

mis en cause auraient été irrémédiablement compromis par le fait que la charte de l'enquête indique qu'il est attendu des personnes sollicitées qu'elles « *répondent aux questions posées par les enquêteurs avec loyauté* » et « *s'efforcent de fournir des réponses complètes et précises* ». La Commission des sanctions a justifié sa décision notamment par le fait que la section de la charte relative aux auditions ne mentionne pas d'obligation de répondre et rappelle le droit d'être assisté du conseil de son choix. Outre que l'absence généralisée de notification du droit de se taire lors d'auditions réalisées durant la phase d'enquête est à notre sens contestable pour les raisons évoquées supra<sup>1</sup>, on observera que, dans sa décision du 21 mars 2025, le Conseil constitutionnel note l'importance de s'assurer de la loyauté de l'enquête. Or, on peut légitimement s'interroger sur le caractère loyal d'une communication, fût-elle « *à vocation informative, dépourvu de valeur normative* » qui pourrait induire en erreur la personne sollicitée au cours de l'enquête sur l'étendue de ses droits fondamentaux.

25. Cela pose d'ailleurs la question, plus essentielle encore,

1 V. en ce sens §§20 et suiv.

de l'étendue de ces droits : la personne sollicitée au cours de l'enquête dispose-t-elle du droit de se taire ? A cet égard, il convient de noter que la décision du Conseil constitutionnel du 21 mars 2025 tranche seulement la question de la nécessité ou non de notifier ce droit, et non celle de l'application ou non de ce droit. La réponse pourrait sembler évidente au regard du caractère fondamental du droit de se taire. Pourtant, son articulation avec le manquement d'entrave<sup>2</sup> et avec l'obligation pour les personnes contrôlées d'apporter leur concours avec diligence et loyauté<sup>3</sup> demeure incertaine<sup>4</sup>. Ainsi, en rejetant l'obligation de notification du droit de se taire à l'occasion des visites domiciliaires, et plus généralement durant la phase d'enquête, le Conseil constitutionnel a non seulement consacré le risque d'une mauvaise information des justiciables sur leurs droits, mais il a surtout manqué une occasion de lever le doute sur l'étendue de ce droit durant les différentes phases de la procédure devant l'AMF. ■

2 Art. L. 621-15 II h CMF.

3 Art. 143-3 RG AMF.

4 Maxime Galland, « AMF : enquêtes, contrôles et sanctions », Encyclopédie Bourse, Lextenso, 24 juill. 2025, §048.

## Chronique

# Actualités procédurales devant l'AMF : développements récents sur le droit de se taire et la compétence

## Deuxième partie - Compétence de l'AMF : des confirmations et des questions

Auteur(s)



**Arnaud Raynouard**

Professeur à l'Université Paris Dauphine-PSL

Deux décisions, émanant des deux ordres de juridiction, toutes deux rendues au premier semestre 2025, apportent des précisions relativement, notamment, à la compétence territoriale de l'AMF. Il est frappant que, sur plusieurs points, les solutions retenues sont identiques : en matière de compétence territoriale étendue, en matière d'imputabilité notamment. Que l'on en juge par l'analyse séparée de chacune des décisions.

*Cass. com., 12 mars 2025, pourvoi n° 23-20.432, FS-B*

Par un arrêt publié au Bulletin en date du 12 mars 2025<sup>1</sup>, la chambre commerciale, financière et économique de la Cour de cassation rejette le pourvoi formé contre un arrêt de la cour d'appel de Paris du 29 juin 2023, ayant lui-même entériné une sanction prononcée par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'encontre d'une société allemande et de son dirigeant. La décision, rendue en formation de section confirme et valide fermement la compétence extraterritoriale de l'AMF pour connaître de manipulations de cours réalisées à l'étranger dès lors que celles-ci affectent des instruments négociés sur un marché français, en

1 JCP (E) 2026, chron. 1123, Marchés financiers, n° 14, C. Adelbrecht-Vignes ; RDBF 2025, n° 2, comm. 49, P. Pailler ; Bull. Joly Bourse 2025, n° 5, p. 14, F. Barrière ; RSC 2025, n° 2, p. 396, J-M Brigant et A. Bellezza ; Rev. Banque et droit 2025, n° 221, J. Prorok ; JCP (G) 2025, doctr. 1119, n° 5, obs. F. Blanc ; Rev. sociétés 2025, p. 482, note N. Ida ; JCP (G) 2025, n° 41, doctr. 1149, n° 6, G. Bourdeaux.

recourant à la notion d'« instrument financier lié ». Au-delà, l'arrêt comporte trois autres apports, relatifs à la présomption d'innocence, à l'articulation avec le règlement européen sur les abus de marché (règlement MAR) et à l'imputabilité personnelle du dirigeant.

## I. Les faits de l'espèce, la procédure et les questions de droit

### A. Les faits et la procédure

Au cours de l'année 2015, la société de droit allemand Global Derivative Trading GmbH (ci-après « GDT »), dirigée par son fondateur et gérant unique, a émis sur le marché Eurex — marché réglementé allemand de produits dérivés — des ordres portant sur des contrats à terme standardisés de taux d'intérêt (*futures*). Ces *futures* avaient pour sous-jacent des obligations assimilables du Trésor (OAT), soit des obligations souveraines françaises admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris et sur le système multilatéral de négociation MTS France, tous deux supervisés par l'AMF.

À l'issue d'une enquête diligentée sur le marché du *future Euro OAT* et du *future Mid-Term Euro OAT* à compter du 1er janvier 2015, le collège de l'AMF a, par décision du 20 décembre 2019, notifié des griefs à la société GDT et à son dirigeant. Deux manquements étaient visés, commis entre le 1er juillet et le 13 octobre 2015 : d'une part, le passage d'ordres susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours des *futures* ayant pour sous-jacent des OAT (FOAT), en méconnaissance de l'article 631-1, 1<sup>o</sup>, a), du règlement général de l'AMF (RG AMF) ; d'autre part, l'obtention d'une position dominante dans le carnet d'ordres du FOAT, ayant eu pour effet la création de conditions de transaction inéquitable, au sens de l'article 631-1, 2<sup>o</sup>, a), du même règlement.

