

## Blog financier – Diffusion d'information inexacte – Sanction.

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

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

La décision rendue par la Commission des sanctions le 7 novembre 2013<sup>49</sup> illustre l'un des avatars de la crise de la dette souveraine grecque. On se souvient des rumeurs concernant la Société Générale qui ont perturbé le marché durant le mois d'août 2011. Certaines de ces rumeurs annonçaient le risque de faillite, voire la faillite avérée, de la banque en raison d'une exposition importante à la dette grecque, ce qui avait entraîné une baisse conséquente du cours du titre de cette banque ainsi que de plusieurs autres. L'AMF avait été conduite à rappeler au public, et notamment aux utilisateurs de forums de discussion consacrés aux sujets financiers, que la diffusion d'informations infondées est susceptible de sanction<sup>50</sup>. C'est dans ce contexte que s'inscrit cette affaire.

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

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

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

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

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

Cette sanction porte-t-elle atteinte à la liberté d'expression, et notamment à la liberté d'expression scientifique de l'universitaire ? On peut ne pas le penser. Il est vrai que la Cour de cassation a récemment jugé que des propos exprimant un doute sur une question historique objet de polémique ne dépassaient pas les limites de la liberté d'expression<sup>51</sup>. La vérité juridique n'est pas la vérité historique, ni la vérité scientifique. Mais ici, ce n'est pas l'expression d'une opinion qui est à l'origine de la sanction, mais le fait que l'auteur ait présenté comme un fait une affirmation qui était inexacte « au regard des règles en vigueur », comme le relève la Commission des sanctions. Autrement dit, il est reproché à l'auteur d'avoir présenté

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

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

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

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

A.-C. R.

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

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

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

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

La décision de la Commission des sanctions du 28 octobre 2013<sup>52</sup> est intéressante à plus d'un titre. Elle apporte tout d'abord un éclairage sur les modalités d'application du dispositif relatif à la délivrance par le prestataire, en l'occurrence un conseiller en investissements financiers (CIF), d'un conseil adapté à la situation de son client. Elle aborde également des questions intéressantes relatives aux communications publicitaires diffusées par un CIF, notamment au regard du régime des offres au public.

I. Le caractère adapté du conseil délivré au client préalablement à la souscription d'un produit financier, que ce soit par l'intermédiaire d'un compte titres ou d'un contrat d'assurance vie en unités de compte, constitue le cœur de la régulation de la distribution de produits financiers. L'approche adoptée jusqu'à présent par les tribunaux se focalise sur la nature de l'information reçue par le client: c'est à l'aune de la connaissance, de la compétence et de l'expérience du client que le juge détermine si celui-ci a bien perçu et compris les diverses composantes du produit qui lui a été conseillé<sup>53</sup>. Mais la Commission adopte une approche différente dans cette décision<sup>54</sup>.

En l'espèce, les services de l'AMF reprochaient à un prestataire d'avoir proposé à deux de ses clients des produits structurés (EMTN et *equity linked notes*) inadaptés à leur situation, s'agissant de clients caractérisés par un profil « prudent », ne disposant « d'aucune ou d'une petite expérience en matière d'investissement ». Au vu de l'obligation faite aux CIF, tout comme aux PSI, de se comporter avec loyauté, d'agir au mieux des intérêts de leurs clients et de délivrer à ces derniers des recommandations adaptées à leur situation financière<sup>55</sup>, la condamnation du professionnel paraissait aller de soi.

Or la Commission des sanctions procède à une analyse fine de la situation du client, dans l'esprit<sup>56</sup> des principes posés par l'AMF<sup>57</sup> dans ses récentes positions qui précisent les exigences relatives au recueil d'informations nécessaires à la réalisation des tests d'adéquation et de caractère approprié en vue de la fourniture d'un produit ou d'un service d'investissement. Des principes similaires ont d'ailleurs été posés par l'ACPR pour le recueil des informations relatives à la connaissance du client dans le cadre du devoir de conseil en assurance vie<sup>58</sup>, les deux régulateurs ayant harmonisé leurs dispositifs sur ce sujet important. En l'occurrence, la Commission des sanctions constate ainsi que l'un des investissements litigieux représentait une infime partie du patrimoine du client (10 000 euros pour un patrimoine de 700 000 euros). S'agissant de l'autre client, elle relève que les objectifs, certes sécuritaires, du placement incluait néanmoins une demande de diversification et d'augmentation de son rendement. Dès lors, elle considère qu'au regard du montant limité de l'investissement par rapport au capital disponible du souscripteur et des souhaits exprimés par ce dernier, le placement proposé n'était pas inadapté.

Les PSI qui fournissent les services de conseil en investissement et de gestion de portefeuille ne doivent pas s'enquérir seulement des connaissances et de l'expérience de leurs clients, mais aussi de leur situation financière et de leurs objectifs, ce qui est nécessaire pour s'assurer du caractère adéquat de l'investissement projeté<sup>59</sup>. De même, les objectifs du client sont évidemment au nombre des éléments que le CIF doit prendre en compte pour délivrer une recommandation adaptée<sup>60</sup>. Pour les autres services d'investissement, les prestataires n'ont en revanche pas, en l'état des textes, à effectuer de test d'adéquation, et doivent simplement s'enquérir des connaissances et de

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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