

seuil réglementaire, la société de gestion aurait dû suspendre le rachat des parts, voire, si la situation avait perduré, procéder à la liquidation du fonds. Elle ajoute que la chronologie des souscriptions « intervenues de manière simultanée le lendemain du rachat massif des parts [...] pour un montant permettant au fonds TMI d'atteindre un niveau supérieur au seuil réglementaire » permet d'établir que les investissements litigieux « n'ont pas été pris dans le seul intérêt des porteurs des parts de ces fonds ». Le manquement aux dispositions des articles L. 533-1 et L. 214-9 du Code monétaire et financier et 314-3 du règlement général est donc caractérisé.

Comme cela a été observé⁴⁰, les indices composant le faisceau peuvent en eux-mêmes constituer des manquements à des obligations réglementaires. La décision de la Commission des sanctions en offre une bonne illustration. Les professionnels de la gestion d'actifs doivent, comme l'ensemble des prestataires de services d'investissement, se doter de règles d'organisation propres à éviter les conflits d'intérêts⁴¹. Les sociétés de gestion doivent ainsi se doter d'une procédure de gestion du risque de liquidité et de politiques et procédures efficaces de gestion des risques et notamment des conflits d'intérêts⁴². Ces dispositifs doivent être maintenus opérationnels. Or en l'espèce, les décisions d'investissement litigieuses révèlent que la société de gestion n'était pas dotée d'une procédure de gestion du risque de liquidité et que si elle s'était bien dotée d'une cartographie des risques de conflits d'intérêts et de procédures de gestion de ces conflits, elle ne l'a pas respectée lors de la décision de gestion litigieuse. Elle n'a donc pas maintenu opérationnelle sa politique de gestion des conflits d'intérêts, et n'a pas pris toutes les mesures raisonnables pour empêcher ces conflits de porter atteinte aux intérêts de ses clients.

La société de gestion se voit ensuite reprocher d'avoir procédé à des investissements réciproques et à des investissements circulaires ayant entraîné un cumul des frais de gestion et empêché la valorisation correcte des OPCVM. Dans un schéma d'investissement réciproque, un fonds A est investi dans un fonds B qui est lui-même investi dans le fonds A ; en cas d'investissement circulaire, un fonds A est investi dans un fonds B, qui est lui-même investi dans le fonds A via un autre fonds. La Commission des sanctions rappelle qu'aucune disposition légale ou réglementaire ne prohibe en tant que tels ces types de schémas d'investissement. Mais un tel schéma, outre qu'il est source de possibles conflits d'intérêts entre les porteurs des différents fonds, conduit à une aggravation artificielle des encours des OPCVM et aggrave les difficultés de leur valorisation, entraîne un cumul de frais au détriment des porteurs des fonds souscripteurs et « ne répond, sauf circonstance particulière dont il appartient à la société de gestion

de justifier, à aucune logique de gestion ». La Commission des sanctions concède « qu'une telle analyse doit [...] être nuancée lorsque les participations réciproques ne portent pas sur des montants significatifs de l'encours du fonds ». C'était toutefois loin d'être le cas en l'espèce, où des investissements réciproques et deux chaînes d'investissements circulaires représentaient plus de 16 % des encours. La méconnaissance du principe de primauté de l'intérêt des porteurs est derechef caractérisée.

