

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE

Professeur émérite
Université Paris I



ANNE-CLAIRE ROUAUD

Agrégée des facultés de droit
Professeur
Université Paris 1
Panthéon-Sorbonne



PATRICK BARBAN

Agrégé des facultés de droit
Professeur
Université Le Havre-Normandie

■ JURISPRUDENCE

La connaissance de la publication proche d'une analyse financière avant sa publication peut, dans certains cas, constituer une information privilégiée

Les travaux et estimations de bureaux d'analyse et de recherche reconnus peuvent, dans certains cas, revêtir le caractère d'une information privilégiée, notamment s'ils sont destinés à une publication prochaine, attendue par le marché, et révèlent une recommandation émise pour la première fois ou modifiant celles précédemment émises concernant des instruments financiers.

CE, 6^e et 5^e chambres réunies, 30 janvier 2019, n° 412789.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Le Conseil d'État vient préciser les conditions étroites dans lesquelles une analyse financière peut être considérée comme une information privilégiée. En l'espèce, l'enquête de l'AMF avait démontré que l'intéressé avait utilisé des analyses financières dont il avait eu connaissance pour procéder à des opérations sur les titres qui en étaient l'objet. La Commission des sanctions avait cependant refusé de le sanctionner de ce chef, estimant que les conditions du manquement d'utilisation d'une information privilégiée n'étaient pas remplies : elle

avait douté que des recommandations d'investissement puissent être qualifiées d'informations privilégiées parce qu'« étant liées à des analyses qui, ayant par nature le caractère d'appréciations subjectives, étaient, elles-mêmes insusceptibles de l'être »¹. C'est donc par principe – « par nature » – que des analyses financières ne pouvaient constituer une information privilégiée pour la Commission des sanctions. En revanche, elle avait lourdement sanctionné l'analyste pour avoir réalisé des opérations pour son propre compte en s'abstenant de déclarer au bureau d'analyse l'existence de son compte titres, et pour avoir diffusé une fausse information sur un titre (dix ans d'interdiction d'exercice et 100 000 €).

Le Conseil d'État, saisi par le président de l'AMF, réforme cette décision et aggrave la sanction pécuniaire (200 000 €). Il juge que l'intéressé a utilisé des informations privilégiées car « les travaux d'analyse financière et estimations de bureaux d'analyse et de recherche reconnus peuvent, dans certains cas, revêtir le caractère d'une information privilégiée, notamment s'ils sont destinés à une publication prochaine, attendue par le marché, et révèlent une recommandation, émise pour la première fois ou modifiant celles précédemment émises, concernant des instruments financiers ».

Beaucoup, dans la vie professionnelle, déduisent de la décision du Conseil d'État qu'une analyse financière est une information privilégiée en soi. Ce n'est pas le cas.

La lecture de la décision de la haute juridiction révèle une position beaucoup plus nuancée, qui peut se résumer en deux propositions : une analyse financière n'est

1. AMF, Com. sanct., 29 mai 2017, décision n° 7.

pas a priori une information privilégiée ; elle peut l'être néanmoins en certains cas, si elle est destinée à une publication prochaine, si elle est attendue par le marché, si elle révèle une recommandation émise pour la première fois ou modifiant les précédentes et si elle émane d'un bureau de recherche reconnu.

Les deux propositions sont justifiées. Une véritable analyse financière se concluant par une recommandation est une opinion, par nature subjective, reposant sur des informations publiques. Elle ne résulte pas d'un ensemble de circonstances ou d'un évènement réalisé ou à venir encore inconnu du public, selon la définition donnée par l'art. 621-1 du Règlement général de l'AMF à la suite des textes européens. En elle-même, une analyse financière et sa conclusion, une recommandation, ne constituent pas une information privilégiée, du moins si elle répond à ses canons traditionnels.

Le point central de la décision tient à ce que, pour le Conseil d'État, les analyses financières dont s'était servies l'analyste poursuivi étaient des informations privilégiées dans la mesure où il avait connaissance du moment auquel leur publication allait intervenir lorsqu'il a procédé aux opérations financières critiquées et où elles émanaient de bureaux d'analyse notoires apportant une appréciation nouvelle du titre. Fondamentalement, c'est la connaissance de la date de la publication de l'analyse qui constitue l'information privilégiée dans l'espèce, non l'analyse elle-même.

Le Conseil d'État s'appuie sur le Considérant 31 de la Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, alors en vigueur, qui dispose que ne constitue pas, en principe, une information privilégiée les travaux d'analyse qui sont élaborés à partir de données publiques. Il juge qu'« il en résulte que la seule circonstance qu'une opération est effectuée sur la base de tels travaux ou estimations ne doit pas être réputée constituer une

utilisation d'information privilégiée ». Il ajoute cependant que « il en va toutefois différemment si ces travaux ou estimations peuvent être regardés comme recommandant ou suggérant une stratégie d'investissement et émanent d'analystes ou institutions reconnus, dont les publications sont normalement attendues par le marché et contribuent au processus de formation des cours des instruments financiers ». Il précise que « l'utilisation de tels travaux ou estimations par une personne qui a connaissance du moment auquel leur publication va intervenir, doit, dès lors, que les autres conditions énoncées à l'article 621-1 du Règlement général de l'AMF et rappelés au point précédent, sont remplies, être regardée comme portant sur des informations privilégiées, au sens de ce même article ».

Il se pourrait que le Conseil d'État se soit inspiré du Considérant 28 du Règlement sur les abus de marché du 16 avril 2014. Dans un premier temps, celui-ci confirme que « Ne devraient dès lors pas être réputés, en soi, des informations privilégiées les travaux de recherche et les estimations élaborés sur la base de données publiques, et le simple fait qu'une opération est effectuée sur la base de tels travaux de recherche ou de telles estimations ne devrait pas être réputée constituer une utilisation d'informations privilégiées. » Mais il ajoute : « Cependant, peuvent, par exemple, constituer des informations privilégiées les informations dont la publication ou la diffusion est normalement attendue par le marché et contribue au processus de formation des cours des instruments financiers, ou celles rapportant l'avis d'un analyste des marchés ou d'une institution reconnue, qui peuvent fournir des informations quant aux cours d'instruments financiers liés. » On y retrouve les principales conditions retenues par la Haute juridiction pour qu'une analyse financière risque d'être une information privilégiée, une analyse attendue émanant d'un bureau d'analyses reconnu, sous réserve qu'elle soit susceptible d'avoir une influence sur le cours du titre. ■

ANALYSE FINANCIÈRE – INFORMATION PRIVILÉGIÉE – CONDITIONS.