Par une décision n° 9 du 28 mai 2021, la commission des sanctions de l'AMF s'est déclarée compétente, a retenu la matérialité des manquements et a prononcé, à l'encontre de la société comme à l'encontre de son dirigeant, une sanction pécuniaire de 1,2 million d'euros pour chacun. La cour d'appel de Paris, par arrêt du 29 juin 2023, a rejeté le recours en annulation. La société et son dirigeant se sont alors pourvus en cassation.

### B. Les questions de droit

Le pourvoi articulait quatre moyens.

1. La notification de griefs, lorsqu'elle est rédigée au présent de l'indicatif et tient pour établis les faits qu'elle décrit, porte-t-elle atteinte à la présomption d'innocence garantie par l'article 6, § 2, de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales (CESDH) ?
2. La compétence *ratione loci* de l'AMF en matière de ma-

nipulation de cours s'étend-elle aux opérations réalisées à l'étranger, dès lors qu'elles portent, indirectement, par l'intermédiaire d'un « instrument financier lié », sur des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation (SMN) français ?

3. La notion d'« instrument financier lié », au sens de l'article L. 621-15, II, c), du code monétaire et financier (CMF), dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2014-158 du 22 février 2014, englobe-t-elle des instruments eux-mêmes cotés sur un marché réglementé étranger, ou se limite-t-elle aux produits dérivés non cotés ?
4. L'article 22 du règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement MAR), qui confie à chaque autorité nationale, unique, compétence pour la supervision des « actions réalisées à l'étranger se rapportant à » des instruments cotés sur son territoire, fait-il obstacle à la compétence extraterritoriale ainsi reconnue par l'AMF ? Est-il, au demeurant, applicable aux poursuites engagées pour des faits antérieurs à son entrée en vigueur le 3 juillet 2016 ?
5. Enfin, le dirigeant d'une personne morale peut-il être sanctionné à titre personnel pour des actes de manipulation réalisés au nom et pour le compte de cette dernière, en l'absence de texte prévoyant expressément une telle imputation ?

## II. La réponse de la Cour

La chambre commerciale rejette l'ensemble des moyens — le deuxième en sa première branche étant écarté par voie de non-admission spécialement motivée en application de l'article 1014, alinéa 2, du code de procédure civile.

Un premier point, qui ne sera pas développé, est que la notification de griefs, quand bien même rédigé à l'indicatif, ne porte pas atteinte à la présomption d'innocence. La solution est peu contestable, et constante<sup>2</sup> : elle repose sur la distinction fonctionnelle entre l'organe de poursuite — la commission spécialisée du collège — et l'organe de jugement — la commission des sanctions —, amenant la Cour de cassation à refuser tout recours autonome contre la notification de griefs ou la décision du collège de la notifier. En pratique, le choix du mode grammatical de la notification est indifférent, quand bien même serait-il malheureux, dès lors que la fonction de cet acte reste exclusivement accusatoire.

En revanche, la compétence extraterritoriale de l'AMF fondée sur la notion d'instrument financier lié (A) et l'imputabilité (C) appellent quelques développements.

### A. La compétence extraterritoriale de l'AMF, fondée sur la notion d'instrument financier lié

<sup>2</sup> V. not. Cass. com., 16 déc. 2020, n° 19-21.091 : Dr. sociétés 2021, comm. 37, note O. de Baillicourt ; Rev. sociétés 2021, p. 589, note P. Pailler ; Dr. pén., 2021, comm. 32, obs. J.-H. Robert ; 14 avr. 2021, n° 20-12.599 : v. Banque & Droit, n° 197, p. 37, note A.-C. Rouaud, commentant les deux décisions.

Pour conforter la compétence *ratione loci* de l'AMF, la Cour procède à une lecture combinée de l'article L. 621-15, II, c), du CMF, dans sa rédaction issue de l'ordonnance n° 2014-158 du 22 février 2014, et des articles 611-1, 3°, et 631-1 du règlement général de l'AMF, dans leur rédaction applicable aux faits. Elle énonce que l'article 631-1 du RG AMF, qui définit et prohibe les manipulations de cours, « s'applique aux opérations réalisées sur le territoire français ou à l'étranger et portant, soit directement, soit indirectement, par des interventions sur des instruments financiers qui leur sont liés, sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé français ou sur un système multilatéral de négociation français » (point 13).

La justification de cette interprétation est double. D'une part, elle découle directement de la lettre de l'article L. 621-15, II, c), du CMF, qui habilite la commission des sanctions à sanctionner « toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée à une manipulation de cours » portant sur un instrument lié à un instrument négocié sur un marché ou un SMN français. D'autre part, elle s'impose en vertu de la hiérarchie des normes : toute autre lecture de l'article 611-1, 3°, du RG AMF « reviendrait [...] à ce qu'une disposition réglementaire prive de portée les dispositions de nature législative de l'article L. 621-15, II, c) » (point 14). Le critère de rattachement territorial classique — lieu de commission de l'acte — est ainsi complété par un critère fondé sur le marché de négociation du sous-jacent.

Les demandeurs soutenaient que la notion d'instrument financier lié devait être restreinte aux produits dérivés non cotés, à l'exclusion des instruments cotés sur un marché réglementé d'un autre État membre. La chambre commerciale écarte cette lecture restrictive, soulignant que le c) de l'article L. 621-15, II, du CMF « n'introduit aucune restriction quant aux instruments financiers liés pouvant faire l'objet d'actes de manipulation de cours », de sorte que la compétence de la commission des sanctions s'étend aux actes de manipulation concernant de tels instruments, « que cet instrument financier lié soit, ou non, admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation étrangers » (point 17).

