

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique et conformité
Groupe Crédit Agricole



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué général adjoint
Amafi



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

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Offre publique – Pacte de séparation – Action de concert.

Cass. com., 27 octobre 2009, n° 08-18891, Gecina.

Un pacte de séparation constitue un accord au terme duquel deux actionnaires sont convenus d'acquiescer et d'exercer des droits de vote d'une société pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de celle-ci. Cette politique consiste à faire procéder à une suite d'opérations incluant un projet d'offre publique de rachat, dans le dessein de réaliser la séparation de l'ensemble constitué par la société et une autre et par la répartition du patrimoine de ces deux sociétés au profit de deux groupes d'investisseurs distincts. Ces deux actionnaires ayant vocation à concentrer leur investissement dans la société en cause et cette politique commune étant exclusive d'un accord purement ponctuel, il importe peu que cet accord ne soit mis en œuvre que de manière temporaire. La cour d'appel en a exactement déduit que les deux actionnaires devaient être considérés comme agissant de concert.

En déclarant qu'ils n'agissaient pas et n'avaient pas l'intention d'agir de concert, alors qu'il en allait autrement et que la réalisation de l'offre publique de rachat les conduirait nécessairement en situation de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique, les deux actionnaires et la société n'ont pas donné une information cohérente et complète et l'AMF a justement décidé que le projet de prospectus n'était pas conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables.

L'affaire Gecina avait donné lieu à un arrêt remarqué de la cour d'appel de Paris du 24 juin 2008¹. Il s'agissait de savoir, d'une part, si la séparation de deux sociétés permettant à deux groupes d'actionnaires distincts de prendre pied chacun, de manière indépendante, dans l'une des deux, pouvait constituer une action de concert et, d'autre part, si le fait par l'une des sociétés, procédant à une offre

publique de rachat, de reprendre à son compte dans la note d'information la déclaration de l'un des groupes d'actionnaires que ceux-ci n'agissaient pas de concert contrairement à la réalité, pouvait justifier un refus de conformité de l'AMF, ce que la cour avait admis.

La Cour de cassation rejette le pourvoi et entérine la position de l'AMF et des juges du fond². Elle considère que la mise en œuvre d'un pacte de séparation, qui conduit deux actionnaires à acquiescer et exercer des droits de vote dans une société, constitue en soi la mise en œuvre d'une politique commune vis-à-vis de celle-ci et que cette politique commune, bien que temporaire, est exclusive d'un simple accord ponctuel. Il s'agit d'une décision apparemment de pure espèce, mais dont l'importance n'est pas négligeable par la définition de l'action de concert qu'elle précise en creux, ce que confirme le fait qu'elle est destinée à figurer dans le Rapport de la Cour de cassation³. L'intérêt majeur de cette décision est de confirmer que la finalité de l'action de concert, la politique commune des concertistes vis-à-vis de la société, ne s'entend pas forcément de la politique de la société, c'est-à-dire de la politique sociale, mais également de celle des concertistes à l'égard de cette société, qui peut être purement patrimoniale ou capitalistique. En l'occurrence, il s'agissait de séparer deux groupes de sociétés et deux groupes d'actionnaires et de permettre à l'un d'eux de se retrouver sans l'autre dans la société Gecina. S'y ajoute que la politique commune des concertistes peut n'être que temporaire, à condition qu'il ne s'agisse pas d'un simple accord ponctuel de séparation, ce qui serait exactement contraire à la notion même d'action de concert.

Si l'on essaie de résumer les faits pour s'en tenir à l'essentiel, on peut retenir que deux groupes d'actionnaires avaient des participations croisées dans deux sociétés liées. Ils étaient convenus de séparer ces sociétés et de se séparer eux-mêmes, pour se retrouver chacun dans une seule des sociétés. Mais il se trouve que l'un des groupes était composé de deux actionnaires qui détenaient, l'un 15 %, l'autre 17,46 %, soit ensemble un peu moins du tiers du capital et des droits de vote de la société dans laquelle ils entendaient se retrouver séparés des autres, et que, pour parvenir au désaccouplement des sociétés, il fallait faire

1. CA Paris, 24 juin 2008 : *Revsoc.* 2008, 644, note F. Martin Laprade ; *RTD Com.* 2008, 818, obs. N. Rontchevsky ; *Droit des sociétés* 2008, n° 213 note Th. Bonneau ; *Bull. Joly Bourse* 2008, 389, note Zabala ; *Bull. Joly Sociétés* 2009, 135, note H. Le Nabasque ; C. Baj, *RDBF* 2008, étude, 28 ; J.F. Biard, *RDBF* 2008, étude, 29 ; *Boursican et Cardon, RTDF* 2008/3, p. 26.

2. D. 2009, n° 40, AJ, p. 2682, note de la rédaction.

3. Voir également Cass. com. 27 octobre 2009, n° 08-17782 et n° 08-18779, qui statuent dans le même sens et dans la même affaire et ne sont pas destinés à être publiés au *Bulletin*.

réaliser une offre publique de rachat de ses actions par celle-ci. Or, l'offre publique les aurait conduits à franchir ensemble le seuil du tiers. Aussi, était-il crucial de savoir s'ils agissaient de concert. Ils avaient déclaré que non, ce que le projet de note d'information relatif à l'offre publique de retrait avait repris à son compte. L'AMF a retenu le contraire et refusé la conformité, considérant que les investisseurs ne disposeraient pas de l'information cohérente et complète requise par le règlement général (art. 231-20 et s.). La cour d'appel de Paris a écarté le recours des intéressés et la Cour de cassation rejeté leur pourvoi.

Le moyen principal des demandeurs à la cassation visait la question de l'existence d'une action de concert. Ils soutenaient d'abord que l'accord de séparation tendait à réaliser la dissociation des deux sociétés de manière que chacune puisse connaître un développement autonome avec des actionnaires de référence propres, ce dont il aurait résulté que cet accord n'avait pas pour objet une détermination en commun, par les prétendus concertistes, de la gestion ou de la stratégie économique ou commerciale de la société Gecina. Ils ajoutaient que si, pour la période transitoire d'exécution du plan de séparation, diverses stipulations relatives notamment à la gestion courante des sociétés concernées, à la composition des conseils et à la distribution de dividendes avaient été convenues, il n'en restait pas moins que ces accords devaient épuiser leurs effets une fois les opérations menées à bien, de sorte que ces stipulations étaient, non seulement temporaires, mais uniquement prévues pour les besoins de la séparation et qu'il s'agissait donc d'un simple accord ponctuel, qui n'était pas de nature à caractériser une volonté commune de déterminer durablement la gestion ou la stratégie de la société. La Cour de cassation répond par l'attendu suivant, qu'il faut citer parce qu'il est un peu complexe :

« Mais attendu qu'après avoir retenu, sans dénaturer ce document, que l'accord de séparation constitue un accord au terme duquel MM. Y et Z sont convenus d'acquiescer et d'exercer des droits de vote de la société Gecina pour mettre en œuvre une politique commune vis-à-vis de cette société, et précisé que celle-ci consiste à faire procéder à une suite d'opérations, incluant le projet d'offre publique de rachat, dans le dessein de réaliser la séparation de l'ensemble constitué par les sociétés Metrovacesa et Gecina par la répartition du patrimoine de ces deux sociétés au profit de deux groupes d'actionnaires distincts, MM. Y et Z ayant vocation à concentrer l'essentiel de leur investissement dans la société Gecina, l'arrêt relève encore que cette politique commune, par elle-même exclusive d'un accord ponctuel, s'inscrit dans la stratégie explicitement annoncée par le préambule de cet accord et retient qu'il importe peu qu'elle ne soit mise en œuvre que de manière temporaire ; que de ces constatations et énonciations, la cour d'appel a exactement déduit [...] que MM. Y et Z devaient être considérés comme agissant de concert ».

Le point nodal de la discussion ne portait pas sur l'existence d'« un accord en vue d'acquiescer ou de céder des droits de vote ou en vue d'exercer les droits de vote », première condition prévue par l'art. L. 233-10 du Code de commerce, qui n'était pas discutée, mais sur la finalité de cet accord, qui forme la seconde caractéristique, essentielle, de l'action de concert, et qui consiste à « mettre en œuvre une politique

commune vis-à-vis de la société »⁴. L'accord en cause était un pacte de séparation de deux groupes d'actionnaires et de deux sociétés, ce qui pouvait paraître l'exact contraire d'un accord de concert. Mais cet aspect a pu être dépassé dans la mesure où la cour retient que la politique commune se concrétisait par les opérations prévues par le pacte de séparation, qui ont pour objet de permettre in fine aux deux actionnaires de « concentrer l'essentiel de leur investissement dans la société Gecina ». Ce que l'on en retire, c'est que la politique commune vis-à-vis de la société Gecina résidait dans l'objectif de la séparation, qui était de permettre à deux actionnaires de « concentrer l'essentiel de leur investissement dans la société Gecina ». Elle se concrétisait par les différentes étapes qui menaient à cet objectif, en particulier le projet d'offre publique de rachat. Autrement dit, la fin et les moyens caractérisaient une action de concert. On peut en retenir un enseignement : que la politique commune vis-à-vis de la société est la politique des concertistes envers la société, c'est-à-dire celle menée pour eux-mêmes, en fonction de leurs intérêts, non la politique de la société qui pourrait résulter de la prise en mains de celle-ci. Il ne s'agit pas de la politique sociale, il peut simplement s'agir de la politique patrimoniale personnelle des deux concertistes. L'arrêt retient donc une notion très extensive de la condition de politique commune vis-à-vis de la société.

