

# REVUE JURIDIQUE DU SECTEUR FINANCIER

JUN 2026

## PORTRAITS

- Portrait de Marielle Cohen-Branche
- Portrait de Nicolas Madelin

## DOSSIERS

- Fraude au président : l'exigence d'une anomalie apparente
- EMIR 3 et Rapport final de l'ESMA : précisions sur l'Active Account Requirement
- Le règlement SFDR 2.0

## BREVES

- L'affaire VIVENDI
- La création de l'AMLA
- La lutte contre les abus de marchés à l'heure du trading algorithmique

## VULGARISATION

- La vente à découvert
- Le phénomène du *rug pull*
- Le paiement fractionné



**LAMY** | KARNOV  
GROUP  
**LIAISONS**

# REVUE JURIDIQUE DU SECTEUR FINANCIER

Revue éditée et hébergée par l'Association du Master Secteur Financier,  
<https://www.mastersecteurfinancier.fr/la-revue-du-master>  
2 Rue du Doyen Gabriel Marty, 31000 Toulouse  
[revuejuridiquedusecteurfi@gmail.com](mailto:revuejuridiquedusecteurfi@gmail.com)

**Directeur scientifique :**

Pr. Sébastien Neuville

**Directeur de publication et rédacteur en chef :**

Léo Lacombe

**Rédacteurs en chef adjoints :**

Alexis Zaoui et Nicolas Cellier

**Auteurs :**

BLEWUSI Mélanie	LEBET SE TIAO Noémie
BOUDIER-ALBRECHT Alexis	MONSAINGEON Claire
BOURDEILLE Maxime	MONTANIER Louis
CARON Charlotte	MONTGOMERY Benjamin
CELLIER Nicolas	MOTHES Paul
DE LANGLE Maxime	NAUDON Élise
DE SOUSA Mégane	POISSON Paul
DELLA VEDOVA Zoé	RAZAT Ambre
DERKSEN Adrien	SEROIN Paul
DILLY Maxence	SRIBALAN Maythri
DUCAMIN Nicolas	ZAOUI Alexis
FORGUES Léo-Paul	ZEITOUN Hussein
GELLEZ Léna	ZENASNI Assia
GÉRAUD Mathilde	Milan Thomas
JEANJEAN Mathieu	ENRIQUEZ Emilio
LACOMBE Léo	LAFFONT Yanis

## MESSAGE DE LA REDACTION

Chères lectrices, chers lecteurs,

Nous sommes heureux de vous présenter ce nouveau numéro de la Revue Juridique du Secteur Financier, porté comme toujours par une équipe entièrement bénévole d'intervenants et d'étudiants du Master Secteur Financier de l'Université Toulouse Capitole.

En parcourant les contributions de ce volume, un même fil apparaît : celui d'un secteur financier pris en étau entre une Europe qui continue de construire son cadre normatif (EMIR 3, SFDR 2.0, AMLA, encadrement des influenceurs) et un monde qui, de l'autre côté de l'Atlantique, semble vouloir défaire ce que la crise de 2008 avait laborieusement mis en place. C'est dans cet espace de tension que nos auteurs ont choisi de travailler, avec la rigueur et la curiosité qui caractérisent cette revue depuis ses débuts.

Pour ce numéro, nous avons eu l'honneur d'échanger avec **Marielle Cohen-Branche**, ancienne conseillère à la Cour de cassation et médiatrice de l'AMF pendant quatorze années. Figure tutélaire du droit financier en France, elle revient avec lucidité sur l'évolution de la protection des épargnants, les combats menés en faveur d'une meilleure information des salariés en matière d'épargne salariale (dont certains ont directement inspiré des évolutions législatives), et les risques que fait peser la vague de dérégulation mondiale sur la stabilité financière européenne. Son regard sur les dérives de la *reverse solicitation*, sur l'essor des crypto-actifs et sur l'irruption de l'intelligence artificielle dans les médiations offre une mise en perspective aussi rare que précieuse.

Nous avons également eu le plaisir d'échanger avec **Maître Nicolas Madelin**, Counsel au sein du cabinet A&O Shearman à Luxembourg, spécialiste du droit bancaire transactionnel et du *fund finance*. Il nous livre un éclairage concret sur les atouts juridiques singuliers de la place luxembourgeoise et, à destination des étudiants qui nous lisent, des conseils aussi directs que bienveillants sur la construction d'une carrière dans un grand cabinet international.

Nos dossiers, brèves et rubriques de vulgarisation complètent ce tableau, de la fraude au président aux néo-brokers, des montages CumCum à la vente à découvert, en passant par Monte dei Paschi et la scission Vivendi.

Nous tenons enfin à exprimer notre profonde gratitude aux **Éditions Lamy Liaisons** pour leur confiance et leur partenariat renouvelé.

Bonne lecture à toutes et à tous !

*La rédaction*

## SOMMAIRE

### 01

Portrait : Marielle Cohen-Branche

*Par Léo Lacombe*

### 02

Portrait : Nicolas Madelin

*Par Léo Lacombe*

### 03

Fraude au président : l'exigence d'une anomalie apparente en cas d'opération autorisée

*Par Mathieu Jeanjean*

### 04

EMIR 3 et Rapport final de l'ESMA : précisions sur l'Active Account Requirement

*Par Maxime Bourdeille*

### 05

L'encadrement des influenceurs financiers

*Par Charlotte Caron et Mélanie Blewusi*

### 06

Le règlement SFDR 2.0

*Par Adrien Derksen*

### 07

Les dispositifs d'épargne salariale

*Par Alexis Zaoui*

### 08

Le droit de se taire devant l'Autorité des Marchés Financiers

*Par Claire Monsaingeon*

## 09

La lutte contre la fraude bancaire

*Par Ambre Razat*

---

## 10

Intelligence artificielle et risques systémiques

*Par Elise Naudon*

---

## 11

La responsabilité des banques privées européennes au regard du droit de l'Union : l'exemple du financement de l'extraction de lithium en Amérique latine

*Par Emilio Enriquez*

---

## 12

De la cybersécurité à la cyber-résilience : vers un nouvel impératif de compliance pour les acteurs critiques ?