L'interprétation repose sur l'adage *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*, et trouve un appui supplémentaire dans la genèse de la notion, introduite par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière, dont les travaux préparatoires ont clairement manifesté la volonté du législateur d'appréhender de façon large le lien — juridique ou économique — susceptible d'unir deux instruments financiers, afin d'englober l'ensemble des dérivés quel que soit leur sous-jacent. Certes, cela consacre une notion extensive d'instrument financier lié, mais en l'espèce, le lien indiscutable entre les *futures* négociés sur Eurex et les OAT cotées en France était d'ordre économique, des interventions sur les premiers étant évidemment de nature à influencer sur le cours des secondes.

## B. L'inapplicabilité du règlement MAR et le refus de renvoi préjudiciel

Les demandeurs tentaient de se prévaloir de l'article 22 du règlement MAR, en soutenant qu'il s'appliquait aux poursuites engagées postérieurement à son entrée en vigueur le 3 juillet 2016, même pour des faits antérieurs, et qu'il excluait la compétence extraterritoriale de l'AMF telle que reconnue en l'espèce.

La Cour de cassation oppose à cet argument un raisonnement fondé sur l'application de la loi dans le temps : les poursuites étant fondées sur l'article 631-1 du RG AMF dans sa rédaction applicable aux faits, et les dispositions substantielle du règlement MAR — dont on soulignera qu'elles ne sont pas moins sévères que celles du RGAMF — ne pouvant faire l'objet d'une application rétroactive, il en résulte que l'article 22 du règlement, en ce qu'il désigne une autorité nationale unique compétente pour veiller à l'application des dispositions substantielles du texte, ne peut utilement être invoqué pour contester la compétence de l'AMF (points 20-22). La Cour refuse en outre, « en l'absence de doute quant à l'interprétation » du texte, de saisir la Cour de justice de l'Union européenne des questions préjudicielles proposées.

## C. L'imputabilité personnelle du dirigeant

Enfin, au titre de l'article L. 621-15, II, du CMF et des articles 611-1 et 631-1 du RGAMF alors applicables, la Cour énonce le principe selon lequel « une sanction pécuniaire peut être prononcée à l'encontre de toute personne, physique ou morale, s'étant livrée ou ayant tenté de se livrer à une manipulation de cours » (point 25).

Sur ce fondement, et sans qu'il soit besoin d'un mécanisme spécifique d'imputation au représentant, la cour d'appel a pu déduire la responsabilité personnelle du gérant de constatations de faits explicites : fondateur et gérant unique de GDT, qui n'emploie aucun salarié, il avait « décidé et mis en œuvre les interventions litigieuses » et reconnu être « personnellement responsable de tous les ordres » ainsi que « surveill[er] lui-même les risques économiques » et « les risques de conformité ». La commission de l'infraction par la personne physique elle-même, établie en fait, justifie sa sanction, qui s'ajoute alors à celle infligée à la société.

## III. Appréciations

L'arrêt, rendu en formation de section et publié au Bulletin, consacre une construction prétorienne mise en œuvre par la Commission des sanctions et par la Cour d'appel de Paris.

### A. Une extension assumée du périmètre répressif du régulateur français

En premier lieu, la décision confirme l'emprise territoriale de l'AMF sur des manipulations orchestrées depuis l'étranger. Dans un environnement de marchés hautement interconnec-

tés, la sophistication des stratégies de manipulation passe souvent par l'intermédiaire de produits dérivés négociés sur une place étrangère, dont l'exécution déplace l'effet sur le cours du sous-jacent français. L'affaire illustre parfaitement : la manipulation des *futures* sur Eurex avait pour finalité et pour effet d'altérer le cours des OAT négociées sur Euronext Paris et MTS France. En refusant de scinder l'action de manipulation de son effet, la Cour permet au régulateur national d'atteindre des comportements qui lui échapperaient à retenir un critère strict de territorialité de l'acte.

En ce sens, et la solution n'est pas nouvelle<sup>3</sup>, « peu importe que l'opération elle-même n'implique pas un instrument financier admis à la négociation sur un marché français, si le sous-jacent est admis à la négociation sur un marché français, l'infraction est susceptible d'être constituée »<sup>4</sup>.

En deuxième lieu, l'arrêt valide une acception large de la notion d'instrument financier lié, qui couvre aussi bien les dérivés non cotés — lesquels constituaient la cible première de la loi du 22 octobre 2010 dans le prolongement des enseignements de la crise des *subprimes* — que les instruments cotés sur un marché réglementé d'un autre État membre. Cette approche, déjà mise en œuvre par la commission des sanctions (not. décision Morgan Stanley du 4 décembre 2019) et relayée, dans sa dimension substantielle, par l'article L. 621-15, II, c), du CMF dans sa rédaction issue de la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 (qui fait expressément état du cours ou de la valeur dépendante), se trouve désormais adoubee par la plus haute juridiction.

En troisième lieu, la reconnaissance de la responsabilité personnelle du dirigeant rappelle que, même en l'absence de mécanisme d'imputation exprès à l'agent de la personne morale, le droit financier des abus de marché repose sur un principe de responsabilité personnelle : se trouve sanctionné celui qui a matériellement œuvré à la manipulation, dès lors que les faits l'établissent. La configuration de GDT — structure à gérant unique, dépourvue de salarié — rendait en l'espèce la solution particulièrement évidente ; mais la formulation générale du point 25 de l'arrêt dépasse le cas d'espèce et fournit une assise à la pratique de cumul des sanctions à l'encontre de la personne morale et de sa direction exécutive.

Pour les acteurs du marché, la portée pratique est considérable. Les intervenants étrangers opérant sur des instruments liés à des sous-jacents négociés en France, notamment sur la dette souveraine française, doivent intégrer dans leur cartographie des risques la compétence répressive de l'AMF, et ce, pour des faits commis antérieurement comme postérieurement à l'entrée en vigueur du règlement MAR.

## B. Points laissés en suspens

Sur le plan conceptuel, plusieurs enseignements peuvent être

<sup>3</sup> AMF, déc. n° 11, 24 octobre 2018.