Premier relèvement par la Commission des sanctions de l'AMF

La Commission des sanctions de l'AMF met fin à une interdiction définitive d'exercice d'une activité de gestion pour compte de tiers en raison du caractère inoffensif professionnellement de l'intéressé, des mesures prises par celui-ci à la suite de sa condamnation pour éviter tout dommage aux clients et au personnel, et des conséquences encore préjudiciables de la sanction sur l'activité de son fils à l'étranger.

AMF, Com. sanct., décision du 28 décembre 2018 (SAN-2018-20).

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Signalons cette décision de la Commission des sanctions de l'AMF parce qu'elle prononce le premier relèvement en application de la loi Sapin 2 du 9 décembre 2016. En l'espèce, l'intéressé avait été condamné à une interdiction à titre définitif d'exercer l'activité de gestion pour le compte de tiers par une décision de la COB,

décision que le Conseil d'État avait confirmée mais que la Cour EDH avait estimée contraire au principe d'une procédure équitable¹. Aussi, l'intéressé avait-il demandé directement au Président de l'AMF de, soit revoir la décision de sanction de la COB, soit l'autoriser directement à exercer à nouveau sa profession ; celui-ci s'y étant refusé proprio motu, le Conseil d'État, à nouveau saisi, avait annulé cette position du président, lui reprochant de s'être prononcé lui-même et de ne pas avoir transmis la demande à la Commission des sanctions². Cette dernière, sollicitée par l'intéressé, avait néanmoins rejeté sa demande, considérant qu'il n'y avait pas d'éléments suffisants pour revenir sur la sanction prononcée par la COB³, et le Conseil d'État, de nouveau saisi, avait validé

1. CEDH 20 janvier 2011, n° 30183/06.

2. CE 30 juillet 2014, n° 358565 ; J.-J. Daigre, « Révision des décisions de sanction d'une autorité administrative ou publique indépendante », BJB, octobre 2014, n° 10, p. 467.

3. AMF, déc., 19 juin 2015 ; BJB janv. 2015, p. 503, note J.-P. Pons-Henry et M. Robert.

la décision de la Commission des sanctions⁴.

Postérieurement, la loi Sapin 2 du 9 décembre 2016, a introduit un nouveau paragraphe à l'art. L. 621-15 du Code monétaire et financier, ainsi libellé : « Les personnes sanctionnées par une interdiction à titre définitif de l'exercice ou de tout ou partie des activités ou des services fournis ou par un retrait définitif de leur carte professionnelle peuvent, à leur demande, être relevées de cette sanction après l'expiration d'un délai d'au moins dix ans, dans les conditions et selon les modalités déterminées par un décret en Conseil d'État⁵. » Le décret qui a suivi est celui qui a créé les articles R. 621-41 -1 et suivants du Code monétaire et financier (décret n° 2017-865 du 9 mai 2017,

4. CE 9 mars 2016, n° 392782 : LPA 3 nov. 2016, p. 6, note A.-C. Rouault.

5. Loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016, art. 47, III, f.

■ RÉGLEMENTATION

Dernière pierre au régime des titres financiers et minibons sur *blockchain*

Le décret modifie le Code de commerce et le Code monétaire et financier pour permettre l'émission et la circulation des bons de caisse sous forme de minibons ainsi que l'inscription de titres financiers et leur nantissement sur un dispositif d'enregistrement électronique partagé fonctionnant sur la base de la technologie *blockchain*.

Décret n° 2018-1226 du 24 décembre 2018 relatif à l'utilisation d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé [...].

Commentaire de Patrick Barban

L'actualité juridique et politique concernant les *blockchains* a été intense au cours des derniers mois. Outre les différents rapports publics¹, l'attention doit être principalement portée sur la publication du décret d'application² des ordonnances du 28 avril 2016³ et du 8 décembre 2017⁴.

Ces deux ordonnances ont pour particularité d'introduire en droit français la possibilité pour des émetteurs d'émettre des bons de caisse (ordonnance de 2016) ou, plus largement, des titres financiers non-admis aux opérations d'un dépositaire central ou livrés dans un système de règlement-livraison (ordonnance de 2017)⁵ sur un Dispositif d'enregistrement électronique partagé (DEEP), c'est-à-dire une *blockchain*. Cette ordonnance prévoit en outre les règles relatives à la conservation de ces titres et à la possibilité de les nantir.

1. V. la chronique suivante.

2. Sur ce décret, v. H. de Vauplane, RTDF 2018, n°4, Chr. Digitalisation et droit financier, p. 80.

3. Ord. n° 2016-520 dite « Minibons » :

4. Ord. n° 2017-1674 dite « Titres non cotés ».

5. C'est-à-dire, peu ou prou, des titres que l'on qualifie de « non cotés ».

art. 1^{er}) ; ceux-ci ont précisé la procédure et les conditions du relèvement, ces dernières prenant principalement en compte, sans surprise, l'écoulement du temps, la bonne exécution de la décision de sanction par l'intéressé et son comportement depuis lors.

En l'espèce, la Commission des sanctions a tenu compte du fait que l'intéressé ne présentait plus de risque de récidive, principalement en raison de son âge, du fait qu'il avait pris des mesures pour éviter tout dommage à ses clients et son personnel à la suite de l'interdiction, du fait que la sanction prononcée il y a seize ans continuait de préjudicier à l'activité de la société de son fils et que cette activité ne s'exerçait pas en France. Parfois la persévérance paie et le pardon passe... ■

AMF – SANCTION – RELÈVEMENT.

Quelques mots ne sauraient être de trop pour expliquer les profonds changements en cours en matière de titres financiers, liés au développement de cette technologie nouvelle. Une *blockchain* est un registre informatique protégé par cryptographie permettant le partage d'information ainsi que la circulation de jetons représentant diverses valeurs⁶. Son avatar le plus connu est le bitcoin dont l'ambition est de permettre la circulation d'une monnaie qui n'est pas émise par une banque centrale, en l'absence de tout intermédiaire supervisant la circulation de cette monnaie ainsi que les opérations de paiement. Les détenteurs de ces jetons possèdent deux clés : l'une privée et l'autre publique. Ils accèdent aux jetons grâce à leur clé privée et effectuent des transactions en indiquant la clé publique du bénéficiaire du transfert⁷.