*Par Noémie Lebet Se Tiao*

---

## 13

Les fonds monétaires : un pilier du financement à court terme sous haute surveillance européenne.

*Par Maxime De Langle*

---

## 14

La répression des montages « CumCum » : entre efficacité de la lutte contre l'évasion fiscale et impératif de sécurité juridique

*Par Hussein Zeitoun et Nicolas Cellier*

---

## 15

Scission Vivendi : la protection des minoritaires s'efface devant la souveraineté mathématique des droits de vote

*Par Paul Mothes et Alexis Boudier-Albrecht*

---

## 16

La création de l'AMLA

*Par Léo-Paul Forgues et Paul Seroin*

---

## 17

Le rôle de l'expert indépendant dans les OPR : l'exemple Tarkett (CA Paris, 20 novembre 2025)

*Par Léo Lacombe et Paul Poisson*

---

## 18

Standard Chartered : le défi de la compliance face aux sanctions internationales et aux recours collectifs

*Par Léna Gellez et Mégane De Sousa*

---

## 19

Néo-brokers : l'illusion de l'action fractionnée

*Par Maythri Sribalan et Maxence Dilly*

---

## 20

La lutte contre les abus de marchés à l'heure du trading algorithmique

*Par Louis Montanier*

---

## 21

Monte dei Paschi prend le contrôle de Mediobanca : l'émergence d'une banque universelle sous tension juridique et capitalistique

*Par Zoé Della Vedova*

---

## 22

La vente à découvert

*Par Milan Thomas*

---

## 23

Le phénomène du *rug pull*  
*Par Yanis Laffont*

## 26

Paiement fractionné : la fin du crédit par inadvertance  
*Par Benjamin Montgomery*

## 24

Le plan d'épargne retraite  
*Par Assia Zenasni*

## 27

Greenwashing dans la finance : la réglementation SFDR.  
*Par Nicolas Ducamin*

## 25

La mobilité bancaire : un changement de banque enfin simplifié, mais encore perfectible  
*Par Mathilde Géraud*

## Entretien avec Marielle Cohen-Branche : Bilan de 14 années de médiation, épargne salariale et défis de la dérégulation financière

Par Léo LACOMBE

Après quatorze années passées à la tête de la Médiation de l'Autorité des marchés financiers (AMF), Marielle Cohen-Branche dresse un bilan exhaustif de son mandat. Ancien conseiller à la Cour de cassation et figure tutélaire du droit financier en France, elle a accepté de revenir sur l'évolution de la protection des épargnants, la complexité tentaculaire des produits financiers, les enjeux spécifiques de l'épargne salariale, ainsi que sur les nouveaux risques liés à la dérégulation mondiale. Un regard lucide, forgé par l'expérience, sur un monde financier devenu « encore plus imprévisible ».

*Madame Cohen-Branche, bonjour. Pour débiter cet entretien, pourriez-vous revenir sur la genèse de votre parcours et sur ce qui a animé vos quatorze années en tant que Médiateur de l'AMF ?*

**Marielle Cohen-Branche :** Bonjour. Mon parcours s'est construit sur plusieurs vies professionnelles, toujours guidées par le droit et l'économie. Je suis une ancienne élève de Sciences Po Paris, diplômée d'une maîtrise en droit. J'ai d'abord exercé comme économiste pendant une dizaine d'années, avant de basculer vers le monde bancaire où j'ai été directeur juridique de trois grands établissements pendant vingt-cinq ans.

C'est à l'âge de 55 ans que j'ai pu réaliser mon aspiration profonde : travailler pour le service public et l'intérêt général. J'ai alors été nommée en service extraordinaire à la Cour de cassation, où j'ai siégé pendant huit ans jusqu'à ma retraite. C'est là que j'ai véritablement appris, avec passion, à juger, selon les règles propres à la Cour, en ayant la charge du droit bancaire et financier. Mes fonctions m'ont également conduite à siéger à la Commission des sanctions de l'AMF, ainsi qu'à celle de la Banque Mondiale.

En 2011, dans le sillage douloureux de la grande crise financière de 2008, l'AMF a pris conscience de la nécessité d'être davantage sensibilisée aux préjudices individuels subis par les consommateurs et les investisseurs. L'Autorité a donc décidé de donner plus de moyens et de visibilité à la fonction de médiateur. C'est dans ce contexte que j'ai été sollicitée. J'avais l'habitude de trancher, de sanctionner ; j'ai dû apprendre un tout nouveau métier : celui de proposer, de rapprocher et de convaincre. Ce fut une mission totalement inédite pour moi, et absolument passionnante.

*Quels sont, selon vous, les atouts majeurs de cette médiation publique pour les professionnels de la finance comme pour les épargnants ?*

**Marielle Cohen-Branche :** Les avantages sont immenses, et ils sont inclus dans la nature même du processus amiable. Premièrement, la médiation de l'AMF est un véritable service public gratuit, non seulement pour le consommateur (c'est-à-dire la personne physique n'agissant pas pour des besoins professionnels) mais aussi pour le professionnel. Deuxièmement, la saisine du médiateur suspend la prescription. C'est une règle très protectrice en France : vous ne risquez pas d'être forclos, puisqu'en cas d'échec de la médiation, la voie judiciaire vous reste toujours ouverte comme l'exige l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme.