<sup>4</sup> Augustin Gridel, *Marchés et instruments financiers en droit international privé*, Bruylant, coll. Thèses, 2023, n° 530, p. 587.

tirés de l'arrêt. D'abord, il illustre avec netteté la combinaison, dans l'assise de la compétence *ratione loci* du régulateur, de deux critères distincts : la territorialité de l'acte et la localisation du marché du sous-jacent. La notion d'instrument financier lié joue le rôle d'un véritable facteur de connexion, détachant la compétence de l'AMF du lieu de commission au profit du lieu du marché ultimement affecté. La décision révèle ainsi une conception finaliste de la régulation : c'est l'intégrité du marché supervisé qui commande l'action du régulateur, plutôt que la stricte géographie de l'opération. Cela ne surprendra personne.

Ensuite, l'arrêt confirme la vigueur de la hiérarchie des normes au sein du droit financier : la portée de la loi ne saurait être amputée par l'interprétation d'une disposition réglementaire, fût-elle d'initiative de l'autorité elle-même. Le point 14 de l'arrêt, par sa tournure prescriptive, apparente la solution à une méthode d'interprétation conforme mise au service de l'effet utile de la loi.

Un point demeure toutefois en surplomb. La Cour a écarté l'argument tiré de l'article 22 du règlement MAR par une motivation d'opportunité temporelle — l'inapplicabilité rétroactive des dispositions substantielles — sans se prononcer, au fond, sur la compatibilité d'un critère de compétence extraterritoriale fondé sur la notion d'instrument lié avec la répartition de compétences instaurée par ce texte. La question se posera à nouveau, et inévitablement, pour des faits postérieurs au 3 juillet 2016. Il est toutefois permis de penser que la solution perdurera : la formulation de l'article 22 (« actions réalisées à l'étranger se rapportant à » des instruments cotés sur le territoire de l'autorité) est elle-même souple, et l'article 25, § 5, du règlement organise explicitement la coopération entre autorités en cas de chevauchement de compétences, afin d'éviter les doubles poursuites. En l'espèce, la BaFin avait d'ailleurs été associée à la phase d'investigation, ce qui a neutralisé tout risque de cumul de sanctions. Dans un droit des marchés axé sur la coopération et l'effet utile, la recherche d'une compétence exclusive et strictement territoriale paraît peu réaliste.

Reste enfin la dimension probatoire : la responsabilité personnelle du dirigeant suppose la démonstration, en fait, d'une commission personnelle du manquement. Si l'existence d'une structure atypique — société unipersonnelle, absence de salarié, reconnaissance expresse de la responsabilité des ordres — a rendu ici la démonstration aisée, la transposition de la solution à des architectures plus complexes, notamment celles des sociétés d'investissement dotées d'équipes de trading, obligera à un examen circonstancié du rôle individuel de chaque dirigeant ou opérateur matériel.

## C. Conclusion

L'arrêt du 12 mars 2025 affirme, avec netteté, la vocation de l'AMF à veiller à l'intégrité des marchés français en quelque lieu que s'exerce la manipulation. Il s'agit là d'une solution cohérente avec l'économie générale du droit des abus de marché, laquelle dépasse désormais la simple coexistence d'auto-

rités nationales pour tendre vers un maillage coopératif, sous la vigie de l'Autorité européenne des marchés financiers. La décision, en consacrant une conception large de la notion d'instrument financier lié comme véritable titre de compétence, apporte aux pratiques transfrontières une sécurité juridique bienvenue et rappelle aux opérateurs, quelle que soit leur localisation, qu'intermédiaire une manipulation par un dérivé étranger ne saurait suffire à échapper au regard du régulateur national du sous-jacent.

*Conseil d'État, 6e et 5e ch. réunies, 13 juin 2025, Société H2O AM LLP, n° 471548 (jonction n° 471744)*

Par un arrêt de section rendu le 13 juin 2025, mentionné aux tables du recueil Lebon, les 6e et 5e chambres réunies du Conseil d'État ont rejeté les recours pour excès de pouvoir formés contre la décision de la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) du 30 décembre 2022 ayant infligé à la société de gestion britannique H2O AM LLP et à deux de ses principaux dirigeants des sanctions pécuniaires d'un montant total, sans précédent en droit français, de 93 millions d'euros. L'intérêt de la décision, qui s'inscrit dans le sillage des affaires ouvertes par l'enquête de l'AMF sur l'investissement des fonds H2O dans les titres de créance du groupe Tenor, tient à la combinaison des questions tranchées : compétence transfrontalière de l'AMF à la suite du Brexit, articulation entre régulateurs européens, garanties procédurales tirées du droit au silence, conformité aux règles prudentielles des OPCVM et, surtout, imputation aux personnes physiques agissant pour le compte d'une société de gestion étrangère des manquements de cette dernière.

Il convient de présenter successivement les faits et les questions de droit soulevés (I), la réponse par le Conseil d'État (II) avant quelques éléments d'appréciation de cette décision (III).

## I. Les faits de l'espèce, la procédure et les questions de droit

### A. Le contexte factuel : l'investissement contesté des fonds H2O dans les titres Tenor

La société H2O AM LLP, société de gestion de portefeuille de droit britannique constituée en 2010 et agréée par la *Financial Services Authority (FSA)*, devenue la *Financial Services Authority (FCA)* en 2013, gère, dans le cadre de la libre prestation de services, huit organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) de droit français constitués sous la forme de fonds communs de placement. En octobre 2019, ces fonds représentaient 14,98 milliards d'euros d'encours, soit 77,6 % du total des actifs gérés par la société. Entre le 1er juin 2016 et le 16 janvier 2020, H2O a réalisé, pour le compte de sept de ses huit OPCVM, 1 262 opérations portant sur quatorze titres de créance émis par des entités appartenant au groupe Tenor, dirigé par l'homme d'affaires allemand Lars Windhorst — titres non cotés, peu liquides et dont la qualité était discutée.

