

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Directeur  
juridique  
Calyon

### ■ I. ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

#### **Commission Bancaire – Fraude interne – Manquement au contrôle interne – Sanction (oui)**

Commission bancaire, affaire Société Générale, cf. aussi H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 2004, 3<sup>e</sup> éd.



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de  
droit - Paris I  
(Panthéon-  
Sorbonne)

Parmi les nombreux aspects liés à l'affaire Société Générale, il y a celui, beaucoup moins médiatique mais riche d'enseignements, de la procédure de sanction initiée par la Commission bancaire à l'encontre de la banque suite à la découverte des pertes abyssales dans les activités de dérivés actions. Cette procédure, d'une rapidité peu courante, a été réalisée dans le cadre des pouvoirs d'enquête reconnus à la Commission qui, en tant que juridiction et sur le fondement du règlement 97-02, a prononcé une double sanction à l'encontre de la Société Générale, un blâme d'une part et une amende de quatre millions d'euros d'autre part. Les sanctions décidées l'ont été au titre des défaillances constatées en matière de contrôle interne. Elles ne se prononcent pas sur l'éventuel aspect frauduleux des opérations litigieuses, même si les défaillances constatées en matière de contrôle interne devaient peser dans le débat pénal à venir.



**BERTRAND DE SAINT MARS**  
Délégué  
général adjoint  
AFEI

Les motivations retenues par la Commission bancaire peuvent être analysées en dehors même du contexte propre à cette affaire et servir de référence dans un cadre beaucoup plus large. C'est en effet un éclairage particulièrement intéressant qu'apporte le régulateur bancaire sur les conditions dans lesquelles le contrôle interne doit être mis en œuvre dans les établissements soumis à sa censure et la portée de cette décision dépasse ces seuls établissements et touche les entreprises d'investissements soumises au contrôle de l'AMF.



**JEAN-PIERRE BORNET**  
Directeur  
adjoint,  
Banque  
Fédérale  
des Banques  
Populaires

Pour sanctionner la banque, le régulateur se livre à une analyse détaillée des faiblesses relevées dans le dispositif de contrôle interne. Il s'agit bien sûr d'une évaluation *a posteriori*, ce qui est toujours plus facile qu'une évaluation *a priori*. Mais c'est là le lot de tout système de contrôle. Et les conditions, encore obscures, des pertes engendrées ne sauraient jeter un discrédit total sur l'ensemble dispositif de contrôle interne de la Société Générale. Une faille, même béante, dans le dispositif ne

saurait cacher le reste des mesures de contrôle interne. Toujours est-il qu'au moins dans le cadre des activités du Desk Delta One des activités de dérivés actions, les faiblesses de ce dispositif ont été nombreuses ; trop au goût du régulateur, justifiant une sanction que certains considéreront comme sévère et d'autres comme faible au regard des pertes subies par la société et partant, ses actionnaires.

S'agissant des contrôles hiérarchiques, il est reproché à la banque d'avoir failli dans son organisation dans le suivi et le contrôle de premier niveau, notamment en ce que le suivi détaillé et quotidien de l'activité de l'opérateur à l'origine de la perte n'était pas assuré, alors que « les informations mises à la disposition de la hiérarchie, en particulier la balance de trésorerie des portefeuilles gérés par cet opérateur, ont fait ressortir tout au long de l'année 2007 des soldes et des variations difficilement explicables au regard des activités confiées à celui-ci ». Le point soulevé par la Commission est délicat. En premier lieu, il touche aux problèmes auxquels sont confrontés les responsables hiérarchiques d'activités de trading (mais aussi de tout autre type d'activités au sein d'une banque), qui reçoivent des relevés, souvent quotidiens, volumineux, des opérations effectuées par leurs collaborateurs. La première difficulté, que ne traite pas la Commission, est de déterminer la nature de ces rapports : s'agit-il de documents à usage commercial, comptable et analytique ou bien à usage de contrôle ? La seconde difficulté est de nature ontologique : si des « défaillances graves » ont été relevées dans « le suivi et le contrôle de premier niveau », s'agit-il de défaillances individuelles de la ligne hiérarchique ou bien de l'institution elle-même ? Dans le premier cas, la responsabilité sera celle de la hiérarchie et des individus la composant, le problème étant alors de déterminer jusqu'à quel niveau les défaillances se sont produites ? Dans le second cas, au contraire, c'est l'institution elle-même qui est responsable. La lecture de la décision ne permet pas d'en savoir plus, mais laisse à penser, au regard des exemples de défaillance relevés, que c'est bien l'institution qui est visée, ce que corrobore *in fine* le fait que c'est bien celle-ci qui est sanctionnée et non des cadres de la ligne hiérarchique. Parmi ces exemples, l'alerte donnée par la bourse allemande Eurex et l'absence de réponse apportée au courrier de cette bourse constitue un cas de défaillance dans l'organisation même de l'institution ; tout comme le fait que la hiérarchie ne s'inquiétait pas de l'absence de congés (ou si peu) de ce dernier, et ce, malgré les directives en place.

La Commission note ensuite des défaillances dans le fonctionnement et l'organisation des « unités chargées des contrôles », qu'il s'agisse du fait que celles-ci soient organisées « en dehors de toute approche transversale » les empêchant de disposer d'une « vision globale des opérations en suspens ou en anomalie par "desk" ou centre d'activité », et du fait que les agents composant ces unités « étaient insuffisamment sensibilisés aux problématiques de fraude et de détournement ». Le problème de l'organisation en « silo » est assez typique du mode de fonctionnement des banques d'investissement, qui sont d'abord des établissements fabriquant (« structurant ») des produits vendus ensuite à la clientèle sous différentes manières. Le produit, souvent complexe, voire même hyper complexe, est au centre de l'organisation. On trouve donc des spécialistes produits, organisés dans des lignes de métiers produits, travaillant avec des fonctions post-marché produits et contrôlé par des audits produits ! Les contrôles de nature transversale sont dès lors bien plus difficiles à mettre en œuvre, en particulier dans les activités de post-marché. La défaillance d'organisation constatée ici ne saurait donc suffire, en elle-même, à instituer une responsabilité de cette dernière. Quant à l'absence de « sensibilisation » des agents des fonctions de post-marché aux problématiques de fraude et de détournement, il est relevé ici que ces questions doivent faire « partie de leurs missions ». La précision apportée est d'importance en ce qu'elle n'allait pas de soi. Elle vaut donc avertissement pour tous les établissements de crédit à compter d'aujourd'hui. Toujours en matière de contrôle permanent, la Commission note que « sur plusieurs points les procédures internes [...] n'étaient pas adaptées [...] et ont permis que les manœuvres d'occultation ne soient pas détectées ». Le commentaire souligne la difficulté de mise en place de procédures, dont l'élaboration par des services autres que ceux directement intéressés, est souvent longue et source de confrontations (tensions ?) avec les entités visées, qui, du fait de la complexité des opérations et des systèmes ne permettent pas toujours d'appréhender l'ensemble de la problématique, sauf à rédiger des manuels de procédures dont le niveau de détail serait tel que non seulement ils ne seraient pas lus, mais ils nécessiteraient surtout des mises à jour permanentes. Lacritique soulevée par la Commission bancaire, factuelle, ne tient donc pas suffisamment compte, à notre avis, de la complexité des organisations ; à vouloir imposer trop de procédures, on risque de se trouver en face d'organisations qui certes pourront étaler des rayons entiers de manuels de procédures diverses, savamment élaborés, mais à l'efficacité douteuse. La critique suivante est, par contre plus, pertinente, surtout si on la relie à la précédente. La Commission considère que « certaines failles du dispositif de contrôle permanent [...] avaient été identifiées par le contrôle périodique » mais que « les actions correctrices nécessaires ont tardé à être réalisées ». Le point relevé touche ici au suivi des recommandations apportées par les services d'inspection et d'audit (classifiées en nombre d'étoiles, de 1 à 3 selon le risque estimé), et qui ne sont pas mises en œuvre ou tardent à l'être. Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer cet état de fait. La première est

d'ailleurs mentionnée dans la décision de sanction elle-même : une « sous-estimation des risques opérationnels encourus pour des activités qui composaient moins de risques » que d'autres. Les banques doivent établir des priorités dans les moyens à mettre en œuvre pour répondre aux préconisations apportées par l'inspection et l'audit, tout ne pouvant être fait à la fois, en particulier si les mesures nécessitent des développements informatiques importants. La deuxième raison tient au système lui-même : le régulateur bancaire demande à l'audit et l'inspection des banques de réaliser de plus en plus de missions de contrôle *a posteriori*, lesquels génèrent de plus en plus de recommandations, celles-ci s'accumulant au fur et à mesure en l'absence de moyens suffisants. Le reproche là encore ne saurait concerner la seule Société Générale : les banques, en France comme à l'étranger, ont généralement plus investi dans leurs outils de structuration de produits que dans ceux de contrôle de ces produits. Les difficultés graves rencontrées depuis lors par l'industrie financière devraient changer ce paradigme et ne plus faire des « fonctions supports » les parents pauvres des dotations budgétaires. Il est aussi relevé un manque d'indépendance entre les unités de contrôle de premier niveau et celle de *front offices*, notamment dans le rôle particulier des assistants *traders*. Le reproche, entre les lignes, réside dans le pouvoir de fait trop important accordé aux *front offices*, (« l'élite de l'élite » aux rémunérations parfois démesurées) par rapport aux *back offices* (« la soute », aux rémunérations 3 à 10 fois inférieures aux premiers), les « arbitrages » en cas de problèmes entre les deux étant souvent donnés par la hiérarchie en faveur des premiers, pour des raisons de PNB. Le problème est structurel. La décision consacre d'ailleurs un paragraphe entier à aux limites des systèmes de sécurité informatique.