Mon rôle n'était pas solitaire. J'étais entourée d'une équipe de juristes de très haut niveau. Mais *in fine*, il relève de la responsabilité personnelle et individuelle du médiateur de formuler une proposition. L'objectif n'est pas de faire de la statistique pour savoir si l'on donne plus souvent raison au consommateur ou au professionnel. L'objectif, c'est de mettre fin amiablement au litige. Si la proposition est favorable au client, comment convaincre le professionnel ? Et si elle est défavorable au client, comment faire preuve d'assez de pédagogie pour lui faire accepter que la banque, en droit, avait raison ? L'un de mes grands motifs de satisfaction est d'avoir été suivie dans 95 % des cas par les deux parties.

Je crois profondément à l'équité dans ce processus. Un jour, l'ancien Défenseur des droits m'a demandé : « Qu'est-ce que c'est, pour vous, l'équité ? ». Je lui ai répondu : « Pour moi, c'est quand le droit rencontre la justice ». Parfois, sur le plan strictement juridique, un établissement n'a rien à se reprocher, mais la situation du client est si dramatique et le produit si peu adapté à ses besoins réels qu'un geste est moralement nécessaire. La confidentialité de la médiation permet précisément plus facilement aux institutions financières de faire ce geste sans créer de précédent public.

***Votre mandat a été marqué par une forte volonté de pédagogie, notamment avec la création du « Journal de bord du médiateur » et du « Dossier du mois ». Quel était l'objectif de cette démarche de publication ?***

**Marielle Cohen-Branche** : En tant qu'ancien magistrat, j'ai toujours considéré que la jurisprudence, en tant que source de droit, était vitale. Or, la médiation est par essence confidentielle. J'ai constaté que beaucoup de dossiers présentaient des cas d'école dont les enseignements auraient pu être utiles à d'autres. C'est ainsi qu'est née l'idée du « Dossier du mois » dans mon

Journal de bord que j'ai décidé de publier sur le site de l'AMF régulièrement.

L'idée était d'anonymiser totalement les faits pour protéger les parties, mais d'exposer clairement le problème de droit et la solution apportée. Cela a donné une aura très particulière à la médiation de l'AMF. De grands groupes bancaires m'ont confié que ces dossiers du mois étaient directement intégrés dans leur doctrine interne. Si un tel litige se présentait à leurs guichets, ils appliquaient d'emblée la « jurisprudence du médiateur ».

La médiation amiable de l'AMF poursuit donc trois objectifs : d'abord, résoudre un litige individuel ; ensuite, permettre au professionnel d'améliorer ses processus internes si l'on détecte une faille systémique ou informatique ; enfin, alerter les pouvoirs publics pour faire évoluer la législation. Fort de notre indépendance et de mon adossement au régulateur, j'ai pu agir parfois comme un lanceur d'alerte.

***L'épargne salariale est justement un domaine où votre action a permis de faire évoluer les textes. Quels ont été vos principaux chantiers sur ce sujet très technique ?***

**Marielle Cohen-Branche** : L'épargne salariale constitue, sans conteste, un domaine qui mobilise le médiateur de l'AMF, eu égard aux situations humaines parfois difficiles que rencontrent les salariés (plus de 12 millions !) ainsi qu'aux enjeux juridiques ou réglementaires que cette thématique soulève. La réglementation y est touffue, pointilleuse, et souvent mal connue des salariés.

Le risque principal est celui d'une erreur du salarié dans la gestion de ses avoirs, face à des règles techniques présentées de façon parfois insuffisamment claire. Un de mes grands combats a porté sur le consentement éclairé du salarié, notamment lors de son départ de l'entreprise. Pendant des années,

je constatais que des salariés quittaient leur entreprise sans débloquent leurs avoirs, et voyaient leur épargne s'évaporer, année après année, rongée par les frais de tenue de compte. En effet, tant qu'ils étaient salariés, ces frais étaient pris en charge par l'employeur. Lorsqu'ils partaient, ces frais discrets venaient amputer leur capital. En 2015, le législateur a repris ma recommandation : l'employeur est désormais tenu d'indiquer clairement au salarié, lors de son départ, que les frais seront désormais à sa charge, lui permettant ainsi de choisir de liquider ou pas son plan en toute connaissance de cause.

La loi PACTE de 2019 a également soulevé des difficultés. L'affectation légale par défaut de la prime de participation (50% sur le PEE, 50% sur le PERCO/PERECO) lorsqu'un salarié omettait de répondre dans les délais impartis entraînait des blocages de fonds jusqu'à la retraite, ce qui causait des drames. Sous l'impulsion de la médiation de l'AMF, la loi PACTE a instauré un droit de rectification (ou droit de rétractation d'un mois) pour les avoirs placés par défaut sur un PERECO. Nous avons même obtenu, en équité, que ce droit soit étendu aux anciens PERCO.

***Malgré ces avancées, vous soulignez que la réglementation de l'épargne salariale nécessite encore des assouplissements, notamment pour les déblocages anticipés ?***

**Marielle Cohen-Branche** : Tout à fait. Dans le silence des textes, les teneurs de comptes privilégient souvent une interprétation très stricte pour refuser les déblocages anticipés. Or, j'ai la conviction qu'assouplir ces cas conforterait la confiance des salariés et leur volonté d'investir.

Prenons le motif de l'acquisition de la résidence principale. Si un salarié recourt à l'auto-construction de sa maison, le principe réglementaire du "versement unique" constitue un obstacle majeur. Le salarié a

besoin des fonds au fil de l'eau pour payer ses factures de matériaux, sans pouvoir attendre la fin des travaux. Je préconise donc que des déblocages anticipés successifs soient rendus possibles.