La résilience et l'intégrité du dispositif sont assurées par la duplication/distribution de ce dernier entre une multitude de nœuds informatiques. Ces nœuds assurent la sauvegarde du registre mais aussi son évolution puisqu'ils sont chargés d'agréger au registre les nouveaux blocs de transactions au fur et à mesure de leur validation. Cette adjonction se fait au travers d'un travail de consensus⁸. La sécurité est ainsi assurée par le fait qu'une modification de la *blockchain* suppose la modification concomitante d'au moins 50 % des copies répliquées dans les différents nœuds, opération présentant un coût prohibitif, si bien qu'à ce jour aucun protocole de *blockchain* n'a été piraté⁹. Le modèle ainsi présenté est celui d'une *blockchain* publique qui repose sur l'absence d'intermédiaires. Des modèles de *blockchain* privées existent aussi, dénommées « permissionnées », dans lesquelles un ou plusieurs opérateurs disposent d'un droit d'altération et agissent comme intermédiaires. Ce format est moins innovant et surtout plus conforme

6. V. chroniques infra pour la notion de « jeton ».

7. M. Bali, « Les crypto-monnaies, une application des block chain technologies à la monnaie », RDBF n° 2-2016, étude 8, p. 14.

8. Dans le réseau bitcoin, c'est une preuve de travail : le nœud qui découvre la bonne combinaison cryptographique permettant de relier un bloc à un autre diffuse la solution aux autres nœuds et est récompensé par des bitcoins. Sur les différents consensus existant, v. X. Vamparys, *La Blockchain au service de la finance*, RB Édition, 2018, p. 31.

9. Mais des applications sur *blockchain* ont pu l'être, de même que des clés privées.

au principe d'intermédiation qui régit le droit bancaire et le droit financier.

Les deux ordonnances avaient en commun le strict respect d'un principe de neutralité technologique en affirmant une équivalence des instruments, quel que soit leur support d'enregistrement. L'objectif de neutralité qui a inspiré la rédaction de ces ordonnances semble, de prime abord, se refléter également dans le décret d'application, lequel toilette les textes des codes de commerce et monétaire et financier pour adjoindre à chaque fois l'équivalence notionnelle¹⁰ entre inscription en compte et sur DEEP¹¹. Au-delà des aspects purement techniques du décret, le lecteur attentif y décèle des règles substantielles répondant à un certain nombre d'interrogations que se posait la pratique, tant sur les personnes pouvant enregistrer les titres que sur l'organisation du DEEP ou du nantissement de titres financiers sur DEEP.

I. Inscription des titres financiers sur DEEP par l'émetteur

L'article L. 211-7 du Code monétaire et financier procure à l'émetteur le choix d'inscrire ses titres financiers sur DEEP, mais on ignorait encore jusqu'à récemment les modalités d'inscription de ces titres. Celles-ci sont désormais calquées sur la tenue de compte de titres nominatifs puisque seuls l'émetteur¹² ou son mandataire peuvent inscrire les titres financiers sur DEEP¹³. Par ailleurs, le propriétaire des titres peut demander à un intermédiaire d'administrer ses titres¹⁴, à l'instar de l'administration des comptes titres.

Techniquement, cela nécessite de prévoir un point d'accès privilégié au DEEP à l'émetteur pour qu'il puisse être le seul à procéder à l'inscription de titres financiers. Bien que cela ne condamne pas immédiatement le recours à un DEEP public, à l'inverse d'autres dispositions du décret, il sera nécessaire que le protocole fasse alors de l'émetteur un « nœud » du réseau seul autorisé à inscrire « ses » titres financiers sur le réseau, avec une possibilité de délégation à un mandataire. Ce dernier aura alors à sa disposition la clé privée de l'émetteur¹⁵. Néanmoins, une telle faculté sera assurée plus facilement avec l'existence d'un gestionnaire du DEEP, ce qui peut inciter les émetteurs à privilégier un DEEP privé à même d'offrir ces services d'administration, ou à administrer leur propre DEEP.

II. Gestion privée du DEEP

L'article R. 211-9-7 C. mon. fin. est extrêmement instructif quant à l'organisation du DEEP. Le texte précise ainsi que celui-ci est « conçu et mis en œuvre de façon à garantir l'enregistrement et l'intégrité des inscriptions et à permettre, directement ou

indirectement, d'identifier les propriétaires des titres¹⁶, la nature et le nombre de titres détenus ». S'il est simple de précéder à la détermination de la nature et du nombre de titres détenus, l'identification du propriétaire suppose de contrevenir à l'une des caractéristiques des blockchains, à savoir le « Pseudonymat »¹⁷, c'est-à-dire l'identification du propriétaire de jetons par le biais d'un pseudonyme pouvant être fantaisiste. Cette identification du véritable propriétaire peut être faite soit par une gestion privée du DEEP, soit par le recours à une base de données complémentaire hors blockchain pour réconcilier le pseudonyme avec l'identité réelle¹⁸. De même, l'article prévoit incidemment que « [l]orsque des titres sont inscrits dans ce dispositif d'enregistrement, le propriétaire de ces titres peut disposer de relevés des opérations qui lui sont propres », ce qui suppose que le protocole informatique puisse émettre de tels relevés ou qu'une personne (gestionnaire privée ou émetteur) soit chargée de ce devoir.

Mais c'est en son second alinéa que l'article apporte un éclaircissement majeur. En effet, il est prévu que « [l]es inscriptions réalisées dans ce dispositif d'enregistrement font l'objet d'un plan de continuité d'activité actualisé comprenant notamment un dispositif externe de conservation périodique des données ». Le plan de continuité d'activité est une disposition classique en droit bancaire et en droit financier, mais elle suppose la désignation d'une personne responsable de son élaboration et de sa mise en œuvre. Or, il est impossible en l'état actuel de la science qu'un protocole informatique réponde à cette exigence. Dès lors, le DEEP devra nécessairement être privé. On peut regretter ce choix, sans doute guidé par la crainte des risques attachés aux blockchains, alors même que la résistance des réseaux de DEEP publics est établie puisqu'il n'y a eu depuis la création du bitcoin aucune attaque réussie sur le réseau fondamental. C'est là une limite majeure au régime du DEEP.

III. Fin de l'incertitude relative à l'objet du nantissement de titres financiers

Le décret assure enfin l'effectivité des nantissements sur titres inscrits sur blockchain en créant dans le Code monétaire et financier des dispositions communes aux financements sur titres inscrits en compte et ceux inscrit sur un DEEP, puis en précisant dans une sous-section spécifique les règles relatives à ceux sur DEEP¹⁹.