Ce qui est reproché par la Commission Bancaire à la Société Générale, c'est l'« insuffisante prise en compte du risque opérationnel et en particulier du risque de fraude » et que l'infraction « a perduré plus d'un an ». Le message est clair : il ne suffit plus aux établissements bancaires de bien gérer leur risque de crédit et leur risque de marché, mais il leur faut aussi de disposer d'outils, de moyens et de procédures leur permettant de s'assurer l'absence de fraude.

Enfin, la Commission insiste dans sa décision sur un point qui, là encore, dépasse le seul cas de l'affaire, le respect des procédures de limite de positions prises par les *front offices*. Les activités de marchés du *desk Delta One*, comme celles de toutes autres activités de marché et toutes autres banques, étaient encadrées par des limites de risques : un *trader* ne saurait engager sans limites la banque dans les opérations dont il a la charge. Le problème ici est que les opérations litigieuses étaient « trop simples » et ont échappé aux systèmes de contrôle des limites de position. Sans entrer dans le détail technique, relevons que les mesures des risques liés aux positions de *trading* tiennent notamment compte de la consommation de fonds propres (la VaR) et d'indicateurs de sensibilité en fonction des caractéristiques des produits (le Delta, le Gamma ou le Thêta pour les options, par exemple). Les positions prises par les banques sur les marchés financiers pour leurs

activités de compte propres sont généralement d'une grande complexité ; or, les opérations litigieuses étaient d'une simplicité enfantine en ce qu'elles consistaient à des prises de positions « directionnelles » (c'est-à-dire dont le gain ou la perte est fonction de la hausse ou de la baisse du marché) couvertes par des transactions fictives de sens inverse dans le but de faire croire à une réduction du risque d'exposition (par exemple, sur un produit à terme, achat d'un contrat à une échéance et vente du même contrat à l'échéance suivante, le risque ne portant alors que sur la divergence d'appréciation entre les deux). Comme le relève la Commission, le « dispositif de limites encadrant l'activité du desk "Delta One" était inadapté au suivi du risque opérationnel en raison en particulier de l'absence de limites sur les positions brutes et sur les positions intra journalières. Que si des limites sur les positions nettes sont susceptibles de permettre un suivi approprié des risques de marché [...] ce seul suivi ne permet pas d'identifier des transactions de montants particulièrement significatifs qui engagent l'établissement et comportent donc un risque opérationnel important ». Cette première défaillance a été doublée par le non-respect des limites fixées. En effet, il ressort de l'instruction qu'« un nombre élevé de dépassements des limites avait été constaté ; que les limites, étant regardées comme fixées à un niveau relativement bas, fonctionnaient de ce fait plus comme des indicateurs d'alerte que comme des limites impératives ». Autrement dit, non seulement le système d'alerte n'était pas adéquat, mais il n'était pas respecté en cas de lancement.

En conclusion, les différentes défaillances, notamment hiérarchiques, poursuivies pendant une longue période constituent des « carences graves du système de contrôle interne dépassant la répétition de simples défaillances individuelles ; que ces carences ont rendu possible le développement de la fraude et ses graves conséquences financières ». C'est donc l'accumulation d'erreurs et de défaillances dans l'organisation et le fonctionnement de la banque, le tout sur une longue période (la réponse aurait donc été différente si la fraude avait été découverte plus tôt) qui explique la position, dure, de la Commission bancaire. À cet égard, l'absence de remontées des problèmes rencontrés jusqu'au niveau de la direction générale de l'établissement ne saurait, pour elle, exonérer celui-ci de sa responsabilité : « le fait que ces lacunes n'étaient pas connues de la direction, qui ne pouvait ainsi y remédier, ne peut être invoqué [...] pour s'exonérer de sa responsabilité au regard de la réglementation bancaire ». Pour autant, appliquant le principe de proportionnalité, la Commission prend en compte les « très importants moyens en œuvre pour remédier aux faiblesses identifiées tant par l'adoption de mesures à court terme que des mesures structurelles ». Au final, si la décision semble équilibrée, on reste un peu sur sa faim en matière de description des faits et de motivation, sans doute parce que la décision semble avoir été prise dans l'urgence.

### Responsabilité civile des PSI – Appel de couverture – Manquement aux règles de conduite (oui) – Responsabilité de l'intermédiaire (oui).

Cass.com. 1<sup>er</sup> juillet 2008, Caisse d'épargne d'Auvergne et du Limousin ; cf. aussi H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd. 2004, n<sup>o</sup> 557 et 989 et suiv.

L'arrêt Cortal Consorts de la chambre commerciale de la Cour de Cassation du 26 février 2008<sup>1</sup> a été considéré au minimum par la doctrine comme une évolution sensible de la jurisprudence de la Cour et plus généralement comme un revirement de cette même jurisprudence qui, jusqu'alors, écartait sur le seul fondement contractuel la responsabilité du PSI qui avait manqué au respect des règles d'appel de couverture au motif que celles-ci étaient édictées dans l'intérêt du marché et non dans celui du client, lequel ne pouvait se prévaloir de leur violation. Se posait donc la question de savoir si cette décision présentait un caractère isolé ou bien si elle allait être suivie par d'autres décisions dans le même sens. Or, si un arrêt de la chambre commerciale du 28 avril 2008<sup>2</sup> ne fondait la responsabilité civile du prestataire de service d'investissement que sur l'article 1147 du Code civil, la décision commentée du 1<sup>er</sup> juillet 2008 confirme, dans des termes presque identiques et surtout dans des circonstances semblables, à propos du manquement aux règles de couverture, la décision novatrice du 26 février 2008 précitée en cassant un arrêt d'appel sur le fondement non seulement de l'article 1147 du Code civil mais aussi sur celui de l'article L. 533-4 du code monétaire et financier. L'attendu est lapidaire et clair : « Attendu que pour écarter la faute de la Caisse tirée de l'absence de mise en garde sur la réalisation d'opérations boursières sans constitution préalable de couverture, l'arrêt retient que les donneurs d'ordre, l'obligation de couverture n'a pas pour objet de protéger, la protection visée étant celle de l'intermédiaire financier contre les défaillances éventuelles des clients ainsi que celle des marchés financiers, ne sauraient se prévaloir de la non-constitution de la couverture pour échapper à leurs engagements et ne pas rembourser le solde débiteur de leur compte ; attendu qu'en statuant ainsi la cour d'appel a violé les textes susvisés ». Le doute est désormais levé : l'obligation de couverture est une mesure de protection à la fois vis-à-vis de l'intermédiaire et du client. Son non-respect entraîne la responsabilité du PSI au titre de ses obligations légales visées dans le Code monétaire et financier. Même rendu avant la mise en œuvre de la MIF, cette décision revêt une importance dans la mesure où, confirmant la décision précédente, elle impose aux intermédiaires financiers le devoir de respecter leurs obligations légales vis-à-vis de leurs clients, lesquelles ont sensiblement augmenté depuis la mise en œuvre de la MIF. Certes, là encore, le cas vise la situation des appels de couverture non exigés par le PSI. Mais il n'y a aucune raison pour que ce revirement de jurisprudence reste cantonné à cette situation. Toutes les fois que le seul non-respect des obligations contractuelles générales ne sera pas suffisant à déclarer le prestataire responsable, il

1. Cf. cette chronique, Banque et Droit n<sup>o</sup> 118.

2. Cf. cette chronique, Banque et Droit n<sup>o</sup> 119.

pourra être (sera ?) fait appel aux obligations professionnelles du Code monétaire et financier. Cela nous paraît aller dans le sens d'une meilleure protection du client. Mais il convient pour autant que le PSI ait commis une faute quant à ses obligations professionnelles ; ici, c'est facile, dans la mesure où le RG AMF lui impose d'appeler les couvertures. Mais qu'en sera-t-il lorsque la « faute » sera plus d'ordre comportemental, comme exercer l'activité avec compétence, soin et diligence, ou encore servir au mieux les intérêts du client et assurer l'intégrité du marché ? Les manquements sont ici beaucoup plus subjectifs, ou à tout le moins sujet à une analyse factuelle assez poussée afin de déterminer l'existence de la faute. Ce n'est donc pas encore l'heure de la « revanche » des petits porteurs, mais tout simplement le moment où, les circonstances économiques et réglementaires aidant, il convient de mieux porter attention à la protection des intérêts du client, sans laisser à celui-ci pour autant une échappatoire à ses propres obligations, notamment de paiement en cas de dettes vis-à-vis du PSI. C'est une décision équilibrée qu'a rendue la Cour de cassation.

### **Offre publique de rachat de ses actions par une société (OPRA) – Projet de note d'information – Conformité – Refus – Action de concert entre les actionnaires – Non-révélation.**

CA Paris, 1<sup>re</sup> H., 24 juin 2008, Gecina et autres. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 767 et s.

Les opérations réalisées en exécution d'un accord doivent être appréhendées de manière unitaire et globale au regard de la notion d'action de concert.