II. La société de gestion est en outre sanctionnée au titre de deux autres manquements qui sont examinés de manière distincte par la Commission des sanctions. D'une part, les investissements litigieux ont été effectués au mépris des contraintes d'investissement s'imposant au fonds investisseur, plus précisément de la règle selon laquelle un OPCVM coordonné ne peut investir dans un fonds de fonds⁴³ ; un OPCVM peut investir dans un autre OPCVM, mais sous réserve que ce dernier n'ait pas investi plus de 10 % de son actif en parts d'un autre fonds. D'autre part, les investissements litigieux ont entraîné un dépassement du ratio qui interdit à un OPCVM de détenir plus de 25 % des parts d'un même OPCVM⁴⁴ ; en cas de dépassement de ce seuil pour des raisons indépendantes de sa volonté, l'OPCVM investisseur doit avoir pour objectif prioritaire de régulariser cette situation en tenant compte de l'intérêt des porteurs de parts⁴⁵. Il s'agit d'éviter une concentration excessive des risques d'investissement, pour protéger à la fois l'intégrité du marché et la primauté de l'intérêt des clients. La Commission des sanctions considère que ces deux manquements sont caractérisés dès lors que les seuils réglementaires ont été dépassés, les circonstances du dépassement (durée limitée, faible montant, absence de réclamation des porteurs de parts) étant indifférentes.

Anne-Claire Rouaud

Souscription d'instruments financiers, information, conseil et mise en garde : Florilège

Parmi les nombreuses décisions de jurisprudence parues ces dernières semaines, nous avons relevé deux décisions qui rappellent que le banquier n'est pas tenu d'un devoir de mise en garde à l'égard de son client même non averti s'il lui propose des produits financiers qui ne présentent aucun caractère spéculatif. Cette décision est intéressante car, conforme aux précédentes décisions des tribunaux, elle précise toutefois que le client non averti ne bénéficie d'une protection renforcée nécessitant une information et un conseil qu'en présence de souscriptions à des produits spéculatifs, ces derniers ne se confondant pas avec l'exposition à la variabilité des marchés financiers qui affecte les actions par exemple (Cass. com. 29 avril 2014, n° 13-15447, et Cass. com. 29 avril 2014 n° 13-13628).

40. M. Storck, note préc.

41. Art. L. 533-10, 3°, C. mon. fin., F. Bussière, « De l'intérêt des porteurs dans la gestion collective pour le compte de tiers », *Mélanges en l'honneur de D. Schmidt*, Joly Éditions, 2005, p. 111.

42. C. mon. fin., art. L. 533-10 ; RG AMF, art. 313-53-5 (ancien art. 313-60).

43. C. mon. fin., art. L. 214-20 et R. 214-13.

44. C. mon. fin., art. R. 214-26, II, 3°.

45. C. mon. fin., art. R. 214-27.

Ces décisions doivent être mises en regard avec celle rendue le 4 mars 2014 par la Chambre commerciale de la Cour de Cassation (Cass. com. 4 mars 2014 n° 12-29-501). La Cour de cassation précise que le client, qu'il soit averti ou non, doit recevoir du prestataire de services d'investissements un conseil adapté, c'est-à-dire une information compréhensible sur les caractéristiques du produit qui lui est proposé. Cette obligation se conjugue avec la nécessité pour le prestataire de s'assurer de la bonne adéquation du produit proposé avec la situation personnelle et les attentes du client, qu'il soit averti ou non, et que le produit soit spéculatif ou non. À suivre la lecture de la décision rendue par la Cour, ce n'est qu'en présence de produits spéculatifs souscrits à la seule initiative du client que le prestataire devrait mettre en garde son client non averti.

Cette dernière décision est cohérente avec les deux premières si l'on considère que la délivrance de l'information légale lors de la commercialisation de produits non spéculatifs à des clients non avertis remplit l'obligation d'information à l'égard du client. S'agissant du conseil exprimé par la bonne adéquation de la proposition à la situation personnelle et aux objectifs du client, il semblerait que les tribunaux le considèrent comme s'imposant dans les relations entre le prestataire et ses clients hors les cas bien sûr d'exécution simple. Et pour les exécutions simples portant sur la souscription de produits spéculatifs, la mise en garde demeure obligatoire à l'égard des seuls clients profanes.

Cette matière étant complexe et surtout d'application délicate concernant les grands réseaux de distribution, l'on pourrait souhaiter quelques mesures de simplification de la part des tribunaux et du législateur s'agissant notamment de la coexistence entre les régimes de souscriptions directes des instruments financiers avec les souscriptions indirectes réalisées par le vecteur d'unités de compte de contrats d'assurance vie.