De même, en cas d'agrandissement de la résidence principale, la construction d'un espace de vie complémentaire non attenant (comme un "studio de jardin", de plus en plus prisé) n'ouvre curieusement pas droit au déblocage. Ce sont des détails réglementaires, mais qui créent des déconvenues très lourdes pour les ménages. L'actualisation du Guide de l'épargne salariale est une nécessité pour prendre en compte ces nouvelles réalités.

***En prenant un peu de recul sur vos trente années d'expérience, quel regard portez-vous sur la complexité croissante du droit financier et des produits proposés au grand public ?***

**Marielle Cohen-Branche** : Permettez-moi d'être nostalgique, à la manière du « *Je me souviens* » de Georges Perec. Je me souviens d'une époque où les lois étaient courtes, fixaient les principes, étaient peu nombreuses, d'inspiration essentiellement nationale, et laissaient au juge sa mission naturelle d'interprétation. Une époque, au début des années 80, où le Code de commerce faisait moins de 1500 pages, contre plus de 4000 aujourd'hui. Aux États-Unis, le Steagall Act de 1933 faisait 33 pages, alors que la loi Volcker de 2013 sur le même sujet en compte 963.

Je me souviens de cette époque merveilleuse où le devoir d'information du banquier se résumait à la limpide jurisprudence *Buon* de la Cour de cassation (1991) : la banque a le devoir d'informer le client des risques encourus dans les opérations spéculatives. Aujourd'hui, nous avons eu l'imprévisibilité, la complexité et l'empilement des textes. Quand on me demande parfois « sous quelle loi ? », il

m'arrive de répondre presque sérieusement « à quelle heure ? ».

Face à cela, l'innovation technologique a totalement chamboulé le paysage juridique. Sont apparus des produits sophistiqués, souvent incompréhensibles. Les assurances vie en unités de compte, les CFD, et même les ETF. Je garde en mémoire le dossier d'un client qui avait souscrit un ETF (fonds indiciel) dont l'accroche commerciale garantissait le « *doublement inversé du CAC 40 quotidiennement* ». Après deux ans, le marché avait baissé, mais son produit aussi. Le professionnel m'avait expliqué sans ciller : « *Oui, mais ce qui est vrai quotidiennement est faux dans la durée... c'est contre-intuitif* ». Je lui ai répondu que c'était surtout « *trompeur* ».

***Vous avez également évoqué, lors de cet entretien et dans vos écrits, l'impact de la pensée libertarienne sur la sphère financière. Quelles en sont les conséquences actuelles ?***

**Marielle Cohen-Branche :** C'est une mutation idéologique majeure. À l'aube de cette année 2026, l'imprévisibilité semble hélas prévaloir aussi bien en politique, en économie, qu'en droit. Pourtant, après la grande crise financière de 2008, chacun répétait : « plus jamais cela ! ». On réclamait la fin de la titrisation toxique et une régulation ferme.

Mais le développement de la pensée libertarienne a rebattu les cartes. Pour les tenants de cette idéologie, l'État et toute forme de régulation apparaissent comme le problème et non plus comme la solution. Aux États-Unis, la rhétorique consiste à estimer que « l'État profond » fait obstacle à la vraie démocratie sans État.

Qu'on en juge par le développement incroyable des crypto-actifs. En décembre 2022, le prix Nobel américain Paul Krugman estimait que personne, en dehors

des terroristes et des criminels, n'aurait envie de procéder ainsi, la valeur étant trop instable. Mais depuis, les choses ont évolué. Certains grands acteurs traditionnels de la finance ne voient plus les cryptos comme des actifs sulfureux affranchis de toute réglementation. Et avec les résultats de l'élection présidentielle américaine en faveur de Donald Trump, devenu ardent défenseur de la dérégulation (provoquant même la démission du président de la SEC), le cours d'un crypto-actif a frôlé les 100 000 dollars.

Ce fossé qui se creuse entre la politique américaine de dérégulation et la réglementation européenne qui se met progressivement en place (comme le règlement MiCA) est source d'inquiétudes. Il fait craindre en Europe une tentation de la course au moins-disant.

***Dans ce contexte transfrontalier complexe, vous dénoncez régulièrement ce que vous appelez « le double piège de la reverse sollicitation ». De quoi s'agit-il exactement ?***

**Marielle Cohen-Branche :** La sollicitation inversée (*reverse sollicitation*) est une règle de droit financier européen qui peut se révéler être un piège redoutable.

Pour l'investisseur particulier d'abord : si vous sollicitez *de votre propre initiative* un conseiller en investissements financiers (CIF) pour souscrire des actifs vous sortez du cadre de son activité de conseil. Le CIF sera en droit, même si ce produit était interdit de commercialisation en France de considérer qu'il n'a pas contribué à cette commercialisation puisqu'il ne vous aura pas « sollicité activement » à cet effet. Conséquence directe : vous ne pourrez pas engager sa responsabilité. Pour le professionnel ensuite : attention aux abus que peuvent avoir commis certains professionnels :

Après le Brexit, certaines plateformes (notamment anglaises) ont cru pouvoir échapper à la réglementation européenne en insérant des clauses types stipulant que le client reconnaît être exclusivement à l'initiative de la souscription. C'est une erreur. L'ESMA (l'Autorité européenne des marchés financiers) et la Commission des sanctions de l'AMF ont fermement condamné ces pratiques. L'AMF a lourdement sanctionné des CIF qui utilisaient ces clauses pour commercialiser des produits interdits, jugeant que cela visait à « entretenir artificiellement la croyance que ces demandes émanaient des clients alors qu'elles résultaient des conseils du CIF ». Le droit exige de vérifier s'il y a eu une véritable sollicitation active de la part du vendeur.

