

# BULLETIN JOLY BOURSE

ACTUALITÉ DU DROIT FINANCIER

## À LA UNE

### ABUS DE MARCHÉ

**L'algorithme fou** → PAGE 410

François BARRIÈRE

### AUTORITÉS DE SUPERVISION

**Notion d'intermédiaire en biens divers :  
le Conseil d'État valide la politique répressive du régulateur** → PAGE 403

Thomas PERROUD

### PRESTATAIRES

**L'ESMA et la sanction de Fitch : brèves réflexions sur les pouvoirs  
de surveillance de l'Autorité européenne des marchés financiers** → PAGE 423

Anastasia SOTIROPOULOU

**Direction scientifique****Hervé SYNDET,**

professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

**Comité scientifique****Thierry BONNEAU,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

**Marielle COHEN-BRANCHE,**médiateur de l'Autorité des marchés financiers  
membre du Tribunal international administratif de la Banque mondiale**Jean-Jacques DAIGRE,**

professeur émérite, école de droit de la Sorbonne (Paris 1)

**France DRUMMOND,**agrégée des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)  
membre de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers**Laurent FAUGÉROLAS**

Associé, Dechert LLP

**Hervé LÉCUYER,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

**Nicolas RONTCHEVSKY,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université de Strasbourg

**Myriam ROUSSILLE,**

professeur à l'université du Maine, IRJS Sorbonne-Finance

**Bertrand de SAINT MARS,**

délégué général adjoint de l'AMAFI

**Thierry SAMIN,**chargé d'enseignement à l'université Panthéon-Assas (Paris 2) et Paris V (René Descartes),  
responsable de la réglementation bancaire et financière, direction des affaires juridiques, Société Générale**Dominique SCHMIDT,**

agrégé des facultés de droit, avocat à la cour

**Stéphane TORCK,**

agrégé des facultés de droit, professeur à l'université Panthéon-Assas (Paris 2)

---

**Directeur de la publication** Emmanuelle FILIBERTI**Rédactrice en chef** Marija DIMITRIJEVIC

Revue éditée par Lextenso éditions SA

70, rue du Gouverneur Général Félix Éboué – 92131 Issy-les-Moulineaux Cedex

Dépôt légal : à parution • N° CPPAP : 0417T 82651 • ISSN 1638-9468

Imprimé en France • Imprimerie Chirat • 744, rue de Sainte-Colombe - 42540 Saint-Just-la-Pendue

Abonnement : Tél. 01 40 93 40 40 • abonnements@lextenso.fr

Abonnement France 2016 : 410 € HT - Abonnement étranger 2016 : 451 € HT

Prix au numéro France : 46 € HT - Prix au numéro étranger : 51 €

Le Bulletin Joly Bourse peut désormais être cité de la manière suivante : BJB janv. 2014, n° 110y1, p. 3.

---

### ACTUALITÉ

PAGE 402

### AUTORITÉS DE SUPERVISION

**116f9** **Notion d'intermédiaire en biens divers : le Conseil d'État valide la politique répressive**  
**116g0** **du régulateur**

PAGE 403

Suzanne von COESTER et Thomas PERROUD

CE, 6<sup>e</sup> et 1<sup>er</sup> ch. réunies, 27 juill. 2016, n<sup>os</sup> 381019, 381034, 381065, 383002, 383261 et 387583, M. D. et a. *L'arrêt du Conseil du d'État 27 juillet 2016 vient donner un éclairage sur le champ des personnes susceptibles de se voir qualifier d'intermédiaire en biens divers. Il met ainsi en évidence la spécificité de cette profession réglementée, dont tout porte à croire qu'il n'est pas aisé de savoir si l'on en fait réellement partie. L'arrêt apporte en outre certaines précisions intéressantes concernant le régime des sanctions administratives.*

### ABUS DE MARCHÉ

**114r5** **L'algorithme fou**

PAGE 410

François BARRIÈRE

AMF sanct., 8 juill. 2016, Getco Europe Ltd

*Le trading à haute fréquence suscite de multiples questions et inquiétudes, intégrité du marché notamment. La commission des sanctions de l'AMF s'est prononcée sur le cas d'un algorithme se répondant à lui-même, le cas de « l'algorithme fou » et de la possible manipulation de cours en résultant. Cette décision est importante car elle est la première à expliciter ce phénomène, même si la motivation aurait pu être plus détaillée. Elle illustre la volonté de la commission des sanctions de traiter ce phénomène, que législateur, régulateur et entreprises de marché n'ont que peu encadré.*