Un deuxième élément retenu par la Cour de cassation est le fait qu'une suite d'opérations avait été convenue dans le pacte de séparation pour arriver à l'objectif voulu, ce qui en faisait le contraire d'un accord ponctuel, dont il est acquis qu'il ne peut pas constituer une action de concert⁵. Agir de concert suppose certes une certaine durée, mais celle-ci peut être courte⁶. C'était en l'espèce un accord temporaire dont la Cour de cassation dit, à juste titre, qu'il n'est pas exclusif d'une action de concert.

PSI – Devoir général de mise en garde – Opérations spéculatives – Opérateur averti.

Cass. com. 15 septembre 2009, n° 08-14 398 et 08-18 627.

Le fait que l'investisseur soit comptable est improprie à établir qu'il était un opérateur averti des risques encourus dans les opérations spéculatives sur le marché à règlement mensuel, de même le fait qu'il soit titulaire, lors de l'ouverture du compte litigieux, d'un portefeuille de Sicav ainsi que d'un portefeuille d'actions, qu'il ait apporté des bons de capitalisation en couverture des opérations envisagées sur le marché à règlement différé SRD et qu'il ait été chargé d'affaires dans le secteur de l'aéronautique, de l'informatique et de l'automatisme au sein de l'ANVAR.

Ces deux arrêts confirment la ligne jurisprudentielle. Il suffit d'en signaler les éléments essentiels. Tous les deux rappellent que le PSI a une obligation générale de mise en garde, quelles que soient les relations établies avec le

4. Voir D. Schmidt, Action de concert, Répertoire des sociétés Dalloz, n° 58 et s.

5. D. Schmidt, article précité, n° 53.

6. Voir D. Schmidt, article précité, n° 67 et s.

client, cela au visa de l'art. 1147 du Code civil, mais que cette obligation ne joue que pour les opérations spéculatives, c'est-à-dire à terme, et qu'au bénéfice des opérateurs profanes.

Le premier arrêt reproche à la cour d'appel de ne pas avoir suffisamment qualifié la qualité d'opérateur averti de l'investisseur en se contentant de relever « que M. X en sa qualité de comptable, était familiarisé avec le marché financier, de sorte qu'il était spécialement averti en la matière ». Autrement dit, la qualité d'opérateur averti doit faire l'objet d'une caractérisation concrète par les juges du fond et ne peut reposer sur une appréciation *a priori*. Sans doute la charge de la preuve en incombe-t-elle au prestataire. C'est ce que vient de juger très récemment la Cour de cassation, certes dans le domaine bancaire, mais par un arrêt si général qu'il paraît également applicable au secteur boursier : « Mais attendu, en premier lieu, que le banquier auquel il appartient de démontrer qu'il a rempli son obligation de mise en garde, est dispensé de cette obligation s'il établit que son client a la qualité d'emprunteur averti ⁷ ». Il ajoute qu'il relève du pouvoir souverain des juges du fond d'apprécier les éléments de preuve qui leur sont fournis à ce sujet.

Le second arrêt semble encore plus exigeant car, en l'occurrence, la cour d'appel avait fait un effort de caractérisation de la qualité d'opérateur averti du client. Elle l'avait déduite de ce qu'il détenait déjà un portefeuille de Sicav et un portefeuille d'actions, de ce qu'il avait apporté des bons de capitalisation en couverture des opérations envisagées et de ce qu'il était chargé d'affaires dans le secteur de l'aéronautique, de l'informatique et de l'automatisme au sein de l'Agence nationale de valorisation de la recherche (ANVAR). Malgré cela, la cour d'appel avait écarté la qualité d'opérateur averti de l'intéressé et la Cour de cassation la suit. Il est vrai qu'aucun des éléments dégagés ne permettait d'en induire que l'intéressé avait une expérience des opérations financières à terme. Il faut un lien entre les deux.

PSI – Obligation générale de mise en garde – Manquement – Préjudice – Perte d'une chance – Risques pris par le client.

Cass. com. 15 septembre 2009, n° 08-14398.

En manquant à son obligation d'éclairer son client sur les risques éventuels d'opérations spéculatives, le prestataire le prive d'une chance d'échapper, par une décision plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé. Pour apprécier la perte de chance, il faut prendre en considération la forte attraction qu'exerçaient, sur les investisseurs, au cours de la période considérée, les plus-values jusqu'alors réalisées et la chute des marchés boursiers survenue peu après l'ouverture du compte, indépendante de la faute de la société.

Cet arrêt, déjà signalé plus haut, doit l'être à nouveau sur un autre terrain, celui du préjudice résultant du défaut de mise en garde du prestataire s'agissant d'opérations spé-

culatives. Il juge que le préjudice qui en résulte n'est pas le préjudice brut, c'est-à-dire la perte financière subie par le client, mais la perte « d'une chance d'échapper, par une décision plus judicieuse, au risque qui s'est finalement réalisé ». C'est ce que vient de confirmer la Cour de cassation par un arrêt de principe, certes rendu dans le domaine bancaire mais extensible au domaine boursier par sa généralité au visa de l'art. 1147 du Code civil : « Attendu que le préjudice né du manquement par un établissement de crédit à son obligation de mise en garde s'analyse en la perte d'une chance de ne pas contracter ⁸ ».

Surtout, pour apprécier cette perte de chance, il considère que doivent être pris en considération, en l'espèce, deux éléments importants, qui viennent diminuer d'autant le préjudice : d'une part, la forte attraction qu'exerçaient sur les investisseurs les plus-values jusqu'alors réalisées au moment où l'intéressé a conclu la convention avec le prestataire, d'autre part, la chute des marchés boursiers survenue peu à peu après l'ouverture du compte, que le prestataire ne pouvait pas prévoir. Il y a là un élément de forte atténuation de l'indemnisation. Le second élément est classique, la chute imprévue des marchés boursiers ; il est cependant notable que la Cour de cassation prenne soin de l'ériger en élément officiel d'atténuation du préjudice, ce qui devrait obliger les juges du fond à en tenir compte expressément. Le premier élément, qui vient s'ajouter, est plus nouveau : le fait qu'au moment de l'entrée en relation avec le prestataire, le client était, comme les autres investisseurs, très attiré par les fortes plus-values jusqu'alors réalisées par la bourse. Autrement dit, le client ne peut prétendre être totalement indemnisé de son préjudice né de la perte d'une chance dans la mesure où, si l'on comprend bien, il a été attiré par l'appât du gain et aurait donc dû être conscient des risques pris. Il faut probablement y voir une forme de moralisation des relations entre le client et le prestataire, le client ne pouvant faire de celui-ci une sorte de garant alors qu'il a pris des risques, consciemment ou inconsciemment, dans l'espoir d'un gain supérieur. Il faut y voir un rééquilibrage entre la faute du prestataire et les risques acceptés par le client. En l'espèce, le résultat est notable : le client avait perdu près de 300 000 € et n'a été indemnisé que de 15 000 €.

PSI – Appel à couverture – Défaut – Responsabilité.

Cass. com. 15 septembre 2009, n° 08-13282 et 08-18627.

L'obligation de couverture étant édictée tant dans l'intérêt de l'intermédiaire et de la sécurité du marché que dans celui du donneur d'ordres, ce dernier peut invoquer à son profit le non-respect de cette obligation pour engager la responsabilité de la banque.

Ces deux arrêts poursuivent dans la ligne du revirement intervenue en 2008⁹. Le défaut d'appel à couverture par le prestataire peut être invoqué par le client sur

8. Cass. com. 20 octobre 2009, n° 08-20274, à paraître au Bulletin. Pour la contre-épreuve, voir Cass. civ. 3^e, 20 octobre 2009, n° 08-18113 (non publié au Bulletin).

9. Cass. com. 26 février 2008 : Dr. soc. juillet 2008, comm., note Th. Bonneau.

7. Cass. com. 17 novembre 2009, n° 08-70197, à paraître au Bulletin.

le fondement combiné des articles 1147 du Code civil et L. 533-4 ancien du Code monétaire et financier relatifs aux règles de bonne conduite (aujourd'hui art. L. 533-11 et s.). Cette jurisprudence, aujourd'hui bien assise, fait naître une question : dans la mesure où elle signifie que les clients des prestataires peuvent exciper des règles de bonne conduite pour engager leur responsabilité, doit-on considérer que toutes ces règles sont susceptibles d'être invoquées ? Ne faudrait-il pas distinguer entre celles qui sont destinées à protéger les clients ou les clients et le marché et celles qui sont uniquement destinées à préserver ce dernier ? L'article L. 533-11 actuel semble offrir une assise au droit général pour le client d'invoquer toutes les règles de bonne conduite puisqu'il semble, à titre de chapeau, leur assigner une finalité commune, servir au mieux les intérêts des clients. Ne seraient donc écartées que les normes de gestion des articles L. 533-2 et suivants, les obligations comptables et déclaratives des articles L. 533-5 et s. et les règles d'organisation des articles L. 533-10 et s. Il serait en effet injustifié de permettre au client de les invoquer dans une action en responsabilité civile contre l'intermédiaire dans la mesure où ces règles sont destinées à assurer le bon fonctionnement du système et du marché. L'art. L. 533-1 qui leur sert de chapeau vise d'ailleurs l'intégrité du marché, mais il est vrai qu'il couvre également les règles de bonne conduite.