***Vous venez tout juste de quitter la Médiation de l'AMF, mais vous restez très active. Quelles sont vos nouvelles fonctions et quels sont, selon vous, les prochains grands risques financiers ?***

**Marielle Cohen-Branche :** Je viens effectivement d'accepter d'intégrer le Comité consultatif du secteur financier (CCSF) ainsi que la commission consultative des épargnants de l'AMF. Ce sont des missions bénévoles qui me permettent d'utiliser l'expérience que j'ai acquise, tout en continuant d'observer les grandes évolutions de ce monde financier par curiosité intellectuelle, mais sans avoir la charge de traiter les litiges individuels au quotidien.

Mon attention se porte particulièrement sur ce que l'on appelle le *shadow banking* (la finance de l'ombre) et plus particulièrement le risque de fabrication d'une bulle du crédit privé (*private credit*). Le mécanisme est toujours le même : dès que vous régulez strictement un secteur (en l'occurrence, les banques traditionnelles après 2008), les capitaux cherchent des zones moins régulées pour s'investir. Des fonds d'investissement se sont mis à prêter

directement aux entreprises, sans être soumis aux mêmes contraintes prudentielles que les établissements de crédit. On assiste également au retour d'instruments qui ont été au cœur des crises passées, et l'on rediscute aujourd'hui à Bruxelles de la manière d'encadrer ces mécanismes sans étouffer le marché de la titrisation.

Si le contexte économique se dégrade – pensons aux tensions géopolitiques, à l'inflation, au retournement de certains marchés immobiliers dont le *crowdfunding* –, les entreprises financées par ce crédit privé pourraient se retrouver en défaut de paiement. Ce dernier secteur risque de devenir un des secteurs de contentieux dans les années à venir. La déréglementation, lorsqu'elle est menée par les autorités mêmes qui devraient réguler, ouvre la porte à des risques systémiques profonds.

Enfin, un mot sur l'accélération foudroyante des innovations technologiques, comme l'intelligence artificielle. Nous voyons déjà arriver dans les médiations des réclamations rédigées intégralement par IA, adoptant le ton d'un arrêt de la Cour de cassation, mais dont les plaignants ne comprennent pas le premier mot lorsqu'on leur demande des précisions. L'IA va transformer le métier des juristes et des avocats, offrant des gains de productivité immenses. Mais elle ne doit pas remplacer le regard critique, l'analyse humaine et, j'y reviens, le sens de l'équité.

Il arrive que des crises majeures constituent des accélérateurs de l'Histoire et engendrent des solutions durables. , il faut souhaiter que l'Union européenne continue de donner du sens à la finance comme elle tente de le faire avec le règlement européen MiCA dans le domaine des cryptoactifs inspiré par le projet pionnier de la France. Et comme le réclamait Goethe avant de mourir : « Plus de lumière ! Plus de lumière ! ».

## PORTRAIT

## Entretien avec Maître Nicolas Madelin : Décryptage de la Fund Finance et de la sécurité juridique luxembourgeoise chez A&O Shearman

Par Léo LACOMBE

**L.L :** *Bonjour Maître. Avant d'entrer dans le vif du sujet, pourriez-vous nous présenter votre parcours ? On note que vous avez fait vos armes à Paris avant de choisir le Luxembourg. Pourquoi ce choix géographique ?*

**Nicolas Madelin :** Bonjour Léo. Mon parcours est, par certains aspects, très classique pour un avocat français, mais il s'en distingue par les choix de terrain. J'ai suivi un cursus de droit privé à l'Université Paris II Panthéon-Assas jusqu'au Master 1. Pour mon Master 2, j'ai opté pour un partenariat entre l'Université Paris-Sud et l'ESCP Europe. C'était un cursus très orienté vers le monde professionnel, ce qui me correspondait bien.

Mon arrivée au Luxembourg n'était pas un plan de carrière prémédité sur dix ans. À la fin de mes études, je cherchais un stage qui me permettrait de manipuler des produits dérivés et de comprendre la mécanique juridique derrière ces instruments complexes. J'ai trouvé une opportunité dans une banque dépositaire au Luxembourg. Ce fut une révélation : j'y ai découvert un écosystème financier d'une densité incroyable. Sur un plan plus personnel, c'est aussi là que j'ai rencontré mon épouse, ce qui a ancré ma vie ici.

**L.L :** *Vous n'avez pas de LLM, contrairement à certains de vos confrères dans des cabinets du Magic Circle. Est-ce un frein ou, au contraire, cela prouve-t-il que l'expérience prime ?*

**N. Madelin :** Je tiens à rassurer les étudiants : le LLM est un diplôme formidable, mais il n'est pas l'unique porte d'entrée. Je n'en ai pas fait, et cela ne m'a pas empêché d'intégrer A&O et de devenir Counsel. Ce qui a compté, c'est mon exposition très précoce à la pratique. J'ai commencé les stages dès la fin de ma L1. À l'époque, c'était déjà difficile à trouver, mais cela m'a donné une maturité professionnelle immédiate.

Au Luxembourg, on recrute des profils venant de toute l'Europe. Ce que nous cherchons, au-delà des diplômes, c'est une curiosité intellectuelle et une capacité de travail. Le droit des sociétés et le droit des sûretés sont des matières exigeantes, presque organiques ici. Si vous avez du « mordant » et que vous comprenez vite les enjeux d'un dossier, vous avez votre place. Le Luxembourg est une véritable méritocratie.

**L. L. :** *Félicitations pour votre promotion en tant que Counsel. Pour ceux qui ne connaissent pas bien la hiérarchie des grands cabinets, qu'est-ce que cela change concrètement par rapport au poste de collaborateur senior ?*

**N. Madelin :** Merci. Dans nos structures, il n'y a jamais de rupture brutale, mais plutôt une évolution de curseur, une continuité. Le collaborateur senior est le « maître d'œuvre » technique. Il connaît les contrats de prêt LMA (*Loan Market Association*) sur le bout des doigts, il sait négocier chaque clause et identifier les risques.