Il importe peu que la politique commune des concertistes ne soit mise en œuvre que temporairement.

Le fait qu'un projet de note d'information émanant de la société qui projette une OPRA fasse état d'une déclaration fautive de ses deux actionnaires de référence (qu'ils n'agissent pas de concert) justifie le refus de conformité de l'AMF.

La décision Gecina du 24 juin 2008 de la cour d'appel de Paris est intéressante à un double titre : d'une part, elle confirme la décision Eiffage du 2 avril 2008<sup>3</sup> de la même cour s'agissant de la preuve de l'action de concert et admet que celle-ci peut résulter d'un faisceau d'indices concordant ; d'autre part, elle va au-delà et prend en compte le défaut de révélation d'un concert pour justifier un refus de conformité d'une offre publique de rachat lancée, non par les concertistes, mais par la société dont ils sont les actionnaires, ce qui est plus original.

Sur le premier aspect, la cour relève de nombreux indices, en déduit qu'ils ne sauraient caractériser des démarches individuelles et relèvent à l'opposé d'un comportement commun des deux actionnaires principaux visant

à scinder un groupe et à concentrer leur investissement dans l'une des sociétés. Ce qui était original en l'espèce, c'est que l'action de concert vis-à-vis d'une société s'insérerait dans un accord de séparation des actionnaires, ce qui pouvait donner le sentiment, du moins de prime abord, qu'il ne pouvait y avoir action de concert dès lors qu'il s'agissait au contraire de se séparer. Mais, un accord peut en cacher un autre et un accord global inclure des accords particuliers. C'était le cas en l'espèce, selon ce que rapporte la cour : les deux actionnaires qui se séparaient des autres agissaient entre eux de concert car, en raison de l'accord global de séparation, ils cherchaient à acquérir en commun des actions de l'une des deux sociétés du groupe et à en prendre la maîtrise.

Ils contestaient néanmoins agir de concert en invoquant le caractère temporaire de leur accord, qui s'insérerait dans un processus de séparation et avait donc un terme court. Mais la cour répond qu'il importe peu que l'action de concert ne soit que temporaire. Rien n'assure, il est vrai, que leur concert se serait poursuivi au-delà de la réalisation de l'accord de séparation, même si, compte tenu des éléments recueillis par les juges, la probabilité peut en paraître forte. Il n'en reste pas moins que le faisceau d'éléments retenu par la cour caractérise la volonté de prendre la maîtrise d'une société à l'occasion de la scission d'un groupe, volonté se réalisant par l'acquisition en commun d'actions de cette dernière et l'exercice concerté des droits de vote au sein de celle-ci pour la prise de contrôle. En résumé, selon les magistrats, la preuve était rapportée que les deux actionnaires constituaient un seul et même groupe et s'étaient engagés à adopter un comportement commun vis-à-vis de la société en cause au moins pour la réalisation de la séparation, ce qui suffisait à caractériser leur action de concert. Il peut y avoir des actions de concert ciblées.

Le second aspect est plus original et plus délicat : le refus de conformité a été prononcé par l'AMF à propos d'un projet d'offre publique de rachat de ses propres titres par la société Gecina pour la raison que son projet de note d'information présentait ses deux actionnaires de référence comme déclarant ne pas agir de concert vis-à-vis d'elle. Là est le nœud de l'affaire : l'AMF pouvait-elle refuser la conformité au projet d'offre déposé par la société Gecina au motif qu'il reprenait une déclaration erronée de ses deux actionnaires de référence ? Certes, compte tenu de l'analyse préalable de la cour, l'affirmation des deux actionnaires ne correspondait pas à la réalité ; pour autant, cela entachait-il le projet d'offre publique de rachat de ses propres titres par la société ? L'art. 23I-2I du Règlement général de l'AMF est suffisamment large pour le justifier. La révélation d'une action de concert par les deux actionnaires de référence d'une société est une information suffisamment importante pour fonder le refus de conformité. En effet, l'AMF doit apprécier « l'information figurant dans le projet de notre d'information » (art. 23I-2I.4° du RG), donc son contenu. Dès lors, l'autorité de régulation ne pouvait laisser passer une note d'information qui reprenait à son compte la déclaration fautive de ses deux actionnaires principaux, qu'ils n'agissaient pas de concert ; il est évident qu'une telle information était importante pour les investisseurs.

3. - CA Paris, 1<sup>re</sup> H., 2 avril 2008 : Banque et Droit n° 119, mai-juin 2008, p. 28, Chronique ; D. 2008, AJ, p. 1057, note A. Lienhard ; Bull. Joly Sociétés mai 2008, p. 411, note H. Le Nabasque ; RDBF mai-juin 2008, p. 54, obs. H. Le Nabasque ; RTD Com. 2/2008, p. 377, note N. Rontchevsky. Voir Y. Paclot, Action de concert et offre publique. Quelques observations à propos de l'arrêt rendu par la Cour d'appel de Paris le 2 avril 2008 dans l'affaire Sacry Valleshermoso et autres c/ EIFFAGE SA : JCP E 2008, 1828.

On peut cependant se poser une question : si le projet de note d'information n'avait pas fait état de cette déclaration, l'AMF aurait-elle encore pu refuser la conformité ? La question n'aurait plus été celle d'une information trompeuse, mais celle d'une information insuffisante. L'art. 231-18 du Règlement général, qui fixe le contenu de la note d'information, vise expressément la mention des « accords relatifs à l'offre, auxquels il est partie ou dont il a connaissance, ainsi que l'identité et les caractéristiques des personnes avec lesquelles il agit de concert ou de toute personne agissant de concert avec la société visée au sens des art. L.233-10 et L.233-10-1 du Code de commerce lorsqu'il en a connaissance ». L'application de ce texte à l'hypothèse d'une OPRA lancée par une société sur ses propres titres suppose une certaine adaptation. En l'espèce, il y avait bien un accord relatif à l'offre, dans la mesure où celle-ci résultait de la mise en œuvre d'un plan de séparation, dont on a vu qu'il recevait une action de concert entre deux actionnaires. On ne sait si la société Gecina était partie à l'accord de séparation ; il est néanmoins plus que probable qu'elle en avait connaissance, de même qu'on peut présumer qu'elle avait connaissance du concert existant entre ses deux actionnaires de référence. Dès lors, si le projet de note d'information de Gecina n'avait rien dit des relations entre ses deux actionnaires de référence, l'AMF aurait probablement dû également refuser la conformité.

### **Prestataire de service d'investissement (RTO) – Dépositaire – Relations – Obligation de surveillance du dépositaire – Contenu.**

CA Paris, 15<sup>e</sup> B., 20 mars 2008, Tricot c/ BX Capital : Juris-data n° 367548. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 980.

**Le dépositaire qui reçoit des ordres d'achat et de vente d'un transmetteur d'ordres en application d'un mandat donné à ce dernier par le client ne manque pas à son obligation de surveillance en ne demandant pas au transmetteur d'ordres des justificatifs dès lors que les ordres transmis, bien que très nombreux, ne présentaient pas de risques particuliers, et ce d'autant que le dépositaire avait demandé au client de fournir la couverture.**

Cette décision mérite une simple mention. Si l'on comprend bien les faits de l'espèce, qui ne sont que présentés succinctement par le résumé qu'en donne Juris-data, un client a conclu un mandat de transmission d'ordres de bourse avec un prestataire de services d'investissement, mandat qui lui donnait également mission de choisir le dépositaire et de conclure une convention avec celui-ci en son nom et autorisait le prestataire à transmettre au dépositaire tous ordres d'achat et de vente. Le client semble avoir reproché au dépositaire d'avoir exécuté les ordres reçus sans les filtrer et d'avoir ainsi manqué à son obligation de surveillance. La cour répond que le dépositaire n'a pas manqué à une obligation de surveillance car il n'était pas tenu de vérifier que le prestataire avait bien reçu les ordres qu'il lui transmettait dans la mesure où ceux-ci, bien que très nombreux, ne présentaient pas de risque particulier. L'arrêt précise qu'il s'agissait d'achat d'actions

de grandes sociétés ou de valeurs technologiques, soit au comptant soit à terme. La cour a donc considéré que les investissements opérés n'étaient pas spéculatifs, ni en raison du marché (le marché réglementé Eurolist semble-t-il), ni en raison des sociétés choisies (grandes sociétés et valeurs technologiques), ni en raison de type d'ordres (au comptant et à terme). L'appréciation peut paraître quelque peu générale, en particulier pour la négociation à terme de valeurs technologiques. Mais, faute de précision, on ne peut en être discuté plus avant, d'autant qu'il n'est pas indiqué si le client était un investisseur profane ou averti, seul intérêt de la distinction des opérations ordinaires et des opérations à risques ou spéculatifs selon la jurisprudence issue de l'arrêt Buon de 1991<sup>4</sup>. Mais il est vrai que cette distinction jurisprudentielle devrait perdre de son intérêt en raison du dispositif légal précis et complet imposé par l'ordonnance du 12 avril 2007 à la suite de la directive MIF<sup>5</sup>.

### **Opérateur non averti – Souscription de parts de FCP – Pas de mandat de gestion – Absence d'opérations à caractère spéculatif – Remise de la notice d'information – Obligation de conseil ou de mise en garde : non.**

CA, Paris 8<sup>e</sup> A., 22 mai 2008, E c/ CIC : Juris-data n° 364521. CA Besançon, 11 juin 2008, Banque Postale c/ Garmouti : Juris-data n° 265360. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec, 3<sup>e</sup> éd., 2001, n° 989 et s.