La publication, le 18 juin 2019, d'un article du *Financial Times* mettant en cause la soutenabilité de ces investissements a déclenché une vague de rachats d'environ 7,5 milliards d'euros en moins de dix jours, obligeant H2O à céder ses actifs les plus liquides pour y répondre. Le 28 août 2020, pour partie à la demande de l'AMF, les souscriptions et rachats des fonds ont été suspendus ; en septembre 2020, les titres Tenor ont été regroupés dans des fonds « cantonnés » fermés pour une durée indéterminée. À compter du 31 décembre 2020, date du retrait effectif du Royaume-Uni de l'Union européenne, la filiale parisienne H2O AM Europe s'est substituée à la société-mère britannique comme société de gestion des OPCVM français.

À l'issue d'un contrôle ouvert le 25 novembre 2019, le collège de l'AMF a notifié le 26 octobre 2021 plusieurs griefs tirés du non-respect des règles relatives à la liquidité, aux objectifs d'investissement, à la valorisation, au ratio d'investissement et aux opérations de *buy and sell back*. Par une décision du 30 décembre 2022, la commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 93 millions d'euros (montant inédit) : 75 millions d'euros assortie d'un blâme à l'encontre de H2O AM LLP ; 15 millions d'euros assortie d'une interdiction d'exercer pendant cinq ans à l'encontre du directeur général ; 3 millions d'euros assortie d'un blâme à l'encontre du directeur des investissements.

La société et ses dirigeants ont saisi le Conseil d'État d'un recours en annulation contre cette décision, au terme duquel une QPC portant sur les articles L. 621-9 et L. 621-15 du code monétaire et financier avait déjà été écartée comme dépourvue de caractère sérieux (CE, 7 août 2023, n° 471744).

## B. Les questions de droit

Les requêtes conjointes de la société et de ses dirigeants posaient, en substance, cinq questions :

1. En premier lieu, la commission des sanctions de l'AMF était-elle compétente pour sanctionner une société de gestion britannique et ses dirigeants, alors que, d'une part, la directive 2009/65/CE (OPCVM) attribue en principe à l'autorité de l'État d'origine la surveillance prudentielle de la société de gestion et que, d'autre part, le Royaume-Uni était sorti de l'Union européenne à la date de la décision ? L'existence d'une compétence concurrente de la FCA ne privait-elle pas, par ailleurs, l'AMF de tout pouvoir de sanction ?
2. En deuxième lieu, la procédure suivie devant la commission des sanctions était-elle régulière, s'agissant notamment de la composition de cette commission (participation d'un magistrat siégeant également au Conseil supérieur de la magistrature) et du respect du droit au silence lors des contrôles préalables à la notification des griefs ?
3. En troisième lieu, les griefs tirés du non-respect des

règles prudentielles applicables aux OPCVM (articles L. 214-8, R. 214-9, R. 214-15, R. 214-18, R. 214-21 et R. 214-26 du code monétaire et financier) étaient-ils caractérisés, alors que la société requérante invoquait le caractère imprévisible de la crise de liquidité née en juin 2019 et aggravée par la pandémie de Covid-19 ?

4. En quatrième lieu — et c'est sans doute la question la plus innovante — les manquements commis par une société de gestion étrangère pouvaient-ils être imputés à ses dirigeants sur le fondement des dispositions combinées du 7° *bis* du II de l'article L. 621-9 et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, alors même que le code ne vise aucune obligation professionnelle pesant personnellement sur ces dirigeants ?
5. En cinquième et dernier lieu, les sanctions infligées étaient-elles proportionnées, au regard notamment de l'offre transactionnelle de 250 millions d'euros présentée en octobre 2024 par H2O aux porteurs de parts et de la décision ultérieure de la FCA de ne pas prononcer elle-même de sanction pécuniaire ?

## II. La réponse du Conseil d'État

Le Conseil d'État rejette les requêtes présentées par H2O, son directeur général et le directeur des investissements, approuvant ainsi intégralement la décision de la commission des sanctions. L'arrêt répond aux cinq points de contestation. On ne s'attardera ici que sur les aspects en liens avec la dimension transfrontalière de l'affaire ou seulement de procédure : la compétence de l'AMF (A), la régularité procédurale de la sanction (B), l'imputation aux dirigeants (C) et la proportionnalité des sanctions pécuniaires (D)<sup>5</sup>.

### A. Le fondement de la compétence de l'AMF : une approche territoriale et temporelle rigoureuse

Le Conseil d'État fonde sa solution sur les dispositions combinées du 7° *bis* du II de l'article L. 621-9 et du a) et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, lues à la lumière de la directive 2009/65/CE. Aux termes du 7° *bis*, l'AMF veille au respect des obligations professionnelles des « sociétés de gestion établies dans un autre État membre de l'Union européenne (...) ayant une succursale ou fournissant des services en France, qui gèrent un ou plusieurs OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE ». Ces dispositions ouvrent corrélativement à la commission des sanctions un pouvoir de sanction à l'encontre aussi bien de la personne morale que des personnes physiques qui agissent pour son compte (considérant 7).

Deux obstacles étaient opposés à la compétence de l'AMF. Le premier, tiré du Brexit, est écarté au double motif que les faits

<sup>5</sup> Pour des développements substantiels sur le bien-fondé des griefs (non-respect des règles d'éligibilité des titres et des règles relatives à la valorisation des titres, dépassement du ratio d'investissement, non-respect des règles d'investissement des opérations de *buy and sell back*) et sur la question de l'imputabilité (entre la société et les deux dirigeants), v. M. Storck, *Affaire H2O : rejet par le Conseil d'État de la demande en annulation de la décision de sanction prise contre la SGP et deux de ses dirigeants*, Bull. Joly Bourse 2025, n° 4, p. 7.

reprochés ont tous été commis avant le 31 décembre 2020, période durant laquelle le Royaume-Uni demeurait membre de l'Union, et que l'accord de retrait du 17 octobre 2019 « n'a eu ni pour objet ni pour effet » de réglementer la compétence résiduelle des autorités d'un État membre pour des procédures administratives relatives à des faits antérieurs (considérents 8 et 9).