Là encore, un apport important se cache au détour de ces règles techniques. Depuis la réforme du nantissement sur titres les textes visent le compte titres et non les titres financiers eux-mêmes, c'est-à-dire une universalité, un contenant distinct du contenu. La doctrine restait divisée sur l'objet réel du nantissement mais pour certains, le compte de titres financiers n'était qu'un outil technique de fonctionnement du nantissement, celui-ci portant essentielle-

10. Pour une étude approfondie de cette équivalence : V. Malassigné, « Le principe d'équivalence de l'inscription en compte et de l'inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé », in V. Magnier et P. Barban (coord.), *Blockchain et droit des sociétés*, à paraître.

11. V. les art. R. 225-86, R. 228-7 et R. 228-10 C. com ou encore R. 211-1 et s. C. mon. fin.

12. R. 211-2, C. mon. fin.

13. R. 211-3, C. mon. fin.

14. R. 211-4, C. mon. fin.

15. Tout comme le propriétaire de titres pourra confier sa « clé privée » à l'intermédiaire en charge de ses titres, ce qui est une pratique courante en termes de cryptomonnaies que l'on confie à un service de portefeuille (Wallet).

16. Rédaction étrange puisqu'on sait que le propriétaire réel peut se camoufler derrière un ou plusieurs intermédiaires : v. C. com., art. L. 228-1 et s.

17. P. De Filippi et A. Wright, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts, 2018, p. 38.

18. Tel que cela est en projet dans l'État du Delaware : le protocole Ethereum ERC 884 prévoit ainsi la négociation de titres financiers avec un système d'identification des titulaires par le recours à une base de données de réconciliation. V. le code sur : <https://github.com/ethereum/EIPs/blob/master/EIPS/eip-884.md>

19. Art. R. 211-14-1 et s., C. mon. fin.

ment sur les titres eux-mêmes²⁰. Le décret consacre cette analyse puisqu'il autorise désormais des nantissements sur comptes mais aussi des nantissements directement sur titres financiers inscrits sur un DEEP et remplace autant que possible les termes de titulaire du « compte » par ceux de « constituant du nantissement ». Le nantissement de titres financiers est désormais renouvelé puisqu'il est possible de procéder au « topage »²¹ des titres financiers sur DEEP faisant l'objet du nantissement et d'envisager à terme de réaliser ce nantissement de manière automatique, par le recours à des smart contracts, ces programmes sur blockchain d'exécution automatique de transactions²². On pourrait envisager un « arrosage » automatique, voire une réalisation automatique du gage, mais il semble qu'il existe toutefois de nombreux obstacles juridiques à l'entière automatisation de ce nantissement liés à l'intervention de tiers²³.

20. M. Julienne, « Le nantissement de titres financiers inscrits en blockchain », in V. Magnier et P. Barban (coord.), *Blockchain et droit des sociétés*, à paraître.

21. Les titres financiers sont alors spécifiquement identifiés : v. art. L. 211-20, II, C. mon. fin.

22. X. Vamparys, *op. cit.*, p. 85 et s.

23. M. Julienne, *Art. préc.*

Études conjointes de rapports relatifs à la blockchain (I) : rapport d'information sur les « chaînes de blocs »

Plusieurs rapports ont été émis dernièrement par les pouvoirs publics, tant responsables politiques que régulateurs. Ces rapports ont en commun de souligner l'importance d'une régulation européenne sur la question des blockchains. Le rapport étudié préconise en outre la création en France d'un écosystème juridique favorable au développement de la technologie.

Rapport d'information A.N. n° 1501 (XV^e législature) sur les chaînes de blocs (*Blockchains*), présenté par Mme Laure de la Raudière et M. Jean-Michel Mis, décembre 2018.

Commentaire de Patrick Barban

En cette période d'anniversaire du World Wide Web, en mars 1989¹, un engouement nouveau naît à l'égard de la technologie blockchain, considérée par certains comme une technologie majeure de rupture. En témoignent les nombreux rapports portant sur la question² dont le rap-

1. « 30 ans du Web : les débuts mouvements de l'Internet en France », *Le Monde*, 12 mars 2019.

2. La liste des rapports d'ores et déjà émis est importante. Il est possible d'en citer quelques-uns, sachant que sur ce point l'actualité est mouvante. Outre, le rapport de la Raudière et Mis, le rapport Woerth et Person ainsi que les rapports de l'ESMA et de l'ABE, citons – en nous limitant à la production française relative au droit des affaires – les rapports suivants : Rapport Paris Europlace sur « Les impacts des réseaux distribués et de la technologie Blockchain dans les activités de marché », octobre 2017 ; ACPR, « Rapport la révolution dans le secteur bancaire », *Analyses et synthèses*, n° 88, mars 2018 ; Rapport au nom de l'OECD (XV^e législature) : « Les enjeux technologiques des Blockchains (Chaînes de blocs) » présenté par Mme Valéria

Par ailleurs, le décret institue un nouveau type de prestataire dénommé « gestionnaire de procédé informatique d'identification ». Il ne s'agit pas nécessairement du gestionnaire du DEEP lui-même, car sa fonction n'est pas de gérer ce DEEP à l'instar d'un compte nanti, mais d'assurer l'identification des titres faisant l'objet du nantissement et de mettre en œuvre le nantissement, le cas échéant, en fonction des instructions stipulées dans le contrat de nantissement. Il faudra donc que ce gestionnaire puisse avoir accès aux titres nantis pour pouvoir se conformer aux instructions reçues.

Plus qu'une simple mise en application technique, les dispositions du décret orientent en partie l'usage de cette technologie. Si l'on peut regretter le manque – tout relatif – d'ambition de ce texte, on peut se féliciter que les principales orientations soient établies dans un décret plus simple à modifier qu'une loi, en espérant que les craintes relatives au format d'un DEEP public puissent être dissipées ultérieurement. ■

BLOCKCHAIN – CHAÎNE DE BLOCS – DISPOSITIF D'ENREGISTREMENT ÉLECTRONIQUE PARTAGÉ – TITRE FINANCIER – MINIBONS – NANTISSEMENT – COMPTE TITRES.

port parlementaire de La Raudière et Mis, le rapport Person, ainsi que ceux publiés le même jour par l'ESMA et l'ABE³ sont les derniers avatars et sont commentés dans la présente chronique.