**À défaut de conclusion d'un mandat de gestion et en l'absence d'opération à caractère spéculatif, le banquier s'acquitte de son devoir d'information par la remise préalable de la notice d'information et n'est pas tenu de prodiguer des conseils ou des mises en garde même si le client n'est pas un opérateur averti.**

L'obligation générale de conseil du banquier est limitée à la vérification de l'adéquation du placement projeté aux capacités financières de l'intéressé.

Ces deux décisions méritent un signalement commun. Reprenant à leur compte la règle prétorienne bien assise, elles jugent que, en l'absence d'un mandat de gestion, le client qui souscrit des parts de FCP auprès d'une banque ne doit pas attendre que celle-ci lui prodigue des conseils ou des mises en garde même s'il n'est pas un opérateur averti, sauf s'il s'engage dans des opérations à caractère spéculatif, ce que l'on sait depuis l'arrêt Buon<sup>6</sup>. Mais, dans la première espèce, le banquier est néanmoins condamné à indemniser le client qui n'avait pas reçu la notice d'information concernant le FCP, car il n'est pas établi que le client avait été autrement informé des caractéristiques exactes du placement et de la durée de détention conseillée. La cour précise que, même s'agissant d'un

4. Com., 5 novembre 1991, Buon : Bull. Joly Bourse, 1993, p. 292 ; voir également Com., 8 juillet 2003, Sepeau : Bull. Joly Bourse 2003, p. 595, note L. Ruet ; Droit des sociétés 2004, Comm.13, note Th. Bonneau ; Banque et Droit n° 91, sept.-oct. 2003, p. 48, chronique financière.

5. Th. Bonneau, Droit bancaire, Montchrestien, 2007, 7<sup>e</sup> éd., n° 764.

6. Com. 5 novembre 1991, préc.

investissement sans caractère spéculatif, le client avait droit à une information technique. La responsabilité de la banque est engagée pour perte de chance du client de réaliser un placement plus judicieux. En revanche, dans la seconde espèce, la banque avait bien remis la notice d'information, ce qui permet à la cour d'appel de Besançon de constater que l'établissement avait rempli son obligation générale de conseil, qu'elle limite à la vérification de l'adéquation du placement projeté aux capacités financières de l'intéressé. Elle prend soin de noter que la notice faisait état, de manière compréhensible pour un profane, de la possibilité d'une perte en capital. Il s'agit de l'une des suites des affaires Benefic, qui ont déjà donné lieu à diverses décisions<sup>7</sup>.

Dans les deux espèces, seule la notice d'information du fonds était en cause. L'investisseur ne se plaignait pas d'une information commerciale déloyale. Si tel avait été le cas, il aurait pu invoquer l'arrêt Aubin du 24 juin 2008, qui a jugé que « la publicité délivrée par la personne qui propose à son client de souscrire des parts de fonds commun de placement doit être cohérente avec l'investissement proposé et mentionner le cas échéant les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents aux options qui peuvent être le corollaire des avantages énoncés » et que « l'obligation d'information qui pèse sur ce professionnel ne peut être considérée comme remplie par la remise de la notice visée par la Commission des opérations de bourse lorsque la publicité ne répond à ces exigences »<sup>8</sup>.

### AMF – Commission des sanctions – Comportement d'initiés.

Commission des sanctions 22 mai 2008. in 2008, Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 1064.

#### La décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 22 mai relative à des opérations d'initiés présente l'intérêt d'analyser en détail la démarche de la Commission en présence d'un comportement d'initiés justifiant ou non d'une sanction.

Le caractère didactique et pédagogique de la décision du 22 mai 2008 par la Commission des sanctions de l'AMF constitue une excellente illustration d'une démarche dont les services des banques en charge des déclarations de soupçons pourront s'inspirer dans l'instruction des faits à l'origine des soupçons qu'ils doivent ou non déclarer à l'AMF. (Art L 621-17-2 à L 621-17-7 du Code monétaire et financier).

Le communiqué de presse publié par l'AMF à la suite de cette décision reprend clairement, en la synthétisant, la démarche des services de l'AMF dans cette affaire.

Les faits à l'origine de cette décision de sanction sont aisément résumables.

La société Autrichienne Verbund a conclu le 19 janvier 2006 un contrat de partenariat stratégique avec la société Powéo dont les titres sont admis à la cotation sur le marché Alternext. Cet accord de partenariat se traduisait notamment par la souscription de la société Verbund à une augmentation de capital de Powéo qui lui était réservée et qui devait conduire cette société autrichienne à détenir 25 % du capital de Powéo.

L'annonce de ce partenariat qui renforçait notablement la société Powéo a été saluée positivement par le marché, le titre enregistrant une hausse de 21 % le lendemain de l'annonce de ce partenariat.

L'AMF, après avoir constaté une augmentation notable du volume de transactions Powéo, notamment lors des trois séances précédant l'annonce de l'accord, diligenta une enquête. Des transactions que les services suspectèrent révéler un comportement d'initiés furent alors soumis à la Commission des sanctions. Certaines furent qualifiées comme constitutive d'un comportement d'initiés alors que d'autres y échappaient à partir d'une grille d'analyse qui présente l'intérêt de cette décision.

Si la date de communication au public de l'information privilégiée, au cas présent celle de l'accord intervenu le 19 janvier 2006 entre les sociétés Verbund et Powéo, ne présente aucune difficulté, il n'en est pas de même de la date à laquelle cette information a acquis son caractère d'information privilégiée à l'origine du comportement d'initiés. L'on sait qu'au terme de l'article 621-1 du RG de l'AMF, une information pour être qualifiée d'information privilégiée, doit être précise, et susceptible, si elle était rendue publique d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers concernés. Au cas présent, la Commission des sanctions relève que cet accord résulte d'une offre faite par la société Verbund le 19 décembre 2005, offre orale confirmée par écrit le 21 décembre. Cette offre qui énonçait le dispositif de partenariat envisagé et notamment la création d'une filiale commune, comprenait également son volet financier. C'est ainsi que la société Verbund proposait de participer à une augmentation de capital de Powéo dont le montant (25 % du capital) et le prix (25 euros par action) étaient définis.

Reste à savoir si la Commission retiendrait la date de la communication orale de l'offre ou de sa concrétisation par écrit. Sans doute pour des raisons de preuve, elle retient comme date de commencement de la période d'existence de l'information privilégiée celle de la communication de l'offre par écrit. L'on doit approuver ce choix qui confère à la date de commencement de la période ou l'infraction peut exister un caractère certain et non contestable.

C'est donc à compter du 21 décembre 2005 que l'information a acquis son caractère d'information privilégiée car suffisamment précise.

Après avoir déterminé la date à laquelle l'information devient privilégiée, c'est-à-dire à la date à laquelle les négociations préliminaires se sont conclues par une offre ferme de la société Verbund, la Commission des sanctions s'attache à percevoir l'impact de cette information sur le marché. L'article 621-1 du RG AMF énonce deux critères. D'une part, la notion d'influence sensible

7. - Com. 19 septembre 2006 : Banque et Droit n° 110, novembre-décembre 2006, p. 27, chronique financière ; Banque et Droit n° 110, novembre-décembre 2006, p. 46, note F. Bussière ; Bull. Joly Bourse janvier-février 2007, p. 24, note I. Riassetto et M. Storck, RTD Com. 4/2006, p. 870, note M. Storck ; RDBF janvier-février 2007, p. 42, note S. Torck. Com. 30 octobre 2007 : Banque et Droit n° 117, janvier-février 2008, p. 34, chronique financière ; Banque et Droit n° 117, janvier-février 2008, p. 45, note F. Bussière.

8. Banque et Droit juillet-août 2008, p. 23, chronique financière ; JCP G 2008, Actualités 486, obs. M. Roussille ; D. 2008, p. 1202, obs. X. Delpech ; RDBF 2008, étude 17, H. Causse ; JCP G, 2008, II, 10160, note N. Mathey.

sur le cours et, d'autre part, celle d'information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissements.

L'analyse à laquelle se livre la Commission des sanctions est intéressante. Elle procède en premier lieu à une analyse objective du contenu de l'accord sur les perspectives de la société Powéo pour en conclure que ce partenariat stratégique aurait une incidence positive sur son cours. Elle précise ensuite que cette analyse est confirmée par la hausse du cours de la société Powéo le lendemain de l'annonce de l'accord. Ce dernier élément qui conforte le raisonnement *in abstracto* mené par la Commission des sanctions apparaît, de prime abord, comme superfétatoire. L'article 621-1 du RG AMF précise, en effet, que l'information privilégiée serait susceptible d'avoir une influence sur le cours des instruments financiers concernés sans que cela soit donc une certitude. En s'attachant à confirmer son analyse par l'évolution des cours dans la période qui suit la publication de l'information jusqu'alors confidentielle, la Commission des sanctions tend à créer un élément matériel constitutif du manquement que les textes n'imposent pas expressément. Ces textes imposent cependant la nécessité pour l'information privilégiée détenue par le donneur d'ordres d'avoir une influence sensible sur le cours de l'instrument financier. Dès lors, seul le constat de l'influence matérielle de cette information sur le cours de l'instrument financier lorsqu'elle est rendue publique permet de caractériser cette influence comme sensible et ce sans risque de contestation.