Le second obstacle, tiré de la compétence parallèle de la FCA et de l'AMF, au regard de l'article 99 *quater* de la directive OPCVM, qui organise une coopération étroite entre autorités nationales afin d'éviter tout « double emploi ou chevauchement », est écarté avec une fermeté remarquable : cette obligation de coordination n'a ni pour objet, ni pour effet de conférer à une autorité une compétence exclusive qui exclurait toute intervention d'une autre (considérant 10).

Il ne fait aucun doute que l'article 99 *quater* ne pose aucune règle de compétence et, se plaçant exclusivement sur le terrain de la coopération entre autorités de marchés, il indique que les autorités concernées « coordonnent également leurs actions afin d'éviter tout double emploi ou chevauchement lorsqu'elles exercent leurs pouvoirs de surveillance et d'enquête et appliquent des sanctions et mesures administratives dans des affaires transfrontalières ».

Le juge administratif en déduit, par voie de conséquence, qu'aucune question préjudicielle n'a à être posée à la Cour de justice : la réponse aux moyens soulevés ne dépend pas, en l'espèce, d'une interprétation du droit de l'Union (considérant 11). L'arrêt consacre ainsi implicitement ici la théorie de l'acte clair.

### B. La régularité procédurale : composition de la formation et portée du droit de se taire

Sur la composition de la commission, le Conseil d'État écarte successivement les trois griefs dirigés contre la participation de M. C..., magistrat à la Cour de cassation désigné par le premier président puis élu au Conseil supérieur de la magistrature. La haute juridiction juge que l'incompatibilité posée à l'article 6 de la loi organique du 5 février 1994 régit la seule situation des membres du CSM et n'a pas d'incidence sur celle des membres de la commission des sanctions, régie par la loi du 20 janvier 2017 (considérents 15 à 17) ; que la mise à la retraite en cours de mandat d'un magistrat désigné à ce titre ne le prive pas de son siège, le législateur ayant entendu garantir l'indépendance et l'autorité de la commission par la fixité de la durée du mandat (considérant 18) ; et, enfin, que la participation antérieure du même magistrat à une sanction infligée à Natixis, alors société mère de H2O, ne saurait, à elle seule, caractériser un manquement à l'exigence d'impartialité (considérant 19).

Sur le droit de se taire, le Conseil n'innove aucunement, renouvelant sa solution ; on se reportera au commentaire précédant. On se bornera à indiquer qu'il décide que le droit de se taire ne bénéficie pas à la personne entendue lors d'un contrôle ou d'une enquête diligenté sur le fondement de l'ar-

ticle L. 621-9 du code monétaire et financier, s'agissant d'une phase d'investigation. Si la solution est cohérente avec la distinction classique entre enquête et instruction, c'est uniquement dans la mesure où les propos tenus lors de l'enquête ne servent pas de seul fondement à la sanction. Dans un tel cas, la régularité de la procédure pourrait être remise en cause (considérant 24).

### C. L'imputation des manquements aux dirigeants : la clarification d'une responsabilité fondée sur l'implication personnelle

Le considérant le plus novateur est sans conteste le considérant 55, qui articule pour la première fois avec clarté le mécanisme d'imputation des manquements d'une société de gestion étrangère à ses dirigeants. Aux termes de cette formulation de principe :

« Il résulte de la combinaison des dispositions [du 7° bis du II de l'article L. 621-9 et du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier] que la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers peut, après avoir constaté qu'une société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union européenne et gérant en France un ou plusieurs OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE a commis des manquements à ses obligations professionnelles, imputer les mêmes manquements à ses dirigeants, en cette qualité, sauf si les intéressés font valoir des circonstances particulières faisant obstacle à la mise en cause de leur responsabilité de dirigeants. »

Cette construction mérite d'être située dans le paysage jurisprudentiel préexistant. À l'égard des **dirigeants effectifs** d'une société de gestion française — au sens du 4° du II de l'article L. 532-9 du code monétaire et financier, de l'article 321-13 et de l'article 321-35 du règlement général de l'AMF — la commission des sanctions et le Conseil d'État<sup>6</sup> appliquent une **présomption de responsabilité** : dès lors que l'article 321-35 du RGAMF fait reposer sur eux la responsabilité de veiller au respect des obligations professionnelles de la société, les mêmes griefs leur sont automatiquement imputés, sauf à invoquer des circonstances particulières.

La difficulté, en l'espèce, tenait à ce que H2O étant une société britannique soumise à la réglementation de la FCA, l'article 321-35 du RGAMF ne lui était pas opposable. Le fondement traditionnel de l'imputation de plein droit faisait donc défaut. Le Conseil d'État déplace alors l'analyse sur le terrain du b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui autorise la commission à sanctionner « les personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte » d'une société de gestion. Cette imputation obéit à une logique différente : il ne s'agit pas d'une responsabilité de plein droit mais d'une responsabilité subordonnée à la démonstration de ce que la personne physique poursuivie a, à raison de son rôle dans l'organisation de la société, pris part aux faits fautifs.

Ce raisonnement, parfaitement cohérent à la lettre, soulève, dans un contexte transfrontalier, des incertitudes pratiques évidentes en soumettant l'imputabilité à une analyse *in concreto*.

C'est précisément cette exigence d'analyse *in concreto* que le Conseil d'État caractérise de au considérant 57 : les individus mis en cause étaient, « au moment des faits imputés à la société H2O, directeur général [et] directeur des investissements de cette société » et membres du *Executive Committee* ; d'autre part, « ils ont tous deux été, directement et personnellement, à l'origine des décisions d'investissement ayant donné lieu aux manquements en cause ». Ce double constat justifie leur qualification de « personnes agissant pour le compte de la société H2O » au sens du b) du II de l'article L. 621-15, ce qui suffit à fonder l'imputation sans qu'il soit besoin d'établir un manquement spécifique à une obligation professionnelle personnelle — l'argument des requérants tendant à faire prévaloir l'article 313-6 (désormais 321-35) du RGAMF est d'ailleurs écarté comme inopposable.