PSI – Fautes relevées par l'AMF – Incidence au civil.

Cass. com. 15 septembre 2009, n° 08-17263.

La cour d'appel a retenu qu'il n'était pas possible de déduire des manquements du prestataire à ses obligations de surveillance et de contrôle sa connaissance d'une gestion illicite de portefeuille par un tiers avec lequel il était en relation. La Cour de cassation juge qu'en se déterminant ainsi, sans rechercher si les fautes successives du prestataire, relevées par l'expert et par décision définitive de l'autorité des marchés financiers, n'avaient pas permis au tiers d'effectuer les actes illicites de gestion de portefeuille au préjudice du client, la cour d'appel n'a pas rempli sa mission.

Cette décision est de pure espèce. Néanmoins, elle peut retenir l'attention sur un point. Une banque avait conclu une convention de transmission d'ordres avec un prestataire et ce dernier avait ultérieurement conclu une « convention de partenariat » avec un tiers. Un client avait ouvert un compte-titres dans les livres de la banque et conclu un contrat de transmission d'ordres avec le prestataire. Il semble, mais les faits ne sont pas précis, que le tiers ait réalisé une gestion de portefeuille sans agrément. Le client a tenté d'engager la responsabilité de la banque pour défaut de surveillance et de contrôle du prestataire avec laquelle il avait conclu une convention de transmission d'ordres, mais les juges du fond ont rejeté la demande au visa de l'art. 1147 du Code civil pour la double raison, d'une part, que les obligations de surveillance et de contrôle du prestataire transmetteur d'ordres par la banque ne permettaient pas de présumer la connaissance par cette dernière d'une gestion

illicite de portefeuille et, d'autre part, que c'était en parfaite connaissance de cause de son caractère illicite que le client avait confié au tiers un mandat de gestion de ses capitaux. La cour régulatrice casse la décision pour manque de base légale, ce qui ne permet pas d'en tirer une information sur le fond du problème. Mais il n'est pas inutile de signaler qu'elle motive sa décision par le fait « qu'en se déterminant ainsi, sans rechercher si les fautes successives de la société [la banque] relevées par l'expert et par décision définitive de l'autorité des marchés financiers, n'avaient pas permis à M.X [le tiers] d'effectuer les actes illicites de gestion de portefeuille au préjudice de M.Y [le client] ». La Cour de cassation fait allusion aux fautes dégagées non seulement par un expert, mais « par décision définitive de l'Autorité des marchés financiers ». Ce n'est pas en faire une décision ayant autorité de la chose jugée, mais un fait dont le juge peut tenir compte, les décisions de l'Autorité des marchés financiers ne s'imposant pas au juge civil ni au juge pénal. Pour autant, elles peuvent servir l'aliment à une décision civile ou pénale dès lors qu'elles renferment des faits que les juges judiciaires peuvent reprendre à leur compte s'ils sont démontrés et prouvés (voir ci-dessous).

AMF – Commission des sanctions – Décision – Autorité de la chose jugée.

CA Paris, pole 1, ch. 2, 10 juin 2009, n° 09/11337, Gecina.

La décision de sanction d'une autorité administrative indépendante bénéficie au principal de l'autorité de la chose jugée, peu important que, dans sa forme, elle ne comprenne pas de « dispositif » au sens de l'art. 455, alinéa 2, du CPC, et qu'elle ne soit pas « définitive », en réalité « irrévocable », notion étrangère à celle de l'autorité de la chose jugée, le juge des référés ne pouvant, avec les pouvoirs qui sont les siens, remettre en cause une telle décision.

Il s'agit de l'une des suites de l'affaire Gecina. Une nouvelle assemblée générale devant avoir lieu alors que l'AMF avait considéré que deux actionnaires agissant de concert avaient manqué à leur obligation de déclaration solidaire et cumulée de franchissement de seuil, d'autres actionnaires ont demandé qu'ils soient privés de leurs droits de vote pour les actions excédant le seuil n'ayant pas fait l'objet de déclaration, ce que le juge des référés a refusé¹⁰. En appel, la cour réforme l'ordonnance et impose la suspension des droits de vote au motif principal que l'AMF avait, par une décision de sanction, constaté l'existence d'un concert et le manquement des concertistes à l'obligation de déclarer les franchissements de seuil résultant du cumul de leurs actions¹¹.

Ainsi que l'écrit notre collègue Thierry Bonneau, la constatation que l'AMF avait estimé qu'il aurait dû y avoir déclaration de franchissement de seuil aurait pu suffire

10. Th. Bonneau, précité.

11. Trib. com. Paris, 14 mai 2009, Société Metrovacesa c/ Groupe Soler, *Juridata* n° 2009-003998, cité par Th. Bonneau, *Droit des sociétés* novembre 2009, *Comm.* n° 206, p. 25 ; *Bull. Joly Bourse* septembre-octobre 2009, p. 364, note F. Martin-Laprade.

« amplement, car la décision AMF participe, à tout le moins, à l'apparence que le juge des référés peut prendre en considération pour prendre les mesures conservatoires ou de remise en état qui s'imposent pour "faire cesser un trouble manifestement illicite" ». Mais la cour de Paris a cru bon d'aller plus loin et d'affirmer que la décision de sanction de l'AMF avait autorité de la chose jugée, ajoutant que peu importe qu'elle n'ait pas de dispositif et qu'elle ne soit pas irrévocable. Or, dans notre système, l'autorité de la chose jugée ne s'applique en matière civile qu'à une décision de justice proprement dite, selon l'article 1351 du Code civil que vient préciser l'article 480 du CPC. Il est cependant acquis que l'autorité de la chose jugée s'attache à tout acte juridictionnel, quelle que soit la juridiction dont il émane, et que seuls les actes de caractère administratif n'en bénéficient pas¹². Dès lors, ne pourrait-on admettre que les décisions de sanction de l'AMF sont des actes juridictionnels, d'autant qu'il est admis qu'une autorité administrative indépendante qui prend une telle décision agit fonctionnellement comme une juridiction au sens de l'article 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme? Une réponse négative semble s'imposer au regard des textes. Une telle portée ne peut résulter que de la loi et ne peut faire l'objet que d'une interprétation stricte, ce qui suppose de ne l'attacher qu'aux actes juridictionnels proprement dits. Les décisions de sanction de l'AMF, bien que rendues par une formation autonome et indépendante, n'en restent pas moins des décisions administratives rendues par une autorité administrative et non des décisions juridictionnelles rendues par une juridiction¹³. La seule exception est celle de la Commission bancaire, qui agit expressément comme juridiction administrative lorsqu'elle rend des décisions de sanction¹⁴.

Abus de marché – Manquement d'initié – Preuve – Faisceau d'indices graves, précis et concordants – Appréciation.

CA Paris, 1^{re} H., 8 avril 2009, n° 2008/14 851.

Si la détention d'une information privilégiée et la circonstance que la personne savait ou aurait dû savoir que cette information était privilégiée peuvent être démontrées par un faisceau d'indices graves, précis et concordants, encore faut-il que le rapprochement de ces indices les établisse sans équivoque.

La décision de la Commission des sanctions du 10 avril 2008 qui avait lourdement sanctionné une personne physique au motif de l'utilisation d'une information privilégiée est réformée par la cour d'appel de Paris par une motivation qui impressionne par son exigence. En l'espèce, il avait été reproché à l'intéressé d'avoir bénéficié d'une information privilégiée et de l'avoir utilisée au vu des circonstances suivantes : l'acquisition de titres contestée était intervenue quelques jours avant le lancement d'une offre publique

et la Commission des sanctions avait considéré que l'intéressé en avait nécessairement eu connaissance car « les acquisitions massives de titres auxquelles il [avait procédé] ne correspondaient pas à ses habitudes d'investissement ni à celles de la société », car il « n'a fourni aucune explication plausible sur de tels achats massifs sur ce seul titre » et qu'ainsi « seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer l'opération incriminée ». La commission des sanctions avait expressément appliqué la théorie du faisceau d'indices graves, précis et concordants et précisé qu'il n'était pas « nécessaire d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne exploitée ».

La cour d'appel réforme la décision. Elle rappelle d'abord que les dispositions relatives aux abus de marché « revêtent un caractère répressif puisque leur violation peut conduire au prononcé de sanctions par l'AMF » et que, par conséquent, elles « sont d'interprétation stricte ». Elle ajoute que, pour que le manquement soit constitué, il faut « que soient démontrés cumulativement plusieurs éléments, soit : l'existence d'une information privilégiée, telle que définie par l'art. 621-1 du Règlement général de l'AMF ; la détention de cette information par la personne poursuivie ; le fait que cette personne savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée ; l'utilisation de cette information par cette personne, par l'acquisition ou la cession des titres concernés par l'information ». Elle en déduit que tel n'a pas été le cas en l'espèce dans la mesure où l'AMF, en se contentant d'un faisceau d'indices, n'a pas, selon la cour, démontré que le rapprochement de ces indices établissait, d'une part, la détention d'une information privilégiée par la personne poursuivie et, d'autre part, que cette personne savait ou aurait dû savoir que cette information était privilégiée.