Après avoir déterminé l'existence d'une information privilégiée et les dates à laquelle cette information existait, la Commission s'attache à analyser le comportement des personnes soupçonnées d'un comportement d'initiés. Il s'agit pour elle de déterminer si ces personnes ont agi sur le titre en étant titulaires de l'information privilégiée.

La Commission des sanctions reprend deux méthodes d'investigation :

- celle de la recherche d'une preuve démontrant que la personne soupçonnée était bien détentrice de l'information privilégiée au moment de la passation des ordres de bourse constitutifs du comportement d'initié à travers le manquement à l'obligation d'abstention ;

- celle du faisceau d'indices pour les personnes à l'encontre desquelles la preuve directe de la détention de l'information privilégiée ne pouvait être rapportée.

S'agissant de la preuve directe de la détention de l'information privilégiée, la Commission des sanctions retient l'existence avérée et non contestée par les parties d'une communication téléphonique entre le dirigeant de la société Powéo et la personne suspectée de comportement d'initié. Si les déclarations des intéressés ont varié sur le contenu de cette conversation, il n'en demeure pas moins que les conversations ont bien porté sur l'évolution de la société Powéo. Elles sont, en outre, intervenues au moment de la réception de l'offre de la société Verbund ce qui laisse supposer qu'elles ont eu pour conséquence de rendre la personne soupçonnée détentrice d'une information privilégiée. L'on ajoutera que cette personne a réalisé ses interventions sur le titre Powéo par l'intermédiaire d'un fonds immatriculé aux

Caïmans dont elle était l'unique gérant et bénéficiaire économique ce qui, mais la Commission des sanctions ne l'indique pas, laisse croire à un souci de dissimulation de l'opération.

L'autre méthode retenue par la Commission, celle du faisceau d'indices est également développée dans cette décision.

Pour déterminer si les personnes soupçonnées sont détentrices d'informations privilégiées, la Commission s'attache dans un premier temps à la date des instructions passées par les personnes soupçonnées. Très proche de la date à laquelle l'accord de partenariat a été annoncé, ces instructions sont suspectes. Pour autant, la Commission, n'est pas en mesure d'identifier un lien direct avéré entre ces personnes et celles titulaires de l'information privilégiée. C'est pourquoi, et à la différence du cas précédent, la Commission collecte des indices dont l'analyse lui permet de considérer que les personnes suspectées ont agi en fonction de la connaissance de l'information privilégiée. Renonçant, par construction puisque la Commission ne se situe pas dans la méthode du faisceau d'indices, à rechercher l'éventuelle communication de l'information privilégiée aux personnes suspectées, la Commission place les ordres suspects d'un comportement d'initié dans la perspective générale de ses interventions. Elle s'assure alors de la pertinence de ces ordres au regard de la pratique habituelle de la personne suspectée que ce soit en terme de fréquences des ordres ou encore en s'attachant à leur caractéristique et volumétrie par rapport aux ordres habituellement passés par cette personne. Il s'agit là d'une résurgence de l'ancienne disposition de l'article 321-48 du Règlement général de l'AMF en vigueur avant la transposition de la directive MIF sur les ordres atypiques qui avait été mise en place pour s'assurer de la bonne information et compréhension des clients passant des ordres en rupture avec ceux transmis précédemment.

En conséquence, la personne qui a passé de manière exceptionnelle un ordre sur les titres Powéo est considérée comme ayant réalisé une opération d'initié alors que celles qui ont transféré une instruction sur les titres Powéo dans le fil des autres instructions qu'elles transmettaient, sans rupture constatée quant à la volumétrie et aux caractéristiques des ordres transmis, ne sont pas considérées comme ayant réalisé une opération d'initié. L'application de la théorie du faisceau d'indices appliquée à l'analyse des ordres transmis par la personne suspectée assise sur la notion des ordres inhabituels trouve ainsi son juste périmètre.

S'agissant des montants en cause, l'on constate que la théorie du faisceau d'indice ne prend pas en considération le montant des sommes en jeu puisque l'une des personnes suspectée et condamné car son ordre était atypique et avait réalisé une plus value limitée à 1 264 euros.

Si l'appréciation des montants en cause n'entre pas en considération dans la définition de l'incrimination, elle est naturellement prise en considération dans la définition du montant de la condamnation, au cas présent de l'ordre du quadruple de la plus value réalisée.

Au final, les diverses composantes et volets de cette condamnation présentent un caractère didactique et pédagogique qui illustre clairement la perception du comportement d'initié par la Commission des sanctions. À ce titre, il mérite de figurer dans les manuels de formation des établissements financiers.

## ■ II. ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### Marchés financiers – Appel public à l'épargne – Commercialisation de produits financiers – Autorités financières – Secret professionnel

Loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie, JO du 5 août 2008

La loi de modernisation introduit quelques modifications de l'environnement juridique des activités de marché pour, par exemple, assouplir le secret professionnel ou accroître le pouvoir de sanction pécuniaire de l'AMF et de la Commission bancaire. Mais surtout elle porte en germe des bouleversements profonds puisque le Gouvernement est habilité à agir par ordonnance dans toute une série de domaines particulièrement importants, comme l'appel public à l'épargne, le droit des titres, les franchises de seuils ou la réforme des autorités financières.

La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie (LME), adoptée définitivement par le Parlement le 23 juillet 2008, a été publiée au Journal officiel du 5 août. Ayant pour « ambition de stimuler la croissance et les énergies, en levant les blocages structurels et réglementaires que connaît l'économie de notre pays »<sup>9</sup>, ce texte contient un volet qui intéresse directement les activités de marché financier puisque son objet est la modernisation de la Place de Paris avec l'ambition de « mobiliser le secteur financier au service de la croissance ». Bien que les dispositions en cause ne soient, ni les plus nombreuses – seulement 14 articles au sein d'un texte qui en comporte pas moins de 175<sup>10</sup> –, ni les plus discutées au cours du débat parlementaire, elles n'en méritent pas moins l'attention par leur portée. La plupart d'entre elles ont pour objet d'habiliter le Gouvernement à agir sur différents points par voie d'ordonnance<sup>11</sup>, dans le droit fil des travaux menés par le Haut Comité de Place que préside le ministre de l'Économie<sup>12</sup>. On relèvera donc plus particulièrement les points suivants.

### Attractivité et compétitivité de la Place

Le gouvernement est habilité à prendre par voie d'ordonnances diverses mesures à cet effet (LME, art. 152, 1°). Ces mesures, outre celles qui concernent spécifiquement la gestion collective, auront pour objet de réformer :

- le Conseil national de la comptabilité ;
- l'appel public à l'épargne ;
- les obligations d'information des émetteurs pour achever leur mise en conformité avec le droit communautaire ;
- le régime des rachats d'actions en vue de favoriser la liquidité des titres de la société et de simplifier les règles de publicité ;
- le régime des actions de préférence ;
- le droit des titres afin de le rendre plus cohérent tout en intégrant et en anticipant les évolutions des normes européennes et des conventions internationales en la matière<sup>13</sup> ;
- la liste des participants à un système de règlement et de livraison d'instruments financiers afin de renforcer la stabilité de ces systèmes ;
- les limites d'indexation applicables aux titres de créances et instruments financiers à terme ;
- le régime de l'information sur les participations significatives dans les sociétés cotées et les déclarations d'intention ;
- Le régime de l'information sur les droits de vote attachés aux opérations de cession temporaire d'actions en période d'assemblée générale, dans un objectif de plus grande transparence<sup>14</sup>.

Dans cette liste, on relèvera particulièrement le sujet de l'appel public à l'épargne. L'objectif ici est, comme l'énonce la formule d'habilitation, de chercher à rapprocher le droit français « des normes de référence prévalant dans les autres États membres de la Communauté européenne » et également, de « favoriser le développement de la place financière française comme place de cotation des émetteurs français ou étrangers, en particulier de ceux qui ne souhaitent pas procéder à une offre au public ». L'enjeu est fort, d'autant plus qu'il concerne un dispositif autour duquel depuis plusieurs décennies<sup>15</sup> a été progressivement structuré le cadre juridique qui organise les relations des émetteurs faisant appel public à l'épargne avec les investisseurs en déterminant les obligations, notamment en termes d'information, que les premiers ont vis-à-vis des seconds. Mais c'est justement là que réside aujourd'hui la faille dans la mesure où ce dispositif, qui s'articule autour d'un statut quasi pérenne d'émetteur faisant appel public à l'épargne<sup>16</sup>, n'est plus en phase avec le schéma communautaire : on rappelle en effet que celui-ci, qui résulte essentiellement des directives Prospectus et Transparence, ne prévoit d'obligations permanentes que pour les seuls

9. V. Exposé des motifs du projet de loi.

10. Le projet initial du Gouvernement en comportait 44.

11. Le délai d'habilitation est en général de six mois à compter de la date de publication de la loi. Il est toutefois porté à douze mois dans trois cas (transposition de directive et achèvement de la codification réalisée au sein du Code monétaire et financier) et à dix-huit mois en ce qui concerne la réforme des autorités financières.

12. Installé en octobre 2007, le HCP a pour objet de promouvoir le développement de la place financière française, considéré (à juste raison d'ailleurs !) comme un enjeu majeur en termes d'emploi, de croissance et de financement des entreprises.