En devenant Counsel, on attend de vous que vous incarniez le cabinet. Le rôle devient beaucoup plus commercial. Vous êtes en première ligne face au client, souvent au

téléphone pour guider des *asset managers* ou des banques internationales. On ne vous juge plus seulement sur la qualité de votre « drafting », mais sur votre capacité à générer de l'activité, à fidéliser les clients et à encadrer une équipe, le rôle de l'avocat devient beaucoup plus commercial. C'est un rôle de pivot entre la technique pure et le *partnership*. Le Counsel doit être capable de répondre immédiatement à un nouveau mandat et de rassurer le client sur la stratégie globale de la transaction.

**L. L. :** *Est-ce que cette promotion s'inscrit dans une trajectoire vers l'association (partnership) ?*

**N. Madelin :** C'est évidemment l'évolution naturelle et l'ambition de beaucoup dans ces cabinets. Mais c'est un chemin exigeant. Devenir associé, c'est être capable d'attirer et de maintenir un volume de dossiers suffisant pour faire vivre toute une équipe de collaborateurs. C'est un défi de chaque instant qui repose sur la réputation et le réseau. Pour l'instant, je me concentre sur mes nouvelles responsabilités de Counsel, mais dans un réseau mondial comme A&O Shearman, tout est possible pour celui qui s'en donne les moyens.

**L. L. :** *Le Luxembourg est souvent présenté comme la deuxième place mondiale pour les fonds d'investissement après les États-Unis. Comment expliquer cette domination, notamment face à Londres ou Dublin ?*

**N. Madelin :** Le Luxembourg a eu une stratégie de pionnier. Dès les années 80, le pays a été l'un des premiers à transposer les directives européennes sur les fonds (OPCVM/UCITS) de manière très flexible et pragmatique. Le régulateur, la CSSF, est connu pour être accessible et à l'écoute des professionnels. Cela crée une sécurité juridique que les investisseurs adorent.

Mais pour ma pratique bancaire, il y a un outil absolument fondamental : **la loi du 5**

**août 2005 sur les contrats de garantie financière.** Elle transpose la directive européenne « Collatéral » mais de manière extrêmement poussée. Cette loi permet aux créanciers de réaliser leurs sûretés (comme un gage sur des parts sociales) de manière flexible en cas de défaillance du débiteur, sans passer par de lourdes procédures judiciaires. Pour une banque qui prête 500 millions d'euros, savoir que sa garantie est « robuste » et « étanche » au Luxembourg est un argument massue.

**L. L. :** *Vous travaillez essentiellement sur des dossiers « cross-border ». À quoi ressemble une transaction type ?*

**N. Madelin :** C'est la beauté de la pratique luxembourgeoise : on voyage par téléphone. Une transaction type implique souvent un fonds luxembourgeois qui crée une filiale (une Luxco) pour acheter un immeuble de bureaux à Londres ou une société technologique en Asie. Le contrat de prêt sera souvent de droit anglais, car c'est la norme internationale, mais tout le « paquet de garanties » (*security package*) sur la structure luxembourgeoise sera de notre ressort. Nous revoyons des centaines de pages de documentation LMA pour nous assurer que la mécanique luxembourgeoise s'imbrique parfaitement dans le deal global. C'est une pratique très internationale où l'on parle anglais 90 % du temps.

**L. L. :** *Votre expertise de situe dans la « Fund Finance ». Pour un étudiant en droit bancaire, pourriez-vous expliquer pourquoi ce produit est considéré comme « contre-intuitif » ?*

**N. Madelin :** C'est effectivement un produit fascinant car il inverse la logique de la garantie. Dans un prêt immobilier classique, la banque prend une hypothèque sur l'immeuble. Dans la *Fund Finance* (et plus précisément les *subscription lines*), l'emprunteur est le fonds lui-même. Mais la banque ne prend pas de garantie sur les actifs du fonds (les sociétés qu'il détient).

Elle prend une garantie sur les **promesses de capital** faites par les investisseurs (les *Limited Partners* ou LPs).

Le mécanisme est le suivant : le fonds a besoin de liquidités rapides pour faire une acquisition. Au lieu d'appeler l'argent des investisseurs (ce qui prend du temps), il tire sur une ligne de crédit auprès d'une banque. La banque accepte de prêter car elle a un « gage » sur le droit du fonds d'appeler l'argent des LPs. Si le fonds ne rembourse pas, la banque peut aller voir directement les investisseurs et leur dire : « L'argent que vous deviez au fonds, vous me le versez à moi ». C'est un produit très sûr pour les banques car les investisseurs sont souvent des institutionnels (fonds de pension, assureurs) très solvables. Pour les fonds, c'est un outil de gestion de trésorerie indispensable.

**L. L. :** *On parle beaucoup de l'essor du « Private Credit » ou crédit privé par rapport au crédit bancaire classique. Voyez-vous un changement dans la rédaction des contrats ?*

**N. Madelin :** Le crédit privé a pris une place prépondérante, c'est indéniable. Aujourd'hui, dans ma pratique, je vois autant, sinon plus, de fonds de dette que de banques traditionnelles sur certains segments. Cependant, cela ne révolutionne pas la documentation juridique. Tout le monde, y compris les fonds de dette, utilise les standards de la *Loan Market Association* (LMA). L'impact est plus sur la flexibilité des conditions commerciales que sur la structure juridique pure. Le crédit privé est plus agile, plus rapide, mais les sûretés luxembourgeoises restent le socle commun qui rassure tout le monde.

