législatif et réglementaire, il sera sans doute à l'origine de nombreuses modifications qui sans remettre en cause le cadre initial le compléteront et seront à l'origine de nombreuses modifications des procédures, systèmes d'information et programme de formation des collaborateurs dont, compte tenu de la date d'entrée en vigueur rapide, 2016 est demain en cette matière, les prestataires doivent avoir pleinement conscience. ■

Jean-Pierre Bornet