13. Voir à ce propos, « L'introuvable notion d'instrument financier », Y. Paclot, RDBF juill.-août 2008, p. 1.

14. Sur ce point, voir aussi les commentaires faits dans cette chronique, concernant le rapport dit « Mansion » (Banque & Droit n° 119, mai-juin 2008, p. 35).

15. C'est en effet l'article 72 de la loi du 24 juillet 1966, dont les prémisses se trouvaient toutefois dans la loi du 30 janvier 1907, qui a législativement consacré la notion d'appel public à l'épargne.

16. Sortir de statut est en effet particulièrement difficile compte des conditions à remplir (RGAMF, art. 215-1).

émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé alors que ceux qui réalisent une offre au public ne sont, à ce titre tenus qu'à des obligations ponctuelles, liées à l'opération elle-même. La conséquence en est que les émetteurs français voient leurs capacités d'utilisation du marché comme source de financement soumise à des contraintes plus fortes que leurs homologues européens. Cette conséquence est d'autant plus inappropriée que la justification ne peut se trouver dans le souci de protéger l'épargne : en vertu du passeport européen, il est en effet impossible d'opposer aux émetteurs d'autres États membres, qui en bénéficient et sollicitent les investisseurs français, les exigences supplémentaires induites par le dispositif de l'appel public à l'épargne. Nous reviendrons en détail sur cette question dans le cadre de cette chronique lorsque l'ordonnance aura été adoptée<sup>17</sup>.

Par ailleurs, on relèvera également la volonté d'amender le dispositif des rachats d'actions en vue d'accroître la liquidité. Sous cette appellation un peu ésotérique se trouve en fait la technique des « contrats de liquidité » par laquelle un émetteur met à la disposition d'un intermédiaire des titres et des espèces à charge pour ce dernier de fournir de la liquidité en se portant acheteur ou vendeur sur le marché lorsqu'il se trouve en déséquilibre, c'est-à-dire lorsque l'offre et la demande sont ponctuellement en décalage. En ce sens, les contrats de liquidités bénéficient directement aux investisseurs en leur permettant de trouver une contrepartie qui sinon ne serait pas présente et, de façon induite, en limitant la volatilité des cours. Bien évidemment, s'agissant d'une action menée pour le compte de l'émetteur, les contrats de liquidité sont soumis aux dispositions régissant les rachats d'actions afin de prévenir la réalisation d'éventuels abus de marché à cette occasion. Dans les dernières années, pour tenir compte des spécificités de cette technique, le cadre réglementaire a été aménagé à diverses reprises. Aujourd'hui, la technique des contrats de liquidité est consacrée par l'AMF en tant que « Pratique de marché admise » pour les contrats de liquidité conformes à la charte de déontologie mise en place par l'AFEI et qui s'articule autour de onze grands principes<sup>18</sup>. À l'origine, l'objectif de l'ordonnance devait prendre sur ce sujet le gouvernement était double. D'une part, assurer la complète adaptation du cadre légal aux spécificités des contrats de liquidité<sup>19</sup>. D'autre part, étendre cette technique qui n'est utilisable que par les émetteurs cotés sur un marché réglementé aux émetteurs cotés

sur Alternext. Ce second objectif n'a toutefois plus de raison d'être puisque le Parlement a inséré un nouvel article L. 225-209-1 dans le code de commerce pour étendre directement le bénéfice des contrats de liquidité aux sociétés admises sur un système multilatéral de négociation (SMN) qui se soumet aux règles abus de marché, c'est-à-dire en pratique Alternext. Notons par ailleurs qu'au cours des débats parlementaires, le gouvernement s'est engagé à examiner dans le cadre des ordonnances la possibilité d'étendre le régime des rachats d'actions aux grandes sociétés non cotées présentant des caractéristiques supérieures à certains seuils et rassemblant plus de 40 actionnaires personnes physiques ou morales.

Il est prévu de manière générale qu'au plus tard au 31 décembre 2009, le Gouvernement présente au Parlement un rapport faisant le bilan de l'application des dispositions législatives destinées à améliorer l'attractivité de la place financière française, en identifiant les difficultés éventuelles liées à la cotation des petites et moyennes entreprises, ainsi que les mesures qui permettraient d'y remédier (LME, art. 163).

### Autorités de tutelle

Afin de « garantir la stabilité financière et de renforcer la compétitivité et l'attractivité de la place financière française », le Gouvernement est également habilité à réformer par voie d'ordonnance les autorités d'agrément et de contrôle du secteur financier. Dans le contexte de la crise financière actuelle, l'objectif assigné est plus notamment de rapprocher la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Il ne se limite toutefois pas à cela puisqu'il s'agit aussi de « moderniser le mandat » de ces autorités afin d'y introduire « une dimension européenne », d'ajuster leurs champs de compétences pour les rendre plus « homogènes » dans le domaine de la commercialisation de produits financiers (v. aussi *infra*) et, enfin, d'adapter leurs procédures d'urgence et de sauvegarde d'une part, leurs dispositifs de sanction d'autre part. Vaste chantier donc, qui justifie d'ailleurs qu'en la matière le délai d'habilitation soit de dix-huit mois.

### Commercialisation de produits financiers

Une ordonnance est également prévue sur le sujet de la commercialisation des produits financiers en vue de rechercher une harmonisation des règles applicables aux instruments financiers d'une part, aux produits d'assurance d'autre part. Au-delà de ce qui concerne les produits d'assurance, l'objectif est de permettre la mise en place de conventions régissant les rapports entre les producteurs et les distributeurs et, « à l'initiative des professionnels », de codes de conduite que le ministre de l'Économie pourra « homologuer ». On se rappelle que des orientations similaires, de nature à traduire certaines recommandations formulées par Jacques Delmas-Marsalet dans son rapport sur la commercialisation des produits financiers, remis en novembre 2005, se trouvaient dans la version initiale du projet de loi pour le développement de la participation et de l'actionnariat salarié (loi n° 2006-1770 du 30 décembre 2006).

17. Pour une vision d'ensemble de cette problématique, on renvoie aussi à la note publiée en début d'année par l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) devenue depuis l'Association française des marchés financiers (AMAFI). Cette note, « Réformer l'APE : une nécessité urgente et impérative » (AFEI / 08-02), est disponible sur le site public de l'association ([www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)).

18. Voir Décision du 22 mars 2005 concernant l'acceptation des contrats de liquidité en tant que pratique de marché admise par l'Autorité des marchés financiers, BALO, 1er avr. 2005, p. 4772. Voir aussi le Contrat type de liquidité AFEI et la note de présentation qui l'accompagne ([www.amafi.fr](http://www.amafi.fr)).

19. Avec particulièrement la suppression de l'obligation de mise au nominatif des titres achetés dans le cadre du contrat de liquidité et le calcul en net (les titres vendus se déduisant des titres achetés) du seuil de 10% posé par l'article L.225-209 du Code de commerce.

### Transposition de directives et codification

Par ailleurs, le Gouvernement est habilité à parfaire la codification réalisée dans le Code monétaire et financier et à transposer plusieurs directives par voie d'ordonnance. Ces dernières concernent des mesures d'exécution de la directive Transparence (Dir. 2007/14/CE du 8 mars 2007), l'évaluation prudentielle des acquisitions et participations dans le secteur financier (Dir. 2007/44/CE du 5 septembre 2007), les services de paiement dans le marché intérieur (Dir. 2007/64/CE du 13 novembre 2007), et la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement des activités terroristes (Dir. 2005/60/CE du 26 octobre 2005).

### Offre publique de retrait

Le Code monétaire et financier est modifié afin que, dans le cas où seraient envisagées, soit des « modifications significatives » des statuts, soit une fusion, cession ou apport de la totalité ou du principal des actifs, soit une réorientation de l'activité sociale, soit la suppression, pendant plusieurs exercices, de toute rémunération des titres de capital, l'AMF ait la capacité d'apprécier « les conséquences de l'opération au regard des droits et des intérêts des détenteurs de titres de capital ou de droits de vote de la société pour décider s'il y a lieu de mettre en œuvre une offre publique de retrait » (Comofi, art. L. 433-4). La protection des minoritaires est ainsi renforcée.

### Secret professionnel

La loi est modifiée afin d'assouplir le régime du secret professionnel auquel sont tenus les établissements de crédit (Comofi, art. L. 511-33). Désormais, et sans avoir à obtenir l'autorisation préalable du ou des clients concernés, ils peuvent transmettre les informations normalement couvertes par le secret professionnel « aux agences de notation pour les besoins de la notation des produits financiers ». Ils peuvent également les transmettre à leurs contreparties à des opérations limitativement prévues « dès lors que ces informations sont nécessaires à celles-ci ». Des modifications identiques sont par ailleurs opérées pour appliquer ces mêmes principes aux entreprises d'investissement (Comofi, art. L. 531-12).

Dans le même temps est également modifié le dispositif qui, sous certaines conditions, impose entre les entités localisées en Europe, la circulation de certaines informations au sein d'un même groupe financier (Comofi, art. L. 511-34). Les informations couvertes comprennent désormais celles « nécessaires » à la détection des opérations d'initiés, des manipulations de cours et à la gestion des conflits d'intérêts.