Jean-Pierre Bornet

Refus de transmission d'une QPC mettant en cause l'impartialité de la Commission des sanctions de l'AMF : Conseil d'État, arrêt du 6 juin 2014, 6e et 1re sous-sections réunies

La Commission des sanctions de l'AMF comprenant d'anciens membres du collège de l'AMF, une personne mise en cause devant la Commission a considéré que ces nominations contrevenaient au principe d'impartialité découlant de l'article 16 de la Déclaration des droits de l'Homme et du citoyen de 1789 au motif que la Commission devant être indépendante au regard de l'AMF, la nomination en son sein d'anciens membres du Collège portait atteinte à ce principe d'impartialité.

Le Conseil a rejeté cette demande de QPC après avoir constaté qu'aucune disposition n'interdit à un ancien membre du Collège de l'AMF de devenir membre de la Commission et que les dispositions particulières d'abstention et de dépôt auxquelles sont soumis les membres de la Commission suffisaient à assurer le principe d'impartialité invoqué par le demandeur.

De manière plus anecdotique, cette décision du Conseil d'État précise que les déclarations d'intérêts ou d'activités déposées par les membres de la Commission des sanctions auprès du président de l'AMF n'ont pas à être communiquées aux personnes poursuivies.

Jean-Pierre Bornet

■ TEXTES

Rapport 2014 du Médiateur de l'AMF

Parmi les nombreuses et intéressantes observations contenues au sein du rapport annuel du médiateur de l'AMF, nous avons retenu les éléments suivants.

La coexistence de plusieurs autorités de médiation en matière de commercialisation de produits financiers : c'est ainsi que l'on rencontre, aux côtés du médiateur de l'AMF, le médiateur bancaire et celui des assurances. Or, comme le relève justement le médiateur de l'AMF, « le fractionnement des champs de compétence respectifs de ces médiateurs est d'autant moins compréhensible que les différents produits sont distribués le plus souvent par les mêmes établissements, voire par les mêmes conseillers ».

Cette segmentation est inconnue dans les autres pays. Source de confusion, elle obère l'action des médiateurs qui s'interrogent sur leur domaine de compétence avant de traiter les dossiers en en retardant ainsi l'examen. Du point de vue des épargnants, leur action est rendue moins lisible, car la répartition des compétences entre médiateurs n'est pour eux guère compréhensible. C'est pourquoi, nous souscrivons au souhait émis par le médiateur de l'AMF de réunir les trois métiers au sein d'un guichet unique. Ce guichet unique permettra de développer le recours à la médiation. Ce recours à la médiation ainsi facilitée apparaît essentiel dans un contexte où des procédures de masse (*class actions*) pourraient se développer alors même qu'elles n'auraient pas toujours de réelle consistance et ressortiraient de la médiation comme l'avait souligné le rapport du président Delmas-Marsalet dédié à cette question.

La parution de ce rapport permet d'apprécier l'activité de médiation de l'AMF à travers quelques chiffres. Sur les 400 avis émis en 2013, 44 % l'ont été en faveur des épargnants. Les avis du médiateur ont été acceptés par plus de 80 % des professionnels.

Les propositions d'entrer en médiation sont en général suivies, ce qui illustre l'utilité de la médiation et sa complète appréhension par les professionnels et les épargnants.

Parmi les difficultés identifiées, l'on notera l'épargne salariale au statut particulier. N'entrant pas directement dans le champ de la réglementation des instruments financiers et de la protection offerte aux épargnants par les textes issus de la directive Marché d'instruments financiers, les opérations d'épargne salariale sont à l'origine de plaintes d'épargnants. Ces plaintes ont en général trait à l'absence de conseil fourni aux épargnants qui accompagnerait l'information délivrée lors des propositions d'investissement ou d'arbitrage et le caractère obscur du fonctionnement des Fonds communs de placement