**L. L. :** *Comment avez-vous vécu la fusion entre Allen & Overy et Shearman & Sterling ? Quel impact cela a-t-il sur le bureau de Luxembourg ?*

**N. Madelin :** C'est une fierté d'avoir été aux premières loges de cet événement historique. C'était la première fois que deux firmes d'une telle renommée s'unissent pour créer un géant mondial vraiment intégré. Pour nous au Luxembourg, l'impact est clair : cela nous donne un accès direct et privilégié au marché américain.

Sherman & Sterling a une réputation d'excellence aux États-Unis. Aujourd'hui, nous pouvons voir davantage de dossiers arrivant de New York qui nécessitent une structuration luxembourgeoise. Cela renforce notre position de cabinet polyvalent capable de répondre aux besoins des clients sur tous les fuseaux horaires. On veut offrir tous les types services juridiques utiles, de la fiscalité au contentieux en passant par le droit bancaire, pour les plus grands acteurs mondiaux.

**L. L. :** *Pour finir, quels conseils donneriez-vous à un étudiant de Master 2 Droit Bancaire qui nous lit et qui rêve d'intégrer une structure comme la vôtre ?*

**N. Madelin :** Mon premier conseil est d'être proactif. N'attendez pas d'avoir le diplôme en poche pour postuler. Les cabinets comme le nôtre prévoient leurs stagiaires parfois plusieurs mois à l'avance. C'est une réalité de marché à laquelle il faut s'adapter.

Ensuite, travaillez vos fondamentaux. Le droit des sociétés est la base de tout au Luxembourg. Même si vous voulez faire du bancaire, vous devez comprendre comment fonctionne une Sàrl ou une SA, comment on prend une décision en conseil d'administration, etc.

Enfin, soyez humbles et curieux. Le droit bancaire est une matière qui exige beaucoup de discipline et parfois des concessions sur la vie privée pendant les phases de « closing ». Mais la récompense intellectuelle est immense. Vous travaillez sur les dossiers qui font la une de la presse financière, avec des interlocuteurs brillants

partout dans le monde. Si vous aimez le challenge et la rigueur, c'est un métier formidable. Le Luxembourg est un terrain de jeu exceptionnel pour un juriste qui veut voir le droit en mouvement.

## DOSSIERS

## FRAUDE AU PRÉSIDENT : L'EXIGENCE D'UNE ANOMALIE APPARENTE EN CAS D'OPÉRATION AUTORISÉE

*Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-19.776, B+L ; Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.780, B+L ; Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.056, B+L*

Par Mathieu Jeanjean

En présence d'opérations de paiement autorisées et bien exécutées, la responsabilité de la banque ne peut être engagée que sur le terrain du droit commun pour manquement à son devoir de vigilance. Dans pareil cas, la Cour de cassation exige, comme elle le rappelle dans trois arrêts du 19 novembre 2025 publiés au Bulletin, la présence d'anomalies apparentes.

*Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-19.776, B+L ; Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.780, B+L ; Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.056, B+L*

Dans une brève du 12 juin 2025, la Cour de cassation définit la fraude au président comme une escroquerie bancaire où « l'escroc usurpe l'identité d'un haut

*responsable d'entreprise ou de l'un de ses représentants (avocat, consultant...) pour obtenir d'un collaborateur de l'entreprise un virement d'argent sur un nouveau compte. L'escroc se fait insistant à l'égard de la victime : il parvient à la persuader du caractère confidentiel de l'opération et de l'urgence de procéder au virement. »*

Dans la **première affaire** (*Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-19.776, B+L*), la comptable d'une société a transmis à la banque de celle-ci douze ordres de virement à la suite d'une escroquerie dite « au président ».

La société a alors assigné la banque en responsabilité pour manquement à son obligation de vigilance et en paiement de dommages et intérêts.

Pour retenir la responsabilité de la banque pour manquement à son devoir de vigilance et la condamner au paiement de dommages et intérêts, la cour d'appel a relevé que, bien que les ordres de virement étaient autorisés et que leur bonne exécution n'était pas contestée, cette première avait commis une faute fondée sur la répétition des virements qui dépassait le volume d'affaires courant et qui aurait dû conduire la banque à s'assurer auprès du représentant légal de la société la régularité des opérations.

La banque a, en conséquence, formé un pourvoi en cassation, faisant valoir, d'une part, que lorsque la responsabilité d'un prestataire de services de paiement est engagée à raison d'une opération de paiement entrant dans le champ d'application des *articles L. 133-1 et suivants du Code monétaire et financier*, issus de la transposition de la *directive (UE) 2015/2366 dite « DSP 2 »*, le seul régime de responsabilité applicable est celui prévu aux *articles L. 133-18 et suivants du même code*, constituant un régime spécial, à l'exclusion

de tout autre régime de responsabilité fondé sur le droit national. D'autre part, la banque faisait valoir qu'en présence d'un ordre de virement affecté d'anomalies apparentes, il lui incombe de procéder à une vérification de sa régularité auprès de la personne contractuellement habilitée à en autoriser l'exécution, et non auprès du dirigeant social agissant en qualité de représentant légal de la société.

Dans la **deuxième affaire**, la comptable d'une société, trompée par de faux courriers électroniques au nom du président de celle-ci, a adressé à la banque un ordre de virement au profit d'un compte ouvert dans une banque hongroise.

Reprochant à la banque d'avoir manqué à son obligation de vigilance, la société l'a assignée en réparation de son préjudice.

La cour d'appel condamne la banque en application du régime de droit national en précisant que le mécanisme européen n'entendait pas exonérer la banque de sa responsabilité pour manquement à son devoir de vigilance au cours d'une opération de paiement manifestement anormale. Pour retenir l'existence d'une anomalie apparente, la cour d'appel s'est fondée sur un faisceau d'indices prenant notamment en compte l'origine du bénéficiaire.