En l'espèce, la Commission des sanctions s'était contentée, au vu des indices réunis, d'en induire qu'il n'y avait pas d'autre justification plausible aux opérations réalisées par l'intéressé que le fait qu'il avait dû avoir connaissance de l'information privilégiée, d'autant que les acquisitions massives de titres auxquelles il avait procédé ne correspondaient pas à ses habitudes d'investissement et qu'il n'avait fourni aucune explication plausible sur de tels achats, de sorte que seule la détention d'une information privilégiée pouvait les expliquer. La cour d'appel critique la décision de sanction d'avoir déduit « la détention de l'information privilégiée de son utilisation supposée ». Il semble donc qu'elle lui reproche d'avoir inversé l'ordre des facteurs : il faudrait d'abord démontrer la détention d'une information privilégiée, puis son utilisation, et non induire la première de la seconde. Il est vrai qu'on peut finir par prétendre tout démontrer de présomption en présomption, d'indice en indice. Il faut pourtant admettre que « présomption sur présomption ne vaut ». La cour d'appel critique encore la décision de sanction pour avoir ainsi imposé à l'intéressé « la preuve, quasi impossible, que ses acquisitions de titres étaient dénuées de lien avec la détention d'une telle information ». Elle la critique enfin pour ne pas avoir précisé « à quel titre ce dernier savait ou aurait dû savoir qu'il s'agissait d'une information privilégiée ». On le voit, l'arrêt de la cour d'appel de Paris du 8 avril 2009 est sévère pour la Commission des sanctions et se fait très exigeante pour la caractérisation d'un manquement d'initié. C'est manifestement une décision pédagogique.

12. S. Guinchard, F. Ferrand et C. Chainais, « Procédure civile », Précis Dalloz, 29^e éd., n° 173, p. 257.

13. En ce sens, Th. Bonneau, précité.

14. Art. L. 613-1 du Code monétaire et financier. Voir M. Contamine-Raynaud, La Commission bancaire, autorité et juridiction, in « Nouveaux juges, nouveaux pouvoirs ? Mélanges en l'honneur de Roger Perrot », janvier 1996.

Émetteur – Information du marché – Manquement – Sanction.

Commission des sanctions, 3 septembre 2009, Société Robertet.

L'intérêt de cette décision de la Commission des sanctions de l'AMF est de statuer sur la portée de la norme comptable européenne IAS 36 qui impose aux sociétés qui consolident leurs comptes de vérifier chaque année que la valeur des titres détenus en portefeuille n'est pas inférieure à leur valeur historique, ce qui leur impose de procéder à une dépréciation lorsque leur valeur dans les comptes est inférieure à leur valeur dite « recouvrable ». En l'espèce, l'AMF, après s'être livrée à une analyse comptable approfondie, considère que la valeur recouvrable des titres en cause était restée supérieure à leur valeur nette comptable, de sorte qu'aucun grief ne pouvait être opposé à la société. Mais, elle estime néanmoins que les informations données au marché « relatives au cadre et aux modalités de réalisation du test de dépréciation du goodwill de la société » étaient demeurées imprécises et n'avaient pas suffisamment éclairé le marché. Aussi, condamne-t-elle la société à une sanction pécuniaire limitée.

Manquement d'initiés.

AMF, Com. des sanctions 23 décembre 2008, MM. Xavier Thoma, Charles Thoma, Stéfano Moccia, Giovanni Batista Di Natale, A, W, B, C, D, Antonello Filosa, Federico Pantanella, E, F, G, H.

Cette importante décision de la Commission des sanctions a connu les honneurs de la presse économique et générale en raison du montant conséquent des sanctions pécuniaires prononcées. Les sept personnes ayant fait l'objet d'une sanction pécuniaire pour un manquement d'initié ont été condamnées pour une somme globale de près de quatre millions d'euros dont 1,5 million d'euros pour un seul d'entre eux, ce qui démontre la gravité des faits qui leur ont été reprochés. Mais au-delà de cet aspect, certes important, cette décision semble annoncer une évolution de la Commission des sanctions de l'AMF quant à sa perception du manquement d'initié.

Le 7 juillet 2003, la société Alcan a annoncé son intention de lancer une offre publique d'achat sur la société Pechiney. Cette importante opération financière a eu pour effet de faire monter significativement le cours de l'action Pechiney, justifiant le lancement d'une enquête des services de l'AMF sur les opérations conclues les semaines précédant l'annonce de cette offre publique d'achat par la société Alcan. Cette enquête a mis en exergue les comportements suspects de plusieurs opérateurs italiens dont certains font l'objet d'une décision de la Commission des sanctions. L'ampleur de cette décision qui concerne quinze personnes physiques permet une nouvelle fois de détailler le comportement d'initié et les critères retenus par la Commission des sanctions pour le caractériser en en précisant les diverses facettes à l'occasion d'une même affaire.

La Commission s'attache en premier lieu à constater l'existence d'une information privilégiée et surtout la date à laquelle cette dernière doit être retenue en tant que telle. Une information privilégiée doit être précise, non

publique et susceptible d'avoir une influence sur les cours. S'agissant d'une offre publique, cette information était susceptible d'avoir une influence sur les cours puisqu'elle constituait bien une information qu'un investisseur raisonnable serait susceptible d'utiliser comme l'un des fondements de ses décisions d'investissement. Cette information était donc sensible. Le critère de la précision de cette information renvoie à la date à laquelle le projet avait des chances raisonnables de se concrétiser. Ce point est important car il enserme les interventions des opérateurs dans le champ de l'incrimination. La décision de la Commission des sanctions est particulièrement intéressante à cet égard car elle détaille précisément le raisonnement de ses membres. Deux temps se succèdent, celui où l'information n'est pas encore considérée comme privilégiée, celui où elle le devient car porteuse de suffisamment de certitudes pour se concrétiser. Les rencontres entre les dirigeants où sont évoqués le projet de rapprochement, les réunions du comité exécutif de l'assillant pour cadrer le projet, les réunions avec les conseils ne sont pas constitutives du temps de l'information privilégiée. Celle-ci ne le devient qu'à compter de la présentation du projet au conseil d'administration de la société Alcan soit le 3 juin, alors même que ni le prix d'offre, ni les modalités de son financement n'ont encore été arrêtés. C'est la décision de principe prise par l'organe compétent de la société Alcan qui confère au projet une certitude et une définition suffisante de ses composantes pour rendre l'information comme suffisamment précise. À cet égard, si l'on adhère à ce raisonnement qui a le mérite de borner objectivement la date où l'information devient privilégiée, l'on regrettera les incertitudes de plume de la décision de la Commission des sanctions qui considère que ce projet a revêtu « à tout le moins » le 16 juin 2003 soit 13 jours après le Conseil du 3 juin, les caractéristiques d'une information privilégiée. Pourquoi cette date ? Parce qu'elle correspond à celle où ont été initiés les premiers contacts avec les autorités de la concurrence. Il est regrettable que la rédaction de cette décision laisse planer une incertitude entre la date de la décision de l'organe compétent et celle des premiers actes concrets la mettant en œuvre. Il est clair que l'information devient suffisamment précise au moment de la prise de décision sans qu'il soit besoin de conforter le raisonnement aux premiers actes accomplis.

Quant au caractère non public de cette information, il renvoie nécessairement au moment où l'information devient publique, date qui restitue leur entière liberté d'action aux opérateurs. En l'état, seule la date du 7 juillet 2003, date à laquelle l'opération a été annoncée confère à cette information son caractère public. Les rumeurs d'ailleurs contradictoires dont la presse financière s'était fait l'écho, comme aussi les déclarations du président de Pechiney sur le caractère pertinent d'un rapprochement entre la société Alcan et la société Pechiney ne sont pas considérées comme suffisamment précises et certaines pour considérer que le projet devient public. S'agissant des déclarations du président de Pechiney intervenues à la suite des contacts qu'il avait eus avec les dirigeants d'Alcan, déclarations qui auraient pu être considérées comme rendant l'opération comme publique, la Commission relève fort opportunément que le président de Pechiney,

interrogé bien auparavant sur ce sujet, s'était alors prononcé sur le caractère cohérent d'un point de vue industriel de cette opération de rapprochement. L'on comprend bien, à la lecture de cette décision, que pour les membres de la Commission des sanctions de l'AMF, l'information devient publique lorsque son détenteur prend l'initiative de la communiquer, le plus souvent en annonçant l'opération. Cette décision ne paraît pas s'inscrire dans le prolongement des précédentes décisions de la Commission des sanctions qui avaient considéré que le caractère public pouvait ne pas provenir de l'émetteur mais de dépêches d'agences de presse, voire encore résulter du rapprochement entre plusieurs déclarations. Cette approche qui tend à rendre objectif les critères retenus doit cependant être approuvée sauf l'existence de cas particuliers où, notamment suite à la parution d'indiscrétions, l'information deviendrait publique¹⁵. Mais n'oublions pas que l'opération entre alors pour une bonne part dans le champ de la réglementation relative à la gestion des rumeurs préalables à une offre publique défini à l'article L. 433-1 du Code monétaire et financier, décliné aux articles 222-22 à 222-25 du règlement général de l'AMF¹⁶.

Le champ de l'information privilégiée étant établi, la Commission des sanctions passe ensuite en revue les opérations réalisées par les opérateurs.