### Contrôle interne

Le dispositif légal de contrôle interne des établissements de crédit est renforcé dans le droit fil des préoccupations exprimées suite aux pertes subies par la Société Générale en début d'année. Il est ainsi prévu qu'un arrêté du ministre de l'Économie fixe « les conditions d'information des organes de direction, d'administration et de surveillance concernant l'efficacité des systèmes de contrôle interne, d'audit interne et de gestion des risques et le suivi des incidents révélés notamment par ces systèmes » et « les condi-

tions dans lesquelles ces informations sont transmises à la Commission bancaire » (Comofi, art. L. 511-41). L'objectif est de mieux impliquer les dirigeants et mandataires sociaux des établissements de crédit dans le suivi et l'amélioration du contrôle interne, et de les inciter à une plus grande vigilance dans la correction d'éventuels incidents.

### Pouvoir de sanction des autorités

Le montant de la sanction pécuniaire que peut prononcer la Commission bancaire, limité auparavant au montant du capital minimum auquel la personne morale sanctionnée est astreinte, est désormais porté au décuple de ce montant (Comofi, art. L. 613-21). Cette mesure a été présentée comme constituant une suite de la fraude auquel a été confrontée la Société Générale de nature à avoir une vertu « préventive et incitative » par rapport au respect des exigences de contrôle interne<sup>20</sup>.

Dans le même esprit, le plafond des sanctions pécuniaires que peut prononcer l'Autorité des marchés financiers à l'encontre des personnes morales<sup>21</sup> passe de 1,5 million d'euros à 10 millions d'euros (Comofi, art. L. 621-15). En présence de profits liés au comportement sanctionné, le plafond reste en revanche inchangé au décuple de ces profits. Dans ce cadre alors que les sommes résultant de sanctions pécuniaires sont, le cas échéant, versées au fonds de garantie auquel appartient la personne sanctionnée, il est prévu que ledit fonds, dans la limite de 300 000 euros par an, peut, dans des conditions fixées par son règlement intérieur, « affecter à des actions éducatives dans le domaine financier » une partie du produit des sanctions pécuniaires qu'il reçoit ainsi. Le législateur entend favoriser ainsi une « réelle acclimatation de nos concitoyens à la sphère bancaire et financière »<sup>22</sup>.

### Information privilégiée – Listes de surveillance et d'interdiction – Barrières d'informations (ex-Murailles de Chine) – Sondages de marché

Arrêté du 5 août 2008, Journal officiel du 27 août 2008. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3<sup>e</sup> éd., Litec, 2001, n° 1034 et s.

**Le règlement général de l'AMF vient d'être modifié sur divers points. Essentiellement l'objectif a été de clarifier certains aspects du dispositif qui permet aux prestataires de services d'investissement de prévenir la circulation et l'utilisation d'informations privilégiées.**

Le 27 août dernier a été publié un arrêté portant homologation de certaines modifications des Livres II à VI du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Ces modifications concernent principalement les règles applicables aux prestataires en matière de gestion des informations privilégiées et de mise en œuvre

20. Voir Rapport Sénat n° 413 (2007-2008), T. 1, Ph. Marini, p. 613 et s.

21. Et de certaines personnes physiques en cas de commission d'un abus de marché.

22. Voir Rapport Marini précité p. 623.

des « barrières à l'information », terme qui désormais remplace celui de « murailles de Chine » précédemment utilisé. Leur objectif est de clarifier certains éléments du dispositif existant antérieurement. À ce titre, la notion d'information sensible ou d'information confidentielle qui était parfois utilisée est désormais systématiquement remplacée par celle d'information privilégiée, conformément à ce qu'a prévu la directive Abus de marché. Ainsi, les interrogations quant au périmètre relatif de ces notions n'ont plus de raison d'être. Il est par ailleurs désormais spécifié que les barrières à l'information, dont l'objet est de contrôler la circulation et l'utilisation des informations privilégiées doivent tenir compte « des activités exercées par le groupe auquel [l'établissement] appartient et de l'organisation adoptée au sein de celui-ci » et doivent prévoir « l'identification des secteurs, services, départements ou toutes autres entités, susceptibles de détenir des informations privilégiées » (RG AMF, art. 315-15). Dans ce cadre, le dispositif des listes d'interdiction et de surveillance est précisé. La liste de surveillance, qui recense les émetteurs et les instruments financiers sur lesquels le prestataire de services d'investissement dispose d'une information privilégiée, comportera maintenant le « motif » d'une telle inscription et « les noms des personnes ayant accès à l'information privilégiée » (RG AMF, art. 315-16). La trace des mesures prises en cas d'« anomalie » ou, le cas échéant, des raisons pour lesquelles elles n'ont pas été jugées utiles doivent être conservées sur un « support durable » (RG AMF, art. 315-17). La liste d'interdiction, trop rigoureusement nommée en l'occurrence, recense les émetteurs ou les instruments financiers pour lesquels le prestataire doit « restreindre » ses activités ou celles des personnes qui lui sont liées en raison, soit des dispositions en vigueur autres que celles résultant de la détention d'informations privilégiées, soit des engagements pris à l'occasion d'une opération financière, soit parce qu'il l'estime nécessaire (RG AMF, art. 315-18). À partir de la liste d'interdiction, les personnes soumises doivent être déterminées et informées de la nature des restrictions qui les affectent (RG AMF, art. 315-19). En outre, la responsabilité des listes de surveillance et d'interdiction qui était formellement mise à la charge du responsable de la conformité est dorénavant attribuée au prestataire lui-même, participant ainsi du mouvement général de recherche d'une plus grande responsabilisation des établissements et de leur management dans le respect de leurs obligations de conformité.

On notera par ailleurs que les dispositions relatives aux sondages de marché sont transférées de la partie du règlement général qui contient les règles de conduite applicables aux établissements financiers à celles qui concernent les émetteurs (RG AMF, art. 218-1). Les sondages de marché, destinés comme leur nom l'indique à sonder le marché sur l'accueil qu'il pourra réserver à une opération, notamment en termes de prix, relèvent en effet de l'organisation des offres publiques ou des opérations de marché primaire.

## **AMF : actualisation des questions/réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la MIF – Actualisation de l'évaluation des clients – Notion de conseil en investissement et de conseil d'ordre général.**

**L'AMF, à travers la dernière livraison en juillet de ses questions-réponses permet de préciser concrètement les obligations à la charge du PSI lorsqu'il doit actualiser ses dossiers relatifs à la connaissance de ses clients et le périmètre du service de conseil en investissement.**

La récente actualisation par l'AMF, le 4 juillet 2008, de ses questions-réponses sur différents éléments d'application des textes transposant la MIF permet de mieux cerner les obligations qui pèsent sur les PSI depuis l'entrée en vigueur des textes transposant la directive Marchés d'instruments financiers MIF en droit français.

### **L'actualisation des informations reçues des clients**

S'agissant de la délicate question de l'actualisation des informations reçues des clients, ce document apporte des indications précieuses qui permettront aux établissements de mettre en place les dispositifs qui leur permettront de faire face à leurs obligations.

L'AMF adopte légitimement une approche qualitative de cette question se refusant ainsi à définir d'un délai préfix à l'expiration duquel l'actualisation s'imposerait.

En conséquence, la périodicité de l'actualisation de ses clients est laissée à l'appréciation de chaque PSI. Pour autant cette périodicité doit être définie par chaque prestataire en fonction de règles qu'il doit définir et dont il doit s'assurer de leur bonne application.

Ces règles doivent être établies en fonction de l'analyse de la situation du client et assises sur le développement de sa relation avec le prestataire. L'appréciation de la relation entretenue par le client prendra ainsi en considération la durée et l'intensité de la relation, la fréquence des échanges et les transactions réalisées. C'est à partir de ces éléments que le prestataire doit s'assurer que les informations qu'il a recueillies de son client sont toujours d'actualité pour le cas échéant les actualiser.

Ces principes énoncés, deux situations doivent être distinguées :

- L'actualisation de la catégorisation du client. L'AMF admet une distinction qui facilitera la tâche des prestataires. S'agissant des clients professionnels, elle considère que le prestataire peut se reposer sur l'obligation du client de l'informer de tout changement susceptible de modifier cette catégorisation.

- En revanche, pour les clients non professionnels, le prestataire ne peut pas se décharger sur eux de cette responsabilité.

- L'actualisation des « tests » d'appropriation ou d'adéquation. L'actualisation de ces éléments importants qui justifient la bonne connaissance des clients par les prestataires doit intervenir en fonction des principes énoncés ci-dessus en fonction de l'évolution de la relation entretenue avec les clients et à partir des modalités appropriées que le prestataire aura retenues.

Concrètement, l'on conseillera aux établissements de procéder à une actualisation de leurs dossiers de connaissance de leurs clients lorsqu'ils fourniront à leurs clients, que ce soit à leur initiative ou à celle de leur client, un nouveau service d'investissement. Ils en feront de même lorsque le client réalisera des opérations différentes, car inhabituelles de celles jusque-là enregistrées (fréquence et nature des instructions ou ordres, volumes différents, souscription d'un nouveau produit ou d'une nouvelle catégorie d'instruments financiers, montant des actifs déposés, changement de la situation matrimoniale etc.). Ces critères seront paramétrés au sein de systèmes d'information le plus souvent à partir des typologies de clients auxquels procèdent les services commerciaux afin de segmenter finement leur action.