Les quatre rapports présentent les dernières évolutions en matière de blockchain tout en soulignant l'immatunité de la technologie. L'objet de ces rapports diverge toutefois. Si le rapport de la Raudière et Mis porte sur les Chaînes de blocs en général, les autres s'intéressent à la régulation plus spécifique des crypto-actifs, c'est-à-dire essentiellement les « jetons »⁴, ces biens numériques octroyant à leurs porteurs certains droits et qui sont émis, enregistrés, conservés et échangés sur blockchain⁵. Néanmoins, ces rapports convergent sur deux points : 1) trouver le bon équilibre entre régulation et expérimentation⁶ et 2) mettre

Faure-Muntian, M. Claude de Ganay, députés, et M. Ronan Le Gleut, sénateur, AN n° 1092 et Sénat n° 584, juin 2018 ; France-Stratégie, « Les enjeux des Blockchains », juin 2018 ; Rapport ministère de l'Économie commandé à J.-P. Landeau et A. Geneais, « Les crypto-monnaies », juillet 2018 ; AMF, « ICO françaises : un nouveau mode de financement ? », novembre 2018. Pour une liste plus exhaustive : D. Legeais, « Blockchain et crypto-actifs : état des lieux », *RTD com.* 2018, p. 754.

3. V. chronique suivante.

4. En langue anglaise : « Coins » s'ils ont une fonction monétaire ou « Tokens » dans les autres cas.

5. Le projet de loi relatif à la croissance et la transformation des entreprises (dit « PACTE ») contient ainsi la définition suivante des jetons : « constitue un jeton tout bien incorporel représentant, sous forme numérique, un ou plusieurs droits pouvant être émis, inscrits, conservés ou transférés au moyen d'un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant d'identifier, directement ou indirectement, le propriétaire dudit bien ».

6. Car en matière d'évolution technologique, s'il faut maintenir une régulation protectrice, il ne faut pas non plus brider les jeunes entreprises qui sont le fer de lance de l'innovation. V. J.-J. Daigre, Banque et Droit, janvier-février 2017, p. 3. Les États-Unis ont fait un choix en ce sens : alors que la SEC considérait que les jetons étaient des instruments financiers dès lors qu'ils répondaient au test « Howey » (SEC. Release No 81207/July 25, 2017 Report of Investigation Pursuant to Section 21 (a) of the Securities Exchange Act of 1934: the DAO), une cour d'appel fédérale a annulé cette décision concernant une ICO, sur le fondement du droit à l'expérimentation

en place une régulation au niveau européen, ce qui devrait permettre de dessiner une tendance pour l'avenir.

Si l'on s'intéresse plus spécifiquement au rapport de la Raudière et Mis, celui-ci s'inscrit dans une fastueuse production parlementaire, ce qui témoigne de la volonté des députés et des sénateurs de s'emparer du sujet, alors que la France fait figure de bon élève des *blockchains*. La position des rapporteurs était attendue, d'autant plus qu'en cet anniversaire d'Internet, tous ont en tête les conséquences désastreuses des choix politiques d'alors⁷. Le rapport souhaite éviter cet écueil. Il analyse l'environnement économique, technologique et juridique français et préconise une série de propositions, au nombre de 20, classées en trois axes respectivement dénommés « L'impulsion de l'État », « le soutien de l'écosystème » et « la prospective »⁸.

Le premier axe préconise ainsi l'accroissement des fonds pour la recherche publique et la création d'un « écosystème » favorable au niveau français et européen. L'État et les collectivités publiques s'engageraient en tant que partenaires de confiance dans le développement des *blockchains* et l'action administrative pourrait se faire au travers de cette technologie pour la délivrance de titres, l'archivage et la certification. C'est donc une attitude active qui est préconisée par les députés.

Le deuxième axe porte sur l'établissement d'un cadre juridique adéquat permettant, par un jeu de permissions et d'incitations, d'offrir aux « *blockchaineurs* » un environnement économique et juridique idoine. Différentes mesures sont ainsi préconisées, tant économiques (tarifs préférentiels pour l'électricité, mesures d'incitations fiscales) que juridiques (droit aux comptes pour les émetteurs de jetons bénéficiant du futur visa AMF PACTE⁹, réforme du droit de la preuve¹⁰, etc.). L'enseignement et la recherche sont aussi

visés par des propositions visant à investir le domaine de la *blockchain*, afin de développer une véritable compétence française en sollicitant les talents en matière de recherche fondamentale. Les rapporteurs précisent néanmoins qu'un tel cadre ne doit pas aboutir à un moins-disant réglementaire et qu'il convient de prévoir des mesures de protection des investisseurs, des consommateurs et des administrés. À ce titre, ils préconisent l'utilisation d'un cadre expérimental (*Sandbox*) aujourd'hui prévu par la Constitution¹¹ afin d'ouvrir une période d'observation¹².

Quant au troisième axe, il souligne les principaux obstacles juridiques de long terme auxquels sont confrontés les *blockchains*. Sans doute le point le plus intéressant puisqu'il s'agit des domaines dans lesquels la technologie est le plus en rupture avec le système juridique actuel. Il en est ainsi du régime de responsabilité civile pour les opérations sur *blockchain*, encore diffus aujourd'hui, ou encore de la protection des données ou du droit de la consommation. On peut aussi relever que le rapport préconise la création d'une crypto-monnaie émise par la Banque centrale, ce qui est une réflexion d'ores et déjà en cours depuis quelque temps¹³.

En conclusion, ce rapport offre de nombreuses pistes de réflexion et contribue à faciliter la compréhension de cette technologie par les pouvoirs publics. Les premières pierres d'un environnement juridique favorable à la technologie *blockchain* ont été posées par le législateur¹⁴. Le rapport préconise la poursuite de cet effort en offrant des pistes intéressantes, dont l'expérimentation, qui devront être mises en œuvre en gardant à l'esprit la nécessité de protection des investisseurs ou des consommateurs. ■

RAPPORT PARLEMENTAIRE – BLOCKCHAIN – CHAÎNE DE BLOCS – PROPOSITIONS – ÉCOSYSTÈME – EXPÉRIMENTATION – LOI EXPÉRIMENTALE – RÉGULATION FRANÇAISE – RÉGULATION EUROPÉENNE – CRYPTOMONNAIES – CRYPTO-ACTIFS.

(US DC Southern District of California, S.E.C., Plaintiff, Vs. BLOCKVEST, LLC et al., Defendants, Case N° 18 CV 2 2 8 7 GPC BLM, 8 oct. 2018).

7. Rapport, p. 25.

8. Rapport, p. 105.

9. Les banques françaises rechignent à ouvrir des comptes pour les émetteurs de jetons sous le prétexte de la lutte contre le blanchiment, même si certains acteurs des *blockchains* y voient là une marque d'hostilité de la principale profession qui serait menacée par le développement de la technologie, rapport, p. 80.