Pour MM. Thoma, Moccia et Di Natale, l'enchaînement des faits est clair. Xavier Thoma, Senior Assignment Associate au département fusion et acquisition de la banque d'affaires en charge de cette opération avait la responsabilité d'étudier cette offre publique pour le compte de la société Alcan. Nécessairement au courant de cette opération financière et soumis au devoir d'abstention, Xavier Thoma est à l'origine de la transmission de l'information privilégiée auprès de son frère Charles Thoma. Ce dernier a réalisé des opérations directement ou indirectement via des *call warrants* sur le titre Péchiney par l'intermédiaire de la société *offshore* Newton Inv. Corp. domiciliée aux Bahamas. L'analyse de ces opérations, initiées à compter du 17 juin, révèle leur caractère atypique et l'extrême concentration des investissements de leur auteur puisqu'elles représentent plus de 90 % du montant du portefeuille de la société Newton Inv. Corp. et 55 % de ses capacités de financement. Ne pouvant justifier ces opérations autrement que par les rumeurs et déclarations entourant le titre Péchiney, Charles Thomas n'a pas été considéré comme pouvant réellement être en mesure de justifier d'un fondement de son investissement autre que celui résultant de l'information privilégiée détenue par son frère. Au surplus, il avait domicilié ses courriers chez M. Moccia et clos le compte de la société Newton Inv. Corp. deux mois après cette opération ce qui contribue à entourer son investissement d'une opacité qui ne plaide pas en sa faveur. M. Moccia, proche de Charles Thoma, a également réalisé d'importantes opérations sur le titre Péchiney dès le lendemain de celles réalisées par ce dernier sans pouvoir

justifier de leur opportunité notamment en raison de sa maîtrise insuffisante du français en matière financière ! Important investisseur à travers plusieurs sociétés, Charles Thoma a également recommandé l'achat du titre Péchiney à M. Di Natale avec lequel il entretenait des relations professionnelles qui ont justifié des reversements, à titre de rétrocessions, dont certains étaient en liquide, d'une partie des plus-values réalisées sur le titre Péchiney. Pour ces quatre personnes, la sanction apparaîtrait justifiée et non discutable. L'on demeure confondu devant la naïveté du système délictueux mis en place où l'on voit le responsable de la banque d'affaires transmettre l'information privilégiée pour se faire embaucher quelques semaines après par la société de gestion de l'un des bénéficiaires de l'information privilégiée ; où l'on constate que son frère réalise d'importantes opérations grâce à la détention de cette information via une société *offshore* dont il clôt le compte quelques semaines après la réalisation des profits illicites. Et comme si cela ne suffisait pas, la même personne transmet l'information à d'autres intervenants parfois moyennant une rétribution fondée sur les profits. Les opérations étant réalisées en dehors du territoire français, ces personnes pensaient sans doute que l'information sur les opérations ainsi segmentées entre plusieurs pays ne serait pas centralisée par les enquêteurs.

Pour une deuxième catégorie d'opérateurs, MM. A et W, l'information privilégiée a été transmise par l'un des consultants en charge de l'opération qui dès le 5 juin 2003 a communiqué l'information privilégiée soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire de son père, à M. W, gestionnaire professionnel. Ce dernier a été à l'origine d'opérations réalisées par un gérant de portefeuille qui devait obtenir son accord préalable pour réaliser des opérations importantes. Ce cheminement révèle l'importance de l'indépendance absolue du gestionnaire de portefeuille. En l'espèce, le gérant en titre devait solliciter l'accord d'un tiers, et ce à la demande expresse de son client permettant ainsi à ce dernier d'exploiter l'information privilégiée sans apparaître directement dans la décision d'achat.

Pour d'autres intervenants, MM. B et C, investisseurs professionnels, la Commission des sanctions constate que leurs opérations ne sont pas atypiques au regard des méthodes de gestion de leur portefeuille et des montants incriminés ce qui la dispense de rechercher si ces derniers étaient détenteurs de l'information privilégiée. Précisons que cette application de la méthode dite du faisceau d'indices ne s'applique que lorsque le cheminement de l'information privilégiée n'est pas établi. En conséquence, si la Commission des sanctions avait été en mesure de démontrer que ces personnes étaient en possession de l'information privilégiée, et quand bien même les opérations issues de l'exploitation de cette information s'étaient intégrées dans un ensemble ne les rendant pas atypiques, elles auraient sans doute été condamnées.

Le raisonnement appliqué à la dernière catégorie de personnes mises en cause, MM. Filosa, Pantanella, E, F, G et H suscite des réserves. M. Filosa a réalisé à compter du 19 juin 2003 des acquisitions de titres Péchiney qui ne correspondaient pas à ses pratiques et habitudes

15. Com. des sanctions des 23 novembre 2006 et 29 mars 2007, cf. cette chronique, *Banque & Droit* n°, mars-avril 2007, p. 37 et juillet-août 2007, p. 31.

16. Cf. F. Basdevant : « Le dispositif de gestion des rumeurs préalables à une offre publique », *Revue de droit bancaire et financier*, mai-juin 2007, p. 42 et s.

antérieures notamment quant aux montants investis. M. Pantanella a reconnu que M. K lui avait conseillé cet investissement. M. Filosa a ensuite admis avoir effectué un versement à M. K, « à titre de cadeau » pour le remercier de son conseil qui lui avait permis de réaliser en quelques jours une importante plus-value même s'il a ensuite tenté de justifier par d'autres raisons, non réellement fondées, ce versement. Celui-ci, qui correspond à 55 % de la plus value réalisée par M. Filosa, correspond sans doute à la rétribution de la communication de l'information privilégiée. Mais la condamnation du seul M. Filosa laisse un goût d'inachevé. M. K n'est pas mis en cause alors qu'il était vraisemblablement la personne qui a transmis l'information privilégiée. En conséquence, l'on n'est pas en mesure de s'assurer concrètement du cheminement de l'information privilégiée qui a permis à M. Filosa de bénéficier de cette information. M. Filosa est donc condamné au seul constat de la seule réalisation d'opérations atypiques conjuguée, il est vrai, avec le versement d'une rétrocession importante de la plus-value réalisée sans que l'on soit en mesure de déterminer réellement comment il a bénéficié de l'information privilégiée puisque les poursuites s'arrêtent auprès de M. K. La mansuétude dont il bénéficie suscite bon nombre de questions quant à aux informations qu'il détenait et que le cas échéant, il aurait ultérieurement transmises aux enquêteurs. Ce malaise s'étend à la condamnation de M. Pantanella dont le seul point de contact avec les détenteurs de l'information privilégiée est M. Filosa puisque les opérations certes atypiques qu'il a réalisées, entrent en résonance avec celles de M. Filosa qu'il connaissait. Pour ces deux personnes, essentiellement d'ailleurs pour M. Pantanella, on a l'impression à la lecture de la décision de la Commission des sanctions que le fait d'avoir réalisé des opérations atypiques est constitutif du manquement. Le seul lien existant entre MM. Filosa et Pantanella est-il suffisant pour caractériser la transmission de l'information dans le cadre de la théorie du faisceau d'indices ? Si la décision de la Commission des sanctions « Banca popolare di Milano » avait retenu une conception extensive de la théorie du faisceau d'indices en ce domaine, les décisions des 22 mai 2008 et du 9 octobre 2008 avaient considéré que de simples coïncidences ne constituaient pas des indices suffisants pour caractériser la transmission d'une information privilégiée. Ces applications successives et distinctes de la théorie du faisceau d'indices devraient être clarifiées. Le seul constat d'un contact entre deux personnes même s'il s'insère dans un contexte où des ordres atypiques sont réalisés devrait être étayé par d'autres considérations. À défaut, la seule réalisation d'ordres atypiques et inhabituels deviendrait le critère clef. Ainsi des personnes soupçonnées de bénéficier d'informations privilégiées pourraient aisément échapper aux poursuites si leurs interventions continuaient de s'inscrire dans la logique antérieure de leur politique d'interventions sur les marchés. Nous sommes vraisemblablement ici en présence d'une interprétation extensive issue de la décision de la Commission des sanctions du 10 avril 2008 par laquelle la Commission affirme que « la preuve de la détention et de l'exploitation d'une information privilégiée peut être rapportée

au moyen d'un faisceau d'indices graves, précis et concordants, sans que l'Autorité de marché ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information privilégiée est parvenue jusqu'à la personne qui l'a exploitée ».

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Professionnels des marchés financiers – Rémunérations – Incidences sur l'exposition aux risques – Dirigeants – Règlement CRBF 97-02.

Arrêté du 3 novembre 2009 relatif aux rémunérations des personnels dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'exposition aux risques des établissements de crédit et entreprises d'investissement, JO du 5 novembre 2009.

La rémunération des professionnels des marchés financiers constitue l'une des questions qui a focalisé l'attention dans la recherche des remèdes à apporter à la grave crise financière internationale déclenchée en août 2007. Le G20 ayant récemment arrêté un certain nombre de principes en la matière, la France a choisi de les décliner de manière large, rigoureuse et précise dans le règlement 97-02, tout en renvoyant à des normes professionnelles le soin de fixer certains éléments d'application.