### INFORMATION DU PUBLIC

**116f5** **Affaire *Faurecia* : à grands pouvoirs, grandes responsabilités**

PAGE 414

Rémi LORRAIN et Matthieu BROCHIER

CA Paris, 5-7, 30 juin 2016, n° 2015/04219

*Par un arrêt du 30 juin 2016, la cour d'appel a rappelé aux émetteurs l'exigence de qualité et d'accessibilité de l'information qu'ils diffusent, et à la commission des sanctions de l'AMF la nécessaire motivation et proportionnalité de ses décisions de sanction.*

### PRESTATAIRES

**116f7** **L'ESMA et la sanction de Fitch : brèves réflexions sur les pouvoirs de surveillance de l'Autorité européenne des marchés financiers**

PAGE 423

Anastasia SOTIROPOULOU

ESMA, 21 juill. 2016, Fitch ratings limited

*Le 21 juillet 2016, l'ESMA a infligé une amende de 1 380 000 euros à l'agence de notation Fitch, pour avoir commis par négligence une série de violations du règlement européen sur les agences de notation de crédit. Si les pouvoirs de sanction de l'ESMA sont toujours soumis à un contrôle judiciaire, tel n'est pas le cas en revanche des pouvoirs d'inspection exercés aux fins d'identifier les manquements sanctionnés. Pour ces derniers, le cadre juridique européen laisse place à des incohérences et à l'arbitrage réglementaire.*

## GESTION D'ACTIFS ET TITRISATION

### **114r6** L'ESMA et l'AMF apportent des précisions sur les politiques de rémunération des sociétés de gestion d'OPCVM

PAGE 428

Michel STORCK

ESMA, Final report Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD, 31 mars 2016, ESMA/2016/411 – AMF, Directive OPCVM V - Guide « sociétés de gestion », juill. 2016  
*L'AMF met à jour le guide « sociétés de gestion » pour intégrer les orientations publiées le 31 mars 2016 par l'ESMA relatives aux politiques de rémunération et au principe de proportionnalité applicables aux sociétés de gestion d'OPCVM.*

### **116f6** Le dirigeant effectif d'une société de gestion de portefeuille face à ses obligations

PAGE 430

Isabelle RIASSETTO

AMF sanct., 1<sup>re</sup> sect., 18 juill. 2016, Société Sunny Asset Management et M. J.-Y. G.

*Les sociétés de gestion de portefeuille doivent être dirigées effectivement par deux personnes afin de garantir une gestion saine et prudente. La direction effective suppose une réelle implication du second dirigeant dans la gestion opérationnelle de sa société, ne se réduisant pas aux fonctions d'un président de conseil d'administration au sens du droit des sociétés.*

## OPÉRATIONS FINANCIÈRES

### **116f8** Guider l'investisseur dans le paysage (parfois nébuleux) du financement participatif

PAGE 434

Jean-Marc MOULIN

AMF/ACPR, Guide d'information sur le cadre applicable au financement participatif, 26 août 2016

*Le guide d'information relatif au financement participatif élaboré conjointement par l'AMF et l'ACPR constitue un formidable outil pédagogique pour tous ceux qui souhaitent participer à quelque titre que ce soit à cette forme émergente du financement de projets.*

## CONFORMITÉ ET BLANCHIMENT DES CAPITAUX

### **114r9** Les actions juridiques et réglementaires à l'épreuve des risques cartographiés par l'AMF

PAGE 440

Martine SAMUELIAN

AMF, Cartographie 2015 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, juill. 2016

*La cartographie des risques pour l'année 2016 publiée cet été par l'AMF a été marquée par les résultats du référendum pour la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne, le Brexit, créant un climat d'incertitude sans précédent. Ce risque nouveau conduit l'AMF à revoir à la hausse, dans son analyse cartographique, les risques attachés à l'organisation des marchés ; il en est de même, en raison des taux historiquement bas, de ceux liés à l'endettement excessif et au risque de crédit.*

*De nombreuses actions juridiques et réglementaires en cours répondent à ces risques mais peuvent également en susciter de nouveaux à leur tour.*