10. Règlement n° 910/2014.

11. P. Deumier, *Introduction générale au droit*, 4^e éd., LGDJ, 2017, n° 263.

12. Rapport, p. 86.

13. Si certaines banques centrales envisagent cela, tel n'est pas le cas de la BCE : https://www.ecb.europa.eu/ecb/access_to_documents/document/correspondence/shared/data/ecb.dr.cor20180914_Fernandez.en.pdf

14. V. chronique précédente.

Études conjointes de rapports relatifs à la *blockchain* (II) : rapport d'information sur les monnaies virtuelles

Le présent rapport a trait aux monnaies virtuelles et propose diverses mesures d'accompagnement des ICO en France. Moins ambitieux que le précédent, il s'appuie en grande partie sur des mesures d'incitations fiscales.

Rapport d'information A.N. n° 1624 (XV^e législature) relatif aux monnaies virtuelles, présenté par M. Pierre Person sous la présidence de M. Éric Woerth, janvier 2019.

Commentaire de Patrick Barban

Enregistré à la suite du rapport précédent, le rapport Person, établi sous la présidence du député Éric Woerth, a trait spécifiquement aux monnaies virtuelles encore appelées crypto-actifs, ces jetons émis, enregistrés, conservés et circulant sur *blockchain*, ainsi qu'à leur modalité particulière d'émission dénommée « ICO »¹.

Tout comme le précédent rapport², celui-ci souligne les risques, les limites et le potentiel des *blockchains*. Le rapport se veut plus pessimiste que le précédent, ce qui s'explique spécifiquement par son objet, ces crypto-actifs portant des risques d'instabilité, d'opacité et pouvant faciliter le blan-

1. Pour Initial Coin Offering.

2. V. cette chronique précédente.

chiment d'argent³. Néanmoins, le rapport ne rejette pas cette technologie et émet diverses propositions, à l'instar du précédent rapport, bien que leur portée paraisse moins ambitieuse, sans doute en raison de son objet plus limité. Ces propositions sont en grande partie de nature fiscale et visent tant les utilisateurs (uniformisation de la taxation, rehaussement du seuil d'exigibilité, fait générateur de l'impôt portant sur l'échange du jeton avec de la monnaie fiat⁴) que les prestataires de services sur blockchain, les émetteurs de jetons (TVA sur services liés au jeton, régime fiscal d'attribution de jetons gratuits) ou les mineurs⁵ (exemption de TVA et de la taxe intérieure sur la consommation finale d'électricité). Le rapport préconise aussi l'établissement d'un droit au compte pour les émetteurs de jetons, à l'instar du rapport de la Raudière, d'un statut des intermédiaires sur services blockchain calqué sur le visa optionnel labélisant prévu dans le projet de loi PACTE ou encore un renforcement du régime des ICO prévu dans la

future loi PACTE⁶, pourtant non encore votée⁷. Il faut relever que certaines de ces propositions, notamment fiscales, font l'objet de réserves par le Président de la Commission, Éric Woerth, mais il s'agit là d'un exercice parlementaire traditionnel, la présidence étant destinée à un membre du premier parti d'opposition. Enfin, tout comme le rapport de la Raudière, le rapport Person préconise également la création d'un écosystème général favorable au développement des ICO. Plus précis dans ses propositions que le précédent rapport, il s'inscrit dans la tradition française de l'incitation économique par l'impôt. ■

RAPPORT PARLEMENTAIRE – BLOCKCHAIN – CHAÎNE DE BLOCS – PROPOSITIONS – ÉCOSYSTÈME – EXPÉRIMENTATION – LOI EXPÉRIMENTALE – RÉGULATION FRANÇAISE – RÉGULATION EUROPÉENNE – CRYPTOMONNAIES – CRYPTO-ACTIFS – OFFRE AU PUBLIC DE JETONS – INITIAL COIN OFFERING.

3. Rapport, p. 3.

4. La monnaie « fiat » est une monnaie ayant cours légale et émise par une banque centrale, par opposition à une crypto-monnaie comme le bitcoin.

5. Il s'agit des personnes contrôlant un nœud du réseau, v. chronique précédente.

6. Rapport, p. 8.

7. Il s'agit d'ouvrir le label aux ICO réalisées avant le vote de la loi, d'imposer un avertissement sur la documentation émise par des ICO hors label ou encore d'imposer des études techniques pour s'assurer de la faisabilité du projet.

Études conjointes de rapports relatifs à la blockchain (III) : rapports des régulateurs financier et bancaire européens

Les deux rapports européens soulignent le caractère inadapté de la régulation européenne en matière de paiement et de services d'investissement ainsi que la disparité des régimes nationaux en la matière. Ils préconisent une adaptation des textes existants ainsi que l'encadrement de tous les jetons, quelle que soit leur qualification.

ESMA, Advice on Initial Coin Offerings and Crypto-assets, ESMA50-157-1391, 9 janvier 2019.

EBA, Report with advice to the European Commission on Crypto-assets, 9 janvier 2019.

Commentaire de Patrick Barban

Les rapports rendus le même jour par l'ESMA et l'EBA ont tous deux trait à la régulation des crypto-actifs. Sur ce point, les deux autorités parlent d'une même voix en préconisant une qualification distributive des jetons en fonction de leur utilité économique. D'un point de vue économique, les jetons peuvent soit représenter un produit d'investissement, soit un élément monétaire servant de valeur d'échange, soit un jeton donnant droit à différents services... ou toute combinaison de ces trois facteurs. La difficulté réside dans le fait que ces usages économiques ne correspondent pas toujours à une qualification juridique adéquate, si bien qu'il existe des inco-

hérences en termes de régime juridique applicable. Les deux rapports soulignent ainsi les incertitudes quant à la qualification juridique adéquate des jetons (I) auxquelles s'ajoutent, le cas échéant, des lacunes dans le régime juridique applicable (II). D'autant plus que des disparités nationales ont été relevées.

I. Incertitudes sur les qualifications existantes

Les deux régulateurs considèrent qu'il existe en l'état actuel trois qualifications possibles pour les jetons. En premier lieu, certains jetons sont équivalents à des instruments financiers. Un jeton peut être assimilé à un instrument financier dans l'Union européenne dès lors qu'il offre une perspective de profit¹. Néanmoins l'ESMA souligne l'existence de divergences nationales, la qualification de titre financier variant d'un État membre à l'autre, ce qui pose un évident souci de fragmentation des solutions et de possible concurrence normative. Les réponses apportées par les différentes autorités nationales de contrôle à l'ESMA à son questionnaire démontrent qu'aucune solution commune n'émerge.

