

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

A.-C. R.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

65. Art. 325-6, 2° a), RG AMF.

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

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

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

A.-C. R.

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

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

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

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

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

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

- de la définition des politiques de rémunération d'une

grande partie des collaborateurs des établissements ;

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

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

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

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

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

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

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

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