*La recherche de rendement de la part des investisseurs est également l'occasion de rappeler le devoir de conseil et d'information pesant sur les intermédiaires.*

*En dernier lieu, le Brexit constitue un signal d'instabilité, y compris juridique, qui obligerait à une révision de l'organisation des marchés en fonction des modalités de séparation entre le Royaume-Uni et l'Union européenne, au risque de lui appliquer le régime du pays tiers.*

## GOVERNANCE DES SOCIÉTÉS COTÉES

### **114r7** Le dégorgeement de la loi *Sarbanes-Oxley*: l'arrêt *SEC c/ Jensen* du 31 août 2016

PAGE 444

Pierre F. de RAVEL D'ESCLAPON

Court of Appeals, 9<sup>th</sup> circuit, n° 14-55221, 31 août 2016, U.S. SEC v./ L. Jensen

*La loi Sarbanes-Oxley du 30 juillet 2002 a introduit par son article 304 la notion de dégorgeement – « clawback » – des bonus et autres rémunérations incitatives reçues par les directeurs généraux – CEO – et les directeurs financiers lorsque leur société doit réviser ses comptes en raison de mauvaise gestion (« misconduct »). Pour la première fois, une cour d'appel fédérale vient de décider si les cadres devant dégorger leur rémunération doivent avoir été personnellement impliqués dans cette mauvaise gestion.*

## DOCTRINE

### **114r8** *Whistleblowing*: premier encadrement réglementaire au Canada

PAGE 446

Ivan TCHOTOURIAN

*Devenu un instrument de gouvernance auquel les États s'intéressent de plus en plus, le whistleblowing a fait récemment son entrée dans la réglementation canadienne. Alors que jusqu'à présent le Canada prêtait peu d'attention à la dénonciation (si ce n'est une reconnaissance timide dans le Règlement 52-110 et l'Instruction générale 58-201), les commissions des valeurs mobilières de l'Ontario et du Québec viennent de modifier leur approche et d'instaurer leurs premiers programmes de dénonciation. Cet éclairage présente les éléments essentiels de ces programmes en les mettant en perspective avec l'encadrement états-unien résultant de la loi Dodd-Frank.*

## Table chronologique des sources commentées

<b>2016</b>		Management et M. J.-Y. G. ....p. 430	116f6
<b>MARS</b>		ESMA, 21 juill. 2016, Fitch ratings limited.....p. 423	116f7
ESMA, Final report Guidelines on sound remuneration policies under the UCITS Directive and AIFMD, 31 mars 2016, ESMA/2016/411 .....p. 428		CE, 6 <sup>e</sup> et 1 <sup>re</sup> ch. réunies, 27 juill. 2016, n <sup>os</sup> 381019, 381034, 381065, 383002, 383261 et 387583, M. D. et a. ....p. 403	116f9 ; 116g0
<b>JUIN</b>		<b>AOÛT</b>	
CA Paris, 5-7, 30 juin 2016, n <sup>o</sup> 2015/04219.....p. 414		AMF/ACPR, Guide d'information sur le cadre applicable au financement participatif, 26 août 2016.....p. 434	116f8
<b>JUILLET</b>		Court of Appeals, 9 <sup>th</sup> circuit, n <sup>o</sup> 14-55221, 31 août 2016, U.S. SEC v./ L. Jensen.....p. 444	114r7
AMF, Directive <i>OPCVM V</i> - Guide « sociétés de gestion », juill. 2016.....p. 428		<b>SEPTEMBRE</b>	
AMF, Cartographie 2015 des risques et tendances sur les marchés financiers et pour l'épargne, juill. 2016.....p. 440		AMF, commun. 12 sept. 2016.....p. 402	116g2
AMF sanct., 8 juill. 2016, Getco Europe Ltd .....p. 410		CCSE, avis 13 sept. 2016.....p. 402	116g3
AMF sanct., 1 <sup>re</sup> sect., 18 juill. 2016, Société Sunny Asset		A., 14 sept. 2016 : JO 23 sept. 2016 .....p. 402	116g1
		AMF, commun. 19 sept. 2016.....p. 402	116g4

Un encart *Pack Lextenso Droit boursier et financier* est joint au présent numéro.

Pour soumettre un article au comité de rédaction, merci d'adresser votre fichier à l'adresse suivante :  
[marija.dimitrijevic@lextenso.fr](mailto:marija.dimitrijevic@lextenso.fr)