### D. La proportionnalité des sanctions en contexte transfrontalier

Sur le fondement des III et III *ter* de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, le Conseil d'État apprécie la proportionnalité des sanctions au regard de la gravité et de la durée des manquements, de l'implication personnelle des intéressés, de l'ampleur des faits (une exposition aux titres Tennor d'environ 1,5 milliard d'euros entre mai et juin 2019), du préjudice causé aux porteurs (blocage de l'épargne, suspension des rachats, cantonnement pour durée indéterminée) et de la situation financière des personnes sanctionnées. Il retient, comme la commission, le caractère « délibéré » des manquements, la société H2O ayant acquis les titres en connaissance de leur illiquidité (considérant 61).

Deux précisions méthodologiques importantes méritent d'être soulignées. En premier lieu, « seules les mesures de remédiation prises par la société requérante à la date de la décision contestée peuvent être prises en compte » pour apprécier la proportionnalité (considérant 65 ; v. aussi considérant 60). L'offre transactionnelle de 250 millions d'euros formulée par H2O le 15 octobre 2024 — soit près de deux ans après la décision de la commission — ne peut, en conséquence, minorer le montant de la sanction, même si elle est susceptible d'être mobilisée au stade de la réformation par le juge de plein contentieux, lorsqu'il substitue sa propre décision.

En second lieu, le Conseil d'État refuse de voir dans la décision ultérieure de la FCA (« *Final Notice* » du 2 août 2024) une divergence d'approche entre régulateurs : la FCA a expressément reconnu la gravité des manquements mais a renoncé à une sanction pécuniaire en considération de l'immobilisation, par H2O, des 250 millions d'euros destinés à l'indemnisation. Replacées dans le cadre de l'article 99 *quater* de la directive OPCVM, il y a bel et bien une coordination puisque les deux décisions « se complètent sans se chevau-

<sup>6</sup> CE, 30 déc. 2021, n° 437950 ; CE, 17 févr. 2023, Nestadio Capital, n° 445507

cher »<sup>7</sup>.

### III. Appréciations

#### A. Une décision qui confirme la dimension transfrontalière du pouvoir de sanction de l'AMF

L'arrêt H2O constitue une affirmation forte de la **pluriteritorialité** du droit français de la régulation financière. Le Conseil d'État refuse d'interpréter la directive 2009/65/CE comme une règle de répartition exclusive de compétences entre les autorités de contrôle. L'article 19, qui confie à l'État d'origine le contrôle prudentiel de la société de gestion, et l'article 108, qui permet tant à l'État d'origine qu'à celui de l'OPCVM de prendre des mesures, sont lus ensemble avec l'article 99 *quater* dans une logique de coopération — et non de spécialité. Le critère de rattachement retenu — la domiciliation française des OPCVM gérés — légitime la compétence de l'AMF indépendamment du lieu d'établissement du gestionnaire. La solution prolonge ainsi une logique déjà connue en droit de la concurrence (affaire Intel, CJUE 2017) ou en matière fiscale et protectrice des investisseurs, qui admet la simultanéité des compétences dès lors qu'elle procède de critères de rattachement légitimes.

Sur le plan pratique, la décision apporte sécurise les pouvoirs de l'AMF à l'égard des gestionnaires transfrontaliers, dont l'importance économique croît. Elle a également le mérite de clore définitivement le débat sur les effets du Brexit dans les procédures de sanction en cours : l'accord de retrait étant muet sur ce point, le droit commun s'applique, la date des faits étant le seul critère pertinent. Les gestionnaires britanniques qui, entre 2016 et 2020, ont exercé leur activité en libre prestation de services en France demeurent exposés à des actions de l'AMF pour des années à venir.

#### B. La clarification du régime d'imputation aux dirigeants : une distinction structurante

L'apport le plus significatif de l'arrêt réside dans la distinction qu'il clarifie, entre deux régimes d'imputation. D'un côté, la **responsabilité de plein droit** des dirigeants effectifs d'une société de gestion française, fondée sur l'article 321-35 du RGAMF (anciennement article 313-6) : présomption qui s'applique à la qualité même de dirigeant effectif et qui ne peut être renversée qu'en faisant valoir des circonstances particulières. De l'autre, la **responsabilité pour fait personnel** des personnes « agissant pour le compte » d'une société de gestion, fondée sur le seul b) du II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, qui suppose que soit établie l'implication directe et personnelle de l'intéressé dans les manquements reprochés à la personne morale.

Cette distinction a plusieurs vertus. D'abord, elle évite que l'arrêt H2O ne soit lu comme consacrant une **automaticité de la responsabilité des dirigeants étrangers**. Telle n'est pas

la position du Conseil d'État, qui insiste sur les deux éléments d'imputation — qualité statutaire et implication personnelle — aux considérants 57 et 68. En cela, la solution retenue est plus exigeante que celle qui vaut pour les dirigeants effectifs d'une société française, à l'égard desquels une présomption suffit.

Elle a surtout une conséquence procédurale fondamentale : ne pouvant être des dirigeants effectifs, soumis à une présomption de responsabilité, il faut à l'égard de ces dirigeants « agissant pour le compte » de la SGP une notification des griefs visant leur manquement personnel à leurs obligations professionnelles<sup>8</sup>. On ne peut considérer que les agissements relevés à l'égard de la SGP, et précisés, sont également imputables aux dirigeants. Le considérant 57, qui exige la démonstration d'une implication directe, est sans ambiguïté.

Ensuite, la distinction présente l'intérêt de s'articuler avec le point 5 de l'article 99 de la directive OPCVM, tel que modifié par la directive 2014/91/UE, lequel impose aux États membres de prévoir des sanctions à l'encontre des « membres de l'organe de direction et [des] autres personnes physiques responsables de l'infraction ». La décision H2O confirme ainsi la conformité du droit français à cette exigence, tout en assurant le respect du principe de responsabilité personnelle que protègent les articles 8 et 9 de la Déclaration de 1789 et l'article 6, § 2, de la Convention européenne des droits de l'homme.