En deuxième lieu, les jetons équivalents à une monnaie peuvent être qualifiés de monnaie électronique² s'ils remplissent les critères posés à l'art. 2(2) de la directive 2009/110/CE relative à la monnaie électronique³. Néan-

1. Cette qualification dépend en réalité du droit national applicable : v. rapport ESMA, p. 20.

2. Rapport EBA, p. 12.

3. Art. 2(2) de la directive 2009/110/CE donne la définition suivante de la monnaie

moins, le caractère restrictif de cette définition ne permet pas d'inclure des jetons qui ont pourtant une réelle ambition monétaire (il suffit de songer au bitcoin qui n'entre pas dans le cadre de cette définition). Il faut en effet qu'il existe tout d'abord un émetteur de monnaie électronique, ce qui n'est pas le cas dans une blockchain ouverte et que cet émetteur organise la conversion de monnaie fiat en monnaie électronique qui puisse être acceptée par des tiers.

Enfin, les deux régulateurs conviennent de l'existence d'une catégorie-balais visant les « autres jetons », c'est-à-dire tous ceux qui n'entrent dans aucune des deux précédentes catégories. Leur variété est propice au vertige : on y trouvera des jetons monétaires (non qualifiables en monnaie électronique), des jetons d'usage (permettant d'obtenir une prestation de service par exemple) ou même des jetons financiers exclus de la catégorie des titres financiers. La variété de ces jetons « divers » pose un véritable souci de régulation car ce qui est recherché aujourd'hui par les investisseurs, quel que soit le jeton, c'est la perspective d'une plus-value. La spéculation est donc réelle sur l'ensemble des jetons, alors même qu'ils ne sont pas tous soumis, loin de là, aux règles relatives à la protection de l'épargne et des marchés financiers. De même, quand ces règles s'appliquent, elles s'avèrent inadaptées à ce nouveau type de produit.

II. Lacunes des régimes applicables

D'importantes lacunes dans la régulation sont constatées, tant pour les jetons qualifiables en instrument financier ou en monnaie électronique que pour les autres.

Pour les jetons recevant la qualification d'instruments financiers, si un corps de règle existe bien pour les instruments financiers⁴, l'ESMA souligne l'inadéquation au moins partielle des textes à la régulation des jetons. La soumission de tous les acteurs autour de tels jetons, qu'ils soient émetteurs, intermédiaires⁵ ou gestionnaires d'infrastructure peut s'avérer délicate en raison des exigences drastiques posées par les textes. En outre, ces textes sont souvent inadaptés et l'ESMA de souligner en particulier l'absence possible d'intermédiaire ou de gestionnaire responsable ou encore l'inadéquation des règles d'information relatives à la nature des jetons⁶. L'ESMA conclut ainsi à l'existence de lacunes dans la régulation financière et préconise une modification des textes européens⁷.

La situation est identique en matière monétaire : dans l'hypothèse où le jeton est qualifié en monnaie électronique, l'absence d'émetteur identifiable comme émetteur de monnaie électronique soumis à la DSP 2 est probléma-

tique⁸. Pour les jetons qui ne sont pas qualifiés de monnaie électronique, aucune régulation ne s'applique alors même que des risques importants restent attachés à ces monnaies, en particulier en ce qui concerne leur volatilité. Cette crainte est renforcée par l'émergence d'acteurs dont l'activité est centrée autour des Cryptomonnaies. Il en est ainsi des plateformes d'échange de monnaie virtuelle / monnaie fiat ou encore des portefeuilles de jetons, c'est-à-dire des services de conservation des clés privées servant ainsi de portefeuille virtuel de jetons.

Pour tous les autres jetons, les régulateurs européens s'interrogent sur la pertinence d'une régulation, à l'image de ce que souhaite mettre en place le projet de loi PACTE. En effet, de nombreux enjeux sont liés à ces jetons, tant en ce qui concerne l'information des investisseurs / consommateurs qu'en ce qui concerne le risque de fraude. L'ESMA constate en particulier le développement de régulations nationales pouvant donner lieu à une concurrence normative entre États membres, laquelle serait nuisible aux intérêts de l'Union. Elle rejoint sur ce point le rapport de la Raudière en préconisant la mise en œuvre d'une régulation européenne pour tous les jetons⁹, en plus de l'adaptation des textes existants.

Soulignons enfin que les deux régulateurs prônent fermement une inclusion de tous les jetons dans le système de lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. On se souvient qu'à la suite de l'avis de l'EBA du 4 juillet 2014¹⁰, la cinquième directive anti-blanchiment a inclus les plateformes d'échange de monnaies virtuelles¹¹. Les deux régulateurs préconisent d'étendre cette directive aux crypto-actifs non-monétaires et d'y inclure de nouveaux acteurs dans un secteur en rapide développement, à savoir les plateformes d'échange en crypto-actifs (entre eux ou en monnaie fiat) et les prestataires de services liés à l'organisation des ICO¹².

On constate donc à ce niveau une convergence dans les conclusions du rapport parlementaire de la Raudière et Mis et des deux rapports européens. Cela démontre aussi l'extrême complexité de l'exercice de qualification des jetons. La même nature de données informatiques ne rend pas compte de la diversité des usages que confèrent ces jetons et des droits qu'ils octroient à leur titulaire. Sans doute les mesures préconisées devraient être provisoires, en espérant une rapide maturité de la technologie. À ce titre, le projet d'expérimentation en France constituerait une solution transitoire adaptée à la proximité de cette échéance, dans l'attente d'une intervention européenne. ■

ESMA – EBA – BLOCKCHAIN – CHAÎNE DE BLOCS – PROPOSITIONS – ÉCOSYSTÈME
– EXPÉRIMENTATION – LOI EXPÉRIMENTALE – RÉGULATION FRANÇAISE – RÉGULATION
EUROPÉENNE – CRYPTOMONNAIES – CRYPTO-ACTIFS – OFFRE AU PUBLIC DE JETONS
– INITIAL COIN OFFERING.

électronique : « une valeur monétaire qui est stockée sous une forme électronique, y compris magnétique, représentant une créance sur l'émetteur, qui est émise contre la remise de fonds aux fins d'opérations de paiement telles que définies à l'article 4, point 5), de la directive 2007/64/CE et qui est acceptée par une personne physique ou morale autre que l'émetteur de monnaie électronique ». Sur cette question, v. P. Storrer, *Droit de la monnaie électronique*, RB Édition, 2015.