La crise financière qui s'est déclenchée en août 2007 a, parmi les nombreuses réflexions qui en ont découlé, conduit à identifier la question de la rémunération des professionnels des marchés financiers comme l'une de celles jugées importantes. Il est en effet apparu qu'en comportant une part variable conséquente, voire très conséquente¹⁷, calculée en fonction des revenus immédiats générés par les opérations réalisées par ces professionnels, les mécanismes de rémunération en place étaient susceptibles de les inciter à conclure des opérations en considération de l'incidence positive que les résultats dégagés à court terme pouvaient avoir sur le niveau de leur rémunération variable, et donc sans prise en compte des risques pouvant être créés sur un horizon plus long. Par ces mécanismes, les salariés en cause se trouvaient ainsi en position de bénéficiaire personnellement des profits comptablement générés à court terme tout en laissant supporter à leur établissement employeur les pertes éventuellement créées à moyen et long terme.

Cette analyse a conduit, dès juillet 2008, les professionnels de la finance réunis au sein de l'International Institute of Finance (IIF), à définir un corps de recommandations articulé autour de 7 principes¹⁸. Mais en raison de l'accélération brutale de la crise à la mi-septembre 2008, les gouvernements rassemblés au sein du G20, lors du Sommet de Washington en novembre 2008, ont considéré qu'il fallait aller plus loin. Des travaux sur

17. Pouvant être équivalente au salaire fixe mais pouvant souvent aussi constituer un multiple de celui-ci.

18. « Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices : Principles of Conduct and Best Practice Recommendations - Financial Services Industry Response to the Market Turmoil of 2007-2008 » – July 2008, p. 49 et s., www.iif.com

cette question ont donc été entrepris au sein du Forum de stabilité financière, devenu depuis le Conseil de stabilité financière¹⁹.

La première initiative est venue de la place de Paris. Elle a d'abord été réglementaire au travers d'une modification du règlement CRBF 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement afin de prévoir que le « système de contrôle des opérations et des procédures internes a notamment pour objet, dans des conditions optimales de sécurité, de fiabilité et d'exhaustivité, de [...] vérifier l'adéquation entre la politique de rémunération et les objectifs de maîtrise des risques »²⁰. Mais l'initiative a aussi été professionnelle puisque l'ensemble des professions financières a adopté en février 2009 une norme professionnelle, précisant un certain nombre de règles devant être suivies par les établissements en matière de rémunération des professionnels des marchés financiers²¹. Le niveau européen suivait peu après au travers de la publication, dans un premier temps, de principes de haut niveau en matière de politique de rémunération par le Comité européen des superviseurs bancaires²², puis d'une recommandation de la Commission européenne²³ : ces deux dernières initiatives n'ont toutefois pas d'effet normatif direct même si elles constituent une référence de principe importante pour les autorités en charge de ces questions au sein des États membres.

Les gouvernements réunis au sein du G20 lors du Sommet de Pittsburgh de septembre 2009 s'étant engagés à « fully endorse the implementation standards » définis par le CSF²⁴, la France a décidé de traduire ces principes dans de nouvelles modifications du règlement CRBF n° 97-02 qui viennent d'être publiées²⁵. Elle est ainsi le premier état à édicter des règles impératives en la matière et au champ d'ailleurs plus étendu que celui envisagé par le CSF : est en effet assujéti à ces nouvelles règles l'ensemble des entités visées le règlement, qu'elles soient établissements de crédit ou entreprises d'investissement autres que les sociétés de gestion de portefeuille, et non seulement les « significant financial institutions » comme l'a prévu le CSF. Par ailleurs, et d'une manière originale, il est renvoyé pour l'application de certaines d'entre elles, à des « normes professionnelles qui déclinent les principes et dispositions énoncés par le Conseil de stabilité financière ».

La nouvelle réglementation s'organise autour d'un principe général selon lequel les « entreprises assujetties appliquent des politiques de rémunération et mettent en œuvre des procédures visant à prévenir les risques, en conformité avec les dispositions du présent chapitre et de façon cohérente avec les normes professionnelles qui déclinent les principes et dispositions énoncés par le Conseil

de stabilité financière » (art. 37-2). La définition des principes de la politique de rémunération doivent désormais, compte tenu de leur lien étroit avec l'enjeu que représente la maîtrise des risques dans les établissements financiers, être arrêtés par l'organe délibérant, celui-ci devant être assisté par un « comité spécialisé en matière de rémunérations composé majoritairement de membres indépendants²⁶ », dont l'objet est d'analyser « les politiques et pratiques en matière de rémunération au regard de l'ensemble des critères pertinents, y compris la politique de risque de l'entreprise » et d'effectuer une revue annuelle de la politique de rémunération en vérifiant sur la base d'un rapport fait par la direction générale que celle-ci est conforme aux dispositions réglementaires et aux normes professionnelles prises pour son application (art. 38-4). Ce comité, qui peut s'appuyer sur les services de contrôle interne ou sur des experts extérieurs, rend compte de ses travaux à l'organe délibérant.

Dans ce cadre, la rémunération variable, plus connue sous le terme « bonus », est particulièrement au centre de l'attention. Trois grands principes sont ainsi posés : le montant total des rémunérations variables ne doit pas entraver la capacité de l'entreprise à renforcer ses fonds propres « en tant que de besoin » (art. 31-2) ; ce montant total ainsi que sa répartition « doivent être déterminés en tenant compte de l'ensemble des risques, y compris du risque de liquidité inhérent aux activités concernées, ainsi que du capital nécessaire eu égard aux risques encourus » ; « au titre de la maîtrise des risques », l'entreprise doit « être en mesure de réduire significativement le montant des rémunérations variables attribuées au titre de l'exercice ou des exercices où des pertes sont constatées » (art. 31-3).

Par ailleurs, des dispositions plus précises s'appliquent à la rémunération variable, d'une part, des « salariés, professionnels des marchés financiers, dont les activités sont susceptibles d'avoir une incidence significative sur leur exposition aux risques », d'autre part, des dirigeants (art. 31-4). Elles prévoient notamment qu'une « part significative » de la rémunération doit être variable, qu'une « fraction importante » de celle-ci doit être versée sous condition de résultat et différée sur plusieurs années, qu'une « part importante » de celle-ci doit prendre la forme d'actions ou, pour les sociétés non cotées, d'autres instruments équivalents. Elles prévoient également qu'en cas de pertes de l'activité considérée, la part de la rémunération différée susceptible d'être versée « soit substantiellement réduite ou ne soit pas versée ». Elles interdisent enfin les garanties de rémunération variable au-delà d'un an et enjoignent aux entreprises d'interdire à leurs salariés de recourir à des stratégies individuelles de couverture ou d'assurance qui contrecarieraient l'objectif ainsi poursuivi. Les conditions d'une surveillance attentive par la Commission bancaire sont mises en place. D'une part, le procès-verbal de la délibération de l'organe délibérant sur la politique de rémunération doit lui être transmis (art. 38-4). D'autre part, l'entreprise doit élaborer chaque année un rapport retra-

19. V. www.financialstabilityboard.org

20. Arrêté du 14 janvier 2009 (JO du 30 janvier 2009) qui a modifié l'article 5-g, avec une entrée en vigueur fixée le 30 juillet 2009.

21. Groupe de travail de Place - Rémunération des professionnels des marchés financiers, 4 février 2009.

22. « High-level principles for Remuneration Policies », CEBS, 20 April 2009.

23. « Recommandation de la Commission sur les politiques de rémunération dans le secteur des services financiers Bruxelles », C(2009) 3159, 30 avril 2009.

24. « FSF Principles for Sound Compensation Practices », 2 April 2009 et « FSF Principles for Sound Compensation Practices - Implementation Standards », 25 September 2009.

25. Arrêté du ministre de l'Économie en date du 3 novembre 2009, publié au JO du 5 novembre 2009.

26. Ce comité peut toutefois ne pas être mis en place lorsque « la taille de l'entreprise le justifie » ou lorsque l'entreprise faisant partie d'un groupe et ayant décidé d'appliquer la politique de rémunération de la maison mère, l'organe délibérant a décidé que ces fonctions seraient exercées par le comité des rémunérations de la maison mère.

çant un certain nombre d'informations assez détaillées (art. 43-1) parmi lesquelles « les critères utilisés pour mesurer les performances et ajuster la rémunération au risque, le lien entre rémunération et performance, la politique en matière d'étalement des rémunérations et de rémunérations garanties » ou encore « les montants et la forme des rémunérations variables, répartis entre paiements en espèces, en actions et titres adossés à des actions, et autres », « les montants des encours de rémunérations différées, réparties entre rémunérations acquises et non acquises ». Certaines de ces informations doivent en outre être publiées une fois par an, en s'efforçant de le faire « sur un support ou un emplacement unique » (art. 43-2).

À ce jour, la Fédération bancaire française et l'Association française des marchés financiers ont publié des normes professionnelles²⁷. Reprenant et précisant les dispositions réglementaires, les normes FBF et Amafi établissent plus particulièrement en ce qui concerne les rémunérations variables, qu'en moyenne au moins 50 % de leur montant²⁸ doit être différé sur une période d'au moins trois ans, et qu'au moins 50 % de cette partie différée doit prendre la forme de titres ou instruments équivalents.

Au total, les nouvelles dispositions ainsi fixées par le règlement et les normes professionnelles constituent une déclinaison particulièrement rigoureuse et précise des principes arrêtés par le CSF, et l'on sait qu'une crainte exprimée est que les établissements financiers français ne soient placés en position concurrentielle désavantageuse lorsqu'il s'agira d'attirer ou de retenir les meilleurs éléments. Les prochains mois diront si cette crainte est fondée ou non, mais il semble peu probable qu'un dispositif aussi large et précis sera mis en œuvre par tous.