Enfin, pour s'assurer de la bonne actualisation de leur dossier, les établissements définiront un délai maximum au titre duquel devra nécessairement intervenir cette actualisation. Ce délai pourra être défini en fonction des différentes segmentations de leur clientèle. Ainsi, si la revue périodique des clients « jeunes actifs », pouvait intervenir tous les 2-3 ans, car cette clientèle est par définition mobile et en devenir, l'on pourrait admettre que la même revue, pour les « seniors », n'intervienne que tous les 3-4 voire 5 ans, étant précisé que lesdits délais n'ont jamais été prononcés, ni évalués en l'état, par l'AMF.

L'actualisation de son dossier pourra bien sûr intervenir à tout moment à la demande des clients.

Enfin et pour être complets, on doit rappeler que la responsabilité du PSI pourrait être retenue s'il ne prenait aucune disposition pour actualiser les informations dans des délais appropriés, notamment au cas où il aurait connaissance d'un changement significatif dans la situation du client.

L'AMF répond à la lancinante question de la validité effective par le client des renseignements le concernant. Les professionnels du droit considèrent naturellement que le client doit valider, signer et conserver un double du document contenant les informations et renseignements synthétisant sa situation. Ce cas de figure qui devance toutes les contestations n'est pas toujours compris des commerciaux qui, chargés de la relation avec le client, considèrent que ce formalisme est susceptible d'inquiéter voire de heurter le client. Ils jugent alors préférables de faire une synthèse écrite de leur entretien en en occultant le caractère inquisitorial en s'abstenant d'obtenir la signature du client.

N'omettant pas cette question, l'AMF adopte une position pragmatique sur ce point en précisant « qu'il est recommandé au PSI de s'efforcer d'obtenir une validation effective du client sollicité ». Chaque PSI pourra ainsi en fonction de la nature des relations qu'il entretient avec ses clients déterminer la conduite qu'il jugera la plus appropriée en ce domaine.

### Le conseil en investissement.

Les questions-réponses de l'AMF contribuent à fixer le périmètre et les modalités de ce nouveau service d'investissement. Le conseil en investissement se définit par la réunion des trois éléments suivants :

- la fourniture à un client, soit à sa demande, soit à l'initiative du PSI ;

- de recommandations personnalisées ;  
- concernant une ou plusieurs transactions portant sur des IF.

Une recommandation se définit comme étant une préconisation portant sur la réalisation d'une opération relevant des catégories suivantes :

- achat, vente, souscription, échange, remboursement ou détention d'un instrument financier particulier ;  
- exercice ou non exercice du droit conféré par un instrument financier particulier d'acheter, de vendre, de souscrire, d'échanger ou de rembourser un IF.

L'AMF précise que la recommandation s'oppose à la fourniture d'une information à la demande du client. L'information est seulement descriptive. Axée sur le produit, elle ne le met pas en perspective comme le fait la recommandation.

Ainsi, l'AMF énonce comme constitutive d'une seule information la façon de remplir un formulaire, de communiquer des informations publiées par les sociétés et les annonces, de se borner à expliquer les risques et avantages d'un ou plusieurs instruments financiers déterminés ou encore de produire des tableaux de classement de performances d'instruments financiers par rapport à des indicateurs de référence publiés.. Il en est de même pour les informations propres aux opérations financières ( les opérations sur titres – OST) ou le teneur de compte conservateur informe les actionnaires d'un émetteur de la survenance d'une opération financière comme c'est notamment le cas lors des opérations d'augmentation de capital.

La recommandation peut-être générale comme le sont les études ou les analyses financières ou encore personnalisée. Seule la recommandation personnalisée est constitutive du service de conseil en investissement.

La recommandation personnalisée, à la différence de la recommandation générale qui s'adresse çà un groupe d'individus, est faite à une personne déterminée et présentée comme adaptée à cet investisseur ou fondée sur l'examen de sa situation propre. Par situation propre du client, l'on comprend la connaissance préalable de ses compétences, expérience, connaissance appréciée à partir de ses objectifs. À cet égard et pour contrer toute dérive abusive, nous soulignerons que l'AMF est réticente à accepter la signature de « décharge » par le client, décharges grâce auxquelles le client solliciterait la fourniture du service de conseil en investissement sans satisfaire aux obligations de déclaration qu'il doit au PSI

En conséquence, si le prestataire n'oriente pas le client vers une décision d'investissement, et ce quand bien même il s'adresserait à lui de manière personnalisée, il ne lui délivrerait pas une recommandation en opportunité et dès lors ne fournirait pas un conseil en investissement. En effet, une recommandation à caractère général n'implique pas une vérification de la situation du client afin d'être adaptée à la situation du client. Elle peut être réalisée par tous moyens et destinée à un groupe de clients.

S'agissant des recommandations personnalisées, l'AMF considère qu'elles résultent d'une sollicitation, recommandation, opinion, avis ou jugement de valeur sur l'opportunité de l'opération.

En conséquence, les établissements veilleront à ne pas proposer à un client déterminé d'acheter ou de souscrire un instrument financier en se fondant sur les seules qualités intrinsèques du produit sans vérifier s'il est bien adapté aux objectifs d'investissement, à la situation financière et à la compétence du client. À titre d'illustration, le mailing qui comporterait de telles mentions serait constitutif d'un conseil en investissement.

À défaut, un mailing qui ne comporterait pas de telles mentions en demeurant général ne serait pas constitutif de la fourniture d'un service de conseil en investissement. Ce n'est donc pas l'envoi personnalisé d'un message qui constitue la recommandation personnalisée et donc la fourniture du service de conseil en investissement mais l'écriture et le contenu de ce dernier. S'il comporte une opinion en opportunité, le mailing sera acceptable que si cette opinion est délivrée en fonction de l'analyse préalable de la situation du client. Pour éviter toute difficulté, l'AMF recommande que ces messages invitent le client, comme c'est d'ailleurs souvent le cas, à se rapprocher de leurs conseillers, à charge pour ce dernier de s'assurer que ce message correspond bien à la situation précise du client.

Pour illustrer cette notion, l'AMF énonce des exemples de situations qui ne sont pas des recommandations personnalisées constitutives de conseil en investissement :

- les opérations de conseil données à un émetteur notamment dans le cadre de l'émission de titres ou de fusions acquisitions.
- les opérations réalisées par l'intermédiaire de canaux de diffusion « grand public » qui en conséquence deviennent impersonnelles.

Bien évidemment, pour conserver leur caractère général, ces recommandations ne devront jamais être présentées comme correspondant à la situation du client ou encore comporter un jugement de valeur ou une opinion qui les rendraient constitutives de l'exercice du service de conseil en investissement.

### Les conseils d'ordre général

L'AMF traite spécifiquement des conseils d'ordre général. Ces derniers qui concernent un type d'instruments financiers ne peuvent, en effet, être assimilés à la fourniture de conseil en investissement. La délivrance d'un conseil en investissement ne peut concerner qu'un instrument financier particulier ce qui n'est, bien sûr, pas le cas des conseils portant sur des types ou familles d'instruments financiers.

En conséquence, l'AMF rappelle que les PSI qui désireraient présenter leurs conseils d'ordres généraux comme adaptés à la situation de leurs clients, sont susceptibles d'engager leur responsabilité sur le fondement des articles L. 533-11 et L. 533-12 du Code monétaire et financier qui les astreint à agir de manière honnête, loyale et professionnelle qui serve au mieux les intérêts de leurs clients et les oblige à leur fournir des informations exactes, claires et non trompeuses. Le caractère général et supplétif des règles de bonne conduite assure ainsi la cohérence du dispositif du conseil en investissement.

### Instruction n°2008-05 du 29 juillet 2008 relative à la déclaration des opérations suspectes

L'instruction n° 2008-05 du 29 juillet 2008 de l'AMF modifie le formulaire relatif à la déclaration des opérations suspectes (article 315-42 du RG AMF).

L'attention des professionnels se portera sur la nécessité de renseigner plus précisément qu'auparavant les raisons conduisant à soupçonner que l'opération portée à la connaissance de l'AMF pourrait constituer une opération d'initiés ou une manipulation de cours. Cette nouvelle déclaration comprend également des précisions complémentaires sur la description de l'instrument financier visé et l(es) ordre(s) à l'origine du soupçon jusque-là absentes.

### Pouvoir de récusation des membres de la Commission des sanctions de l'AMF (décret du 2 septembre)

Ce décret modifie le chapitre unique du titre II du livre VI de la partie réglementaire du Code monétaire et financier.

Il précise que la Commission des sanctions ne peut délibérer qu'en présence de sept membres (formation plénière) à et de trois membres au moins (et non quatre comme auparavant) lorsqu'elle statue en section

Les personnes mises en cause disposent dorénavant d'un délai de deux mois, et non un mois, pour transmettre au président de la Commission leurs observations écrites sur les griefs notifiés.

Ce texte organise également les modalités de retrait et de récusation d'un membre de la Commission.

Un membre peut ainsi décider de ne pas siéger lorsqu'il suppose en sa personne une cause de récusation ou estime en conscience devoir s'abstenir.

La récusation d'un membre de la Commission peut également intervenir à la demande de la personne mise en cause s'il existe une raison sérieuse de mettre en doute l'impartialité de ce membre. Rappelons que cette faculté de récusation figure à l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier récemment modifié par les articles 160 et 161 de la loi du 4 août 2008 (loi n° 2008-776) dite « LME ». ■