4. Il s'agit principalement des textes Prospectus, Transparence, MIF, DTC, MAR, SFD, CSDR, AIFMD. On relèvera une exception notable, et pourtant d'importance pour les jetons, qui porte sur la conservation des titres, laquelle ne fait pas l'objet d'une régulation particulière.

5. Ils pourront alors être qualifiés de PSI.

6. Rapport ESMA, p. 28.

7. Rapport ESMA, p. 36 et s.

8. Directive 2015/2366/UE dite « DSP 2 ».

9. Rapport ESMA, p. 40 ; de même Rapport EBA, p. 17 : « The emergence of divergent approaches across the EU could pose risks to the level playing field and thus an EU framework at an early stage may be justified. »

10. EBA/Op/2014/08, EBA Opinion on "Virtual Currency".

11. Directive 2018/843.

12. Rapport ESMA, p. 36.

Intégration des règles internes d'un PSI au corpus disciplinaire de l'AMF

Le règlement général de l'AMF permet d'intégrer des normes privées comme un règlement intérieur d'entreprise ou une norme de conformité à son corpus disciplinaire. L'employé d'un PSI violant une telle norme interne peut dès lors être sanctionné disciplinairement par le régulateur.

AMF, CDS 6 décembre 2018, SAN-2018-16.

Commentaire de Patrick Barban

La présente décision de l'AMF mérite d'être signalée, non pas en raison des faits reprochés qui ne présentent aucune originalité, mais comme illustration d'un processus particulier d'intégration de règles privées dans le corpus disciplinaire du régulateur.

Les faits portent sur une opération de *Credit Linked Note* présentant la particularité de reposer sur deux distributeurs et donc soumise à double commission, opération comportant certains risques de conformité. À l'occasion d'un contrôle, les services de l'AMF ont relevé que le chargé d'affaires sur ces produits avait non seulement pu modifier lui-même les données relatives au versement des commissions mais qu'il avait, en outre, pu avoir des conversations téléphoniques professionnelles sur son mobile, lesquelles n'étaient dès lors pas enregistrées.

Le manquement relatif au service conformité ne présente pas d'originalité. On sait que les prestataires de services d'investissement doivent établir et maintenir opérationnelles des politiques, procédures et mesures adéquates visant à détecter tout risque de non-conformité puis assurer une fonction de conformité efficace et indépendante¹. Sur ce point, la Commission des sanctions juge qu'en l'absence de contrôle postérieur à une opération, l'existence d'un verrou de contrôle sur le transfert des commissions est un élément essentiel d'une procédure de conformité efficace².

Le vrai apport de la décision porte sur la condamnation du chargé d'affaires pour violation des règles internes de son employeur. La Commission utilise pour la deuxième fois un procédé d'intégration de normes d'origine privée à son corpus disciplinaire. En effet, l'article 315-66, abrogé depuis³, disposait que « [L]es règles adoptées en vertu des chapitres III, IV et V du présent titre par le prestataire de services d'investissement et s'appliquant aux personnes concernées mentionnées au II de l'article 313-2 [incluant les salariés du PSI] constituent pour celles-ci une obligation professionnelle »⁴.

Ce mécanisme original en termes de sources du droit trouve son fondement à l'article L. 621-15, II b) du C. mon.

fin. qui dispose que l'AMF peut sanctionner les personnes soumises à son contrôle au titre de leurs obligations professionnelles. Si la plupart du temps, ces obligations sont détaillées dans des normes publiques, il peut arriver qu'elles soient émises par des personnes privées. C'est notamment le cas des « règles professionnelles approuvées » qui sont les règles émises par des gestionnaires d'infrastructures de marché. Ainsi, dans une précédente décision⁵, l'AMF avait sanctionné un PSI réalisant du *trading* algorithmique en raison d'un manquement aux règles de marché d'Euronext.

Dans la présente décision, il s'agit d'une autre catégorie de règlement de droit privé, puisque l'AMF sanctionne le mis en cause sur le fondement de la violation de règles et procédures internes établies par son employeur. En matière de contrôle de conformité, les PSI ont en effet l'obligation d'établir des procédures de contrôle interne⁶. Ces règles privées deviennent dès lors des obligations professionnelles imposées aux employés de l'entité qui y sont soumis à double titre : en tant qu'employés et professionnels régulés.

Le procédé pourrait étonner en raison du principe de non-cumul des sanctions. Néanmoins, cette incompatibilité est écartée dès lors que les sanctions privées imposées au titre du droit du travail ne poursuivent pas le même objectif que les sanctions administratives⁷ : respect du lien de subordination d'un côté, protection des marchés financiers de l'autre.

Dès lors que les libertés individuelles sont garanties, nul obstacle ne peut être opposé à cette assimilation de règles privées par l'AMF. Au contraire, cette méthode renforce le caractère contraignant de ces règles techniques qui participent à la protection des marchés et des investisseurs, au même titre que le règlement général de l'AMF. Par l'adjonction de sanctions administratives dissuasives, ces règles internes, adaptées à la structure de l'entreprise, les adopte, prennent une envergure tout autre. L'effectivité de la règle interne est assurée puisqu'une sanction administrative peut venir compléter la sanction décidée par l'employeur au titre de son pouvoir disciplinaire, voire s'y substituer si l'employeur est déficient ou de connivence avec son employé.

Outil d'efficacité de la sanction administrative, le mécanisme d'intégration des règles privées dans le corpus disciplinaire de l'AMF ne peut qu'être approuvé. Socialement plus acceptable en raison de la proximité entre l'autorité normative et le destinataire de la norme (dans ce schéma, l'employeur et l'employé), plus adaptée à l'efficacité du contrôle conformité puisqu'adaptée à une structure donnée, cette règle privée reçoit l'onction du régulateur pour une efficacité décuplée. ■

RÈGLE INTERNE – RÈGLE PRIVÉE – SANCTION ADMINISTRATIVE – SALARIÉ – AMF – ENREGISTREMENT TÉLÉPHONIQUE – CONTRÔLE CONFORMITÉ.

1. Art. 312-1, RG AMF.

2. Décision, p. 10.

3. Actuel art. 311-1, IV RG AMF.

4. Cette disposition a été généralisée à l'article 311-1 du Règlement général de l'AMF qui impose aux salariés des PSI, entre autres, le respect de tout le titre I du livre III du règlement général de l'AMF.

5. AMF CDS 4 déc. 2015, SAN-2015-20 : BJB avril 2016, p. 164, §113f4, note P. Barban.

6. Art. 22, Règlement délégué 2017/565.

7. Sur ce point, note. préc., spéc. n° 21 et s.