Emprunt obligataire – AMF - Commercialisation – Clients non professionnels – Guide de bonnes pratiques.

Guide de bonnes pratiques pour la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels, AMF, 13 octobre 2009.

Après la parution de son guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux dont la dernière actualisation a été publiée le 30 juillet 2009²⁹, l'AMF a publié le 13 octobre 2009 un nouveau guide de bonnes pratiques dédié à la commercialisation des emprunts obligataires auprès des clients non professionnels. Ce guide répond aux besoins des professionnels, qui comme en a témoigné le placement de l'emprunt EDF en juin dernier, proposent à leur clientèle composée de non professionnels, en général des épargnants particuliers, des titres obligataires. La prochaine émission par l'État d'un grand emprunt participe de ce mouvement, même

si son placement auprès des particuliers, largement sous entendue, n'a pas, au moment ou sont écrites ces lignes, été confirmé, en raison notamment de son coût supérieur à un placement direct auprès des investisseurs professionnels.

Quoi qu'il en soit, ce guide revêt une grande importance car le placement des émissions obligataires auprès des investisseurs non professionnels connaît une réelle vigueur, nécessitant une mise à jour des pratiques anciennes, voire le développement d'une nouvelle approche afin de contribuer à une plus grande sécurité de la commercialisation des titres obligataires. Ce guide a vocation à préciser l'information minimale que l'AMF recommande d'inclure dans toute communication à caractère promotionnel et dans le dialogue entre le prestataire de services d'investissement et l'investisseur non professionnel potentiel.

En premier lieu, l'AMF précise le cadre général et les principes guidant l'information adressée par le PSI à son client, et au-delà des dispositions législatives et réglementaires (Comofi, art L. 533-12 ; RG AMF, art. 314-10), elle rappelle qu'elle peut faire modifier la présentation ou la teneur de toute communication à caractère promotionnel afin que les informations en soient correctes, claires et non trompeuses. L'information doit ainsi être présentée d'une manière compréhensible et ne doit pas mettre l'accent sur les avantages potentiels d'un instrument financier sans indiquer aussi, correctement et de façon très apparente, les risques éventuels correspondants. Elle ne doit pas travestir, ni minimiser, ni occulter certains éléments, déclarations ou avertissements importants (RG AMF, art. 314-11). S'agissant, ensuite, de l'offre au public ou de l'admission sur un marché réglementé, les communications à caractère promotionnel doivent être communiquées à l'AMF préalablement à leur diffusion. Enfin, en application du principe de proportionnalité, l'AMF précise que le niveau de précision des informations peut être modulé en fonction de la nature et de la forme que revêt le support choisi pour cette communication. En conséquence, la nature des informations données doit donc être adaptée dans le respect des principes d'équilibre propre à chaque support. S'agissant d'un investissement en obligations, l'AMF constate que l'investisseur qui souscrit à une obligation va faire face à trois principaux types de risques : le risque de taux, le risque de liquidité et le risque de contrepartie. Elle constate que ces risques sont certes généralement décrits dans la rubrique « Facteurs de risques » du prospectus à laquelle le sixième alinéa de l'article 212-28 du Règlement général de l'AMF prévoit un renvoi, mais sans que cette information soit facilement et directement identifiable. Jugeant insuffisante cette pratique, elle préconise donc que les différents risques identifiés ci-dessus soient mentionnés dans toute campagne de communication, ainsi que dans le cadre de l'échange entre le PSI et son client et formalisé de façon claire et explicite lors de la souscription (par exemple, à l'aide d'un support écrit). Dans ce guide, l'AMF propose de donner, pour chacun des risques identifiés, des exemples précis (mais non exhaustifs) de mentions que l'AMF considère comme relevant d'une bonne information à faire figurer dans

27. « Normes professionnelles concernant la gouvernance et les rémunérations variables des professionnels des marchés financiers », FBF, 5 novembre 2009 ; « Rémunération des professionnels des marchés financiers - Norme professionnelle de l'Amafi prise pour l'application du règlement 97-02 relatif au contrôle interne des établissements de crédit et des entreprises d'investissement » (Amafi / 09-60), 26 novembre 2009.

28. 60 % pour les plus élevées d'entre elles.

29. « Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux et la commercialisation des instruments financiers » publiée le 30 juillet 2009 par l'AMF.

toute communication promotionnelle, quel que soit le support utilisé. L'AMF considère, par ailleurs, que les exemples proposés devraient être au minimum repris et formalisés de façon claire et explicite par le PSI dans son dialogue avec les investisseurs potentiels.

Afin de permettre à l'épargnant de bien identifier ces risques, l'AMF propose ainsi les exemples de mentions suivants. Pour le risque de taux, la mention « *Toute revente de l'obligation avant l'échéance peut entraîner un gain ou une perte* » est ainsi suggérée. Pour le risque de liquidité, l'AMF propose de retenir la mention : « *L'attention des investisseurs est attirée sur les difficultés potentielles qu'ils peuvent rencontrer s'ils souhaitent revendre leurs titres avant l'échéance dues à l'absence de liquidité, c'est-à-dire à l'absence d'acheteurs* ». Comme les risques de taux et de liquidité dépendent étroitement de l'adéquation entre l'horizon d'investissement du client et la maturité de l'obligation, l'AMF insiste sur l'importance de cette information pour l'épargnant et la nécessité pour le PSI de faire figurer dans toute sa documentation commerciale, la mention suivante : « *La durée conseillée de l'investissement est de ... ans* ».

En ce qui concerne le risque de contrepartie, l'AMF désire que l'émetteur produise, outre la référence au taux de l'OAT correspondant et aux commissions, un élément de comparaison ou de référence approprié à son opération dans la mesure où il est pertinent (notamment en matière de risque, d'horizon de placement, de facilité de sortie, etc.) qui permette aux investisseurs de mieux appréhender le taux proposé et le rendement auxquels ils pourraient avoir accès autrement, en souscrivant à un autre titre financier, dans des conditions équivalentes (en termes de maturité, de risque de contrepartie, de risque de liquidité, et y compris les frais). Cette comparaison pourrait, selon l'AMF, se référer aux obligations de l'émetteur cotées sur le marché secondaire ayant une maturité et des caractéristiques proches, ou encore à des émissions (ou une moyenne d'émissions) réalisées par des émetteurs de qualité similaire, ou encore à une émission réalisée par l'émetteur à une date proche de la date à laquelle il procède à son émission. Il serait considéré comme trompeur de simplement mentionner la rémunération additionnelle sans en expliquer les raisons.

Cette nouvelle exigence de l'AMF, certes compréhensible, sera certainement d'une application délicate tant les situations des émetteurs en ces périodes où les *spreads* ont été et sont encore dans une certaine mesure importants. C'est pourquoi l'on notera avec intérêt le projet de l'AMF de publier chaque année une étude récapitulative des différentes opérations obligataires qui ont été proposées au public, en indiquant les conditions de prix offertes et, dans le cas où cela est possible, en faisant des comparaisons avec les conditions de marché au moment de l'émission. Cette étude permettra sans aucun doute aux émetteurs de décliner cette obligation dans des conditions satisfaisantes.

Outre des mentions propres à l'appréciation de la capacité de l'émetteur à faire face à ses engagements, l'AMF revient sur la discussion qui a entouré l'émission par l'EDF de son emprunt obligataire de juin 2009.

Elle précise, et confirme ainsi la position prise par certains établissements, qu'un emprunt, dont l'émission est réservée aux particuliers n'ayant pas le statut d'investisseur qualifié, a vocation à bénéficier à l'ensemble des personnes physiques répondant à cette condition, y compris celles dont les avoirs sont gérés sous mandat. L'interposition d'un mandataire ne saurait interdire à son mandant d'accéder à une opération qui lui est destinée. En effet, il n'appartient pas à un émetteur de s'immiscer dans la relation entre une personne physique et le mandataire qui la représente, dès lors que ce dernier respecte le cadre du mandat donné.

Au final, ce guide qui actualise des pratiques anciennes est le bienvenu et doit donc être approuvé. Tout au plus, l'on émettra une réserve sur l'obligation de comparaison qui pèse sur l'émetteur afin d'informer l'épargnant sur le risque de contrepartie. Cette comparaison sera parfois délicate à mettre en œuvre et en définitive peu accessible à l'épargnant investisseur non professionnel.

Supervision européenne – Système européen de surveillance financière – Autorité européenne des marchés financiers.

Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil instituant une Autorité européenne des marchés financiers Bruxelles, COM(2009) 503 final, le 23 septembre 2009.

C'est à la fin du mois de septembre que la Commission européenne a présenté officiellement ses propositions de textes refondant l'architecture de supervision financière européenne dans le droit fil des évolutions préconisées par le rapport Larosière et des besoins identifiés dans le cadre de la crise financière. L'une de ses propositions crée l'Autorité européenne des marchés financiers, destinée à se substituer à CESR avec des compétences et pouvoirs notablement élargis.