Enfin, la solution ménage une possibilité d'exonération : celle des « circonstances particulières faisant obstacle à la mise en cause de leur responsabilité ». La notion, aux contours volontairement larges, devra être précisée par la jurisprudence à venir. On imagine qu'elle pourrait couvrir, par exemple, l'hypothèse d'un dirigeant tenu à l'écart des décisions litigieuses, ou d'un directeur des investissements n'exerçant qu'une autorité nominale sur la stratégie des fonds.

#### C. Une méthode d'appréciation de la proportionnalité à la fois didactique et restrictive

L'appréciation de la proportionnalité appelle également commentaire. La solution est classique dans sa méthode : le juge de l'excès de pouvoir vérifie l'adéquation de la sanction aux manquements tels qu'ils étaient connus au jour de la décision de la commission, quitte à intégrer ultérieurement, en qualité de juge de plein contentieux, des événements postérieurs lorsqu'il réforme la sanction (considérant 60). La cristallisation temporelle est rigoureuse et protectrice de la prévisibilité.

Elle comporte toutefois une limite pratique importante. En l'espèce, H2O a présenté, plus de deux ans après la décision contestée, une offre transactionnelle de 250 millions d'euros qui a abouti à 76 181 accords et qui, en vertu de l'article 1.2 du protocole, aurait bénéficié aux porteurs en cas de minoration judiciaire de la sanction. Le refus d'en tenir compte, sauf à réformer la sanction, interroge. On peut comprendre la rigueur

<sup>7</sup> Selon l'heureuse formule de Michel Stork, art. précité.

<sup>8</sup> CE, 6e ch., 30 décembre 2021, n° 437950 Novaxia AM.

: accepter ces éléments reviendrait à inciter les sociétés sanctionnées à retarder toute indemnisation jusqu'à la procédure juridictionnelle, dans l'espoir d'une minoration. Mais le refus peut paradoxalement décourager l'indemnisation spontanée et volontaire des investisseurs lésés. Le signal envoyé par la décision subséquente de la FCA — renoncer à toute sanction pécuniaire pour favoriser l'indemnisation — est, de ce point de vue, le miroir inversé de la position française.

Cette divergence n'est toutefois, comme le souligne le Conseil d'État, qu'apparente : AMF et FCA ont réalisé, à leur manière, une forme de division du travail, la première prononçant la sanction, la seconde s'abstenant en considération d'une indemnisation que l'AMF ne pouvait prendre en compte ratione temporis. On peut y voir une illustration pragmatique de la coopération prévue à l'article 99 *quater* de la directive OPCVM.

Mais à aucun moment le Conseil d'État ne relève qu'une coordination expresse et explicite n'a eu lieu entre l'AMF et la FCA. Cela laisse à penser qu'il faudrait une incompatibilité de décision, relevée à posteriori pour que l'exigence de coordination soit méconnue. Il n'est pas évident que cette présomption de coordination des autorités de marché soit des plus équilibrée.

## Conclusion

Malgré la clarté du raisonnement d'ensemble, deux zones d'ombre subsistent. D'une part, la portée exacte des « circonstances particulières » susceptibles de faire obstacle à la responsabilité d'une personne agissant pour le compte d'une société de gestion reste à déterminer. L'on ignore par exemple si une opposition formelle aux décisions litigieuses, restée sans effet, pourrait jouer comme une cause d'exonération, ou si, à l'inverse, seule l'absence complète d'association aux décisions serait de nature à l'écartier. D'autre part, la solution ne tranche pas, à titre général, la question de savoir comment coordonner les procédures de sanction lorsqu'elles sont simultanément engagées par deux autorités. L'article 99 *quater* de la directive OPCVM impose une coopération, mais laisse

entières les questions de l'ordre des procédures, de la prise en compte mutuelle des sanctions déjà prononcées ou du respect du principe *ne bis in idem*. Il reste une zone grise que la Cour de justice de l'Union européenne, voire la Cour européenne des droits de l'homme, seront peut-être appelées à préciser.

Reste, enfin, la question plus générale du rôle du contentieux de la sanction financière dans l'indemnisation des investisseurs lésés. La solution retenue, qui dissocie strictement sanction et réparation, est cohérente avec la nature administrative et non civile de la sanction prononcée. Mais, combinée au refus de tenir compte, au stade de la proportionnalité, des offres transactionnelles postérieures, elle laisse aux porteurs l'intégralité du fardeau procédural de l'indemnisation. La solution singulière de la FCA, consistant à substituer l'indemnisation à la sanction, pourrait inspirer, à l'avenir, une réflexion sur l'articulation française entre les deux logiques. L'arrêt H2O du 13 juin 2025 est une décision de principe dont la valeur de « méthode » dépasse largement le cas d'espèce. Il tient ensemble l'affirmation de la compétence transfrontalière de l'AMF, la préservation des garanties procédurales fondamentales — au premier rang desquelles le droit de se taire — et la mise en ordre du régime de responsabilité des dirigeants étrangers.

L'apport majeur de la décision réside dans la distinction claire entre l'imputation de plein droit qui pèse sur les dirigeants effectifs d'une société de gestion française et l'imputation pour fait personnel qui peut atteindre les personnes agissant pour le compte d'une société de gestion étrangère. Loin d'établir une automaticité, cette seconde voie suppose que soit établie une implication directe et personnelle dans les manquements, préservant en ce sens le principe de responsabilité personnelle. Au-delà, l'arrêt scelle la sévérité nouvelle du contentieux de la sanction en droit financier français et souligne, par contraste avec la décision ultérieure de la FCA, la difficulté persistante à articuler sanction administrative et indemnisation des investisseurs — enjeu que les prochaines années ne manqueront pas de faire réapparaître. ■