Il ne s'agit encore que d'une proposition, et non d'un texte définitif, mais les évolutions qui sont ainsi en cours de réalisation sont suffisamment significatives pour mériter un signalement détaillé dans le cadre de cette chronique. C'est en effet à la fin du mois de septembre que la Commission européenne a adopté un ensemble de propositions législatives qui visent à renforcer de manière significative la surveillance du secteur financier en Europe. Ces propositions, qui s'inscrivent dans le droit fil des évolutions préconisées par le rapport Larosière et des besoins identifiés dans le cadre de la crise financière, et pour lesquelles l'ambition est une mise en œuvre opérationnelle dès 2010, crée un double niveau de surveillance : l'une, macroprudentielle, est confiée à un Comité européen du risque systémique (CERS), chargé de détecter les risques pesant sur le système financier dans son ensemble et d'émettre des alertes afin que des mesures soient rapidement prises lorsque c'est nécessaire ; l'autre, microprudentielle, est confiée à un Système européen de surveillance financière (SESF), constitué par un réseau composé des autorités nationales de surveillance ainsi que des trois autorités européennes de surveillance qui sont créées pour couvrir les secteurs

des banques, des marchés financiers et des assurances et des pensions professionnelles en substitution des Comités de niveau 3 du processus Lamfalussy que sont aujourd'hui le CEBS, le CESR, et le CIOPS.

Parmi ces trois nouvelles autorités, la plus centrale au regard des problématiques traitées dans cette chronique est bien sûr l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF), destinée à remplacer le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, plus connu en tant que CESR. Il faut noter d'ailleurs que la plupart des précisions fournies en ce qui concerne l'AEMF sont également valables pour les deux autres autorités, les principales différences entre elles concernant les objectifs qui leur sont assignés et le champ de leur compétence.

Dans ce cadre, la future Autorité « a pour objectif de contribuer à : i) améliorer le fonctionnement du marché intérieur, notamment par un niveau de réglementation et de surveillance élevé, efficace et cohérent, ii) protéger les investisseurs, iii) assurer l'intégrité, l'efficacité et le bon fonctionnement des marchés financiers, iv) préserver la stabilité du système financier, et v) renforcer la coordination internationale de la surveillance » (art. 1-4). À cet effet, elle reprend les missions dévolues à CESR, mais avec des responsabilités et des compétences étendues. L'AEMF est ainsi plus notamment chargé d'élaborer des normes techniques permettant d'établir des conditions uniformes pour l'application de la législation communautaire en supprimant ainsi les différences nationales de transposition du droit communautaire qui découlent d'exceptions, de dérogations, d'ajouts ou d'ambiguïtés. Cette évolution est particulièrement importante pour renforcer le niveau 3 de la structure Lamfalussy qui, à l'heure actuelle, ne permettant que l'adoption d'orientations non contraignantes, n'est pas en mesure de contrecarrer la fragmentation qui résulte de l'interprétation et de l'application différentes des dispositions communautaires. Les normes techniques ainsi adoptées ne sont toutefois pas en mesure de produire des effets juridiques directs, le Traité s'y opposant en l'état actuel : elles doivent donc faire l'objet d'une adoption par la Commission sous la forme de règlements ou de décisions, celle-ci ne pouvant alors les adopter partiellement ou après modification uniquement « lorsque l'intérêt communautaire l'impose » (art. 7). Dans le même esprit, une procédure est mise en place lorsqu'une autorité nationale « n'a pas correctement appliqué la législation [communautaire relative aux marchés financiers], notamment en ne veillant pas à ce qu'un acteur des marchés financiers remplisse les exigences prévues par ladite législation » (art. 9). L'Autorité peut ainsi adresser une recommandation à l'autorité nationale concernée en l'incitant à s'y conformer et, en cas de défaut, saisir la Commission européenne pour qu'elle prenne une décision en ce sens : dans le cas exceptionnel où l'autorité continuerait à ne pas prendre les mesures nécessaires, l'AEMF peut, en dernier recours, adopter une décision adressée aux établissements financiers au regard du droit communautaire qui leur est directement applicable en vertu de règlements, sans préjudice des mesures prises par la Commission pour faire appliquer sa propre décision. En outre, « lorsque des circonstances défavorables risquent de compromettre gravement le bon fonctionnement et

l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité globale ou partielle du système financier dans la Communauté », et sur la base d'une décision de la Commission constatant une telle situation d'urgence, l'AEMF peut « arrêter des décisions individuelles imposant aux autorités compétentes l'obligation de prendre les mesures nécessaires conformément à la législation [communautaire propre aux marchés financiers], pour éliminer les risques éventuels pesant sur le bon fonctionnement et l'intégrité des marchés financiers ou la stabilité de tout ou partie du système financier en veillant à ce que les acteurs des marchés financiers et les autorités compétentes satisfassent aux exigences prévues par cette législation » (art. 10). L'AEMF est également pourvue de compétences lui permettant de régler d'éventuels différends entre autorités nationales de surveillance (art. 11).

Dans ce contexte, il faut particulièrement noter l'institution de deux enceintes communes aux trois autorités européennes. La première est le Comité mixte des autorités européennes de surveillance, chargé d'assurer la coopération intersectorielle en favorisant la compréhension mutuelle, la coopération entre les trois nouvelles autorités, ainsi que la cohérence de leurs approches en matière de surveillance (art. 40 et s.) : un sous-comité est spécialement établi en son sein pour se consacrer spécifiquement aux questions transsectorielles, notamment les conglomérats financiers, et pour garantir des conditions de marché égales pour tous. La seconde institution commune est la Commission de recours chargée de traiter en première instance les recours formés par toute personne physique ou morale, y compris les autorités nationales de surveillance, pourra introduire, contre une décision de l'AEMF (art. 44 et s.).

L'Autorité est « un organisme communautaire disposant de la personnalité morale » (art. 3). Son principal organe est le conseil des autorités de surveillance, composé de son président, des « chefs » de chacune des autorités nationales, qui ont seuls le droit de vote, d'un représentant de la Commission, d'un représentant du CERS et d'un représentant de chacune des deux autres autorités européennes (art. 25). L'Autorité est représentée par un président « qui est un professionnel indépendant à temps plein », titulaire d'un mandat de cinq ans renouvelable une fois (art. 33). Il est assisté par un directeur exécutif, qui est lui aussi un professionnel indépendant à temps plein doté d'un mandat de cinq ans renouvelable une fois (art. 36). Le budget de l'Autorité proviendra tant de contributions obligatoires des autorités nationales de surveillance, que de subventions communautaires ou de contributions des entreprises du secteur, ce qui pourra notamment être le cas des agences de notation pour lesquelles l'AEMF se verra attribuer des compétences (en termes d'enregistrement notamment) dans l'acte qui modifiera le règlement sur les agences de notation du crédit.

Les discussions sur ces propositions ont déjà commencé au sein du Conseil, elles devraient être entamées prochainement au Parlement européen. La nouvelle étape qui s'amorce ainsi dans la construction européenne est essentielle pour l'avenir du marché financier intégré, les différences qui résultent des divergences d'interprétation et d'application au niveau national sont en effet un puissant facteur de fragmentation.

AMF – Documents de référence – Facteurs de risques – Recommandation.

Recommandation de l'AMF sur les facteurs de risques - Mise à jour du guide d'élaboration des documents de référence, 29 octobre 2009

L'AMF a publié le 29 octobre 2009 une nouvelle recommandation, à laquelle les professionnels se reporteront, sur les facteurs de risque. Cette recommandation annule et remplace l'interprétation n° 2 « Facteurs de risque » du guide d'élaboration des documents de référence publié le 30 janvier 2006. Elle a pour objectif de guider les émetteurs dans la rédaction de la rubrique « Facteurs de risque » de leur document de référence conformément aux nouvelles exigences réglementaires. L'AMF précise que les émetteurs qui élaborent un prospectus sans faire de document de référence pourront utilement prendre en compte cette recommandation.

Directive MIF – Service d'exécution simple – Instruments non complexes.

Q&A - MiFID Complex and Non Complex Financial Instruments for the Purposes of the Directive's Appropriateness Requirements, CESR/09-559, 3 novembre 2009

Début novembre, CESR a publié un document de questions-réponses sur la notion d'instruments non complexes qui est l'un des éléments permettant la fourniture d'un service d'exécution simple.

On sait que dans le cadre de la directive MIF, par exception, les prestataires de services d'investissement peuvent fournir le service de réception et transmission d'ordres ou le service d'exécution d'ordres sans être tenus de vérifier le caractère approprié du produit offert si le service, fourni à l'initiative du client, porte sur des « instruments financiers non complexes » et que le client a été préalablement informé que le prestataire n'était pas alors tenu d'évaluer ce caractère approprié (Comofi, art. L. 533-13). Le règlement général de l'AMF précise un certain nombre de points d'application de ce dispositif, notamment en ce qui concerne les caractéristiques d'un instrument financier non complexe (RG AMF, art. 314-57).

C'est dans ce contexte que CESR a publié début novembre un document de questions-réponses cherchant à clarifier les catégories d'instruments financiers qui peuvent être considérées comme complexes et non complexes. Si un certain nombre d'éléments d'appréciation ainsi fournis par CESR peuvent être discutés, il faut néanmoins leur reconnaître le mérite de proposer une approche unifiée de la question, permettant ainsi de supprimer les divergences d'interprétation entre régulateurs, sources d'autant de distorsions concurrentielles entre établissements et surtout de différences de protection entre les investisseurs : selon en effet, l'État d'agrément du prestataire qui leur offre le service d'exécution simple, la nature des produits auxquels ils pourront avoir accès sans bénéficier de la garantie que constitue la vérification de son caractère approprié différera plus ou moins. ■