La banque a alors formé un pourvoi en cassation soutenant là encore que le régime européen est exclusif du régime national mais aussi que le banquier est tenu d'une obligation de non-ingérence dans les affaires de son client justifiant que son devoir de vigilance soit seulement limité à la révélation des anomalies apparentes de l'opération à exécuter et ne s'étend pas à une obligation de dresser une liste de bénéficiaires habituels de telle sorte que

l'origine du bénéficiaire ne suffit pas à caractériser une anomalie matérielle ou intellectuelle apparente.

Dans la **troisième affaire**, la salariée d'une société, trompée par un faux courrier électronique au nom du président de celle-ci, a adressé à la banque un ordre de virement au profit d'un compte ouvert dans une banque portugaise.

La banque est alors assignée par la société pour manquement à son devoir de vigilance. La cour d'appel condamne la banque en application du droit commun pour manquement à son devoir de vigilance, l'opération ayant été autorisée et la bonne exécution n'étant pas contestée, en retenant une anomalie apparente caractérisée par le fait que le virement était d'un montant important, que le bénéficiaire était nouveau, étranger et que l'opération avait été passée durant la période estivale.

La banque se pourvoit en cassation aux moyens, d'une part, que le régime européen est exclusif de tout régime de droit national et, d'autre part, que le devoir de vigilance du banquier lui impose seulement de déceler les anomalies apparentes de l'opération de paiement qu'il lui est demandé d'exécuter n'incluant ni l'origine, ni la nouveauté du bénéficiaire ni même la période à laquelle l'opération avait été exécutée.

Dans ces **trois affaires**, les arrêts d'appel sont cassés par la Cour de cassation aux motifs, d'une part, que le régime européen, exclusif du droit commun de la responsabilité contractuelle défini par l'article 1231-1 du code civil, ne s'applique qu'aux opérations de paiement non autorisées ou mal exécutées.

Or, comme le précise la Haute Cour dans sa brève du 12 juin 2025, « *Le droit européen de la responsabilité des banques s'applique en cas d'opération de paiement non autorisée ou mal exécutée.*

*Or, un virement bancaire effectué par « fraude au président » est une opération considérée comme ayant été autorisée par la société. En effet, même si le virement résulte d'une fraude, aux yeux de la banque qui a procédé au transfert d'argent, l'ordre de paiement émanait bien de la société.*

*Le droit français relatif à l'obligation de vigilance des établissements bancaires peut donc s'appliquer.*

*Ainsi, la responsabilité de la banque peut être engagée, par exemple, si elle ne procède pas à certaines vérifications qui permettent de détecter des anomalies manifestes (ex. : montant ou fréquence des transferts très élevée, pays destinataire du virement inhabituel). »*

De ce fait, en matière de fraude au président, le droit européen n'étant pas applicable, la responsabilité de la banque doit être recherchée sur le terrain du droit commun nécessitant la preuve d'un manquement à son obligation contractuelle de vigilance.

Au visa de l'article 1231-1 du code civil, les juges du Quai de l'Horloge rappellent que le banquier, tenu à un devoir de non-immixtion dans les affaires de son client, ne doit l'alerter qu'en présence d'anomalie apparente « aisément décelables par un professionnel normalement diligent ». L'appréciation d'une telle anomalie nécessite une analyse

casuistique reposant sur un faisceau d'indices. Ainsi, la Haute Cour pourra retenir une telle anomalie au regard des opérations habituelles en raison de l'origine du bénéficiaire (Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.780, B+L), de la date de l'opération, de son importance, de la nouveauté du bénéficiaire (Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-17.056, B+L) ou encore en raison de la validité de l'opération inhabituelle (Cass. com., 19 nov. 2025, n° 24-19.776, B +L).

## DOSSIERS

# EMIR 3 et Rapport final de l'ESMA : précisions sur l'Active Account Requirement

Par Maxime BOURDEILLE

La publication récente du projet de **normes techniques de réglementation (RTS)** par l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) le **19 juin 2025**<sup>1</sup> parachève l'architecture du **Règlement EMIR 3** en vigueur au sein des États membres de l'Union depuis le 24 décembre 2024<sup>2</sup>. Rompant avec l'objectif de transparence et de limitation des risques systémiques, le Règlement affiche le nouvel objectif de **réduction de la dépendance excessive de l'Union européenne envers les chambres de compensation (CCPs ou CCP) de pays tiers**, particulièrement celles du Royaume-Uni. La principale nouveauté réside dans l'**Active Account Requirement**

<sup>1</sup> ESMA, *Final Report on EMIR 3 Active Account Requirement*, ESMA91-1505572268-4201, 19 juin 2025

<sup>2</sup> Règlement (UE) No. 2024/2987 du Parlement Européen et du Conseil du 27 novembre 2024, modifiant notamment le Règlement (UE) No. 648/2012 (EMIR)

(AAR), dispositif contraignant visant à rapatrier la liquidité au sein de l'Union.

Le Règlement EMIR 3 privilégie non seulement la sauvegarde de la stabilité financière européenne, mais également l'autonomie en ciblant les vulnérabilités systémiques nées de l'exposition massive des entités de l'Union aux CCPs de pays tiers. Pour prémunir le marché intérieur contre toute rupture de service extracommunautaire, le législateur européen tend à renforcer l'efficacité et l'attractivité du marché de la compensation, au-delà de la question spécifique du compte actif (AAR).

Pour ce faire, certaines procédures sont simplifiées par le Règlement ; de manière non exhaustive, une exemption d'agrément est prévue pour les extensions de services et d'activités de compensation n'ayant pas d'incidence significative sur le profil de risque<sup>3</sup>. Dans le même sens, le Règlement exempte cette fois de l'obligation de compensation les transactions de dérivés de gré à gré résultant d'exercices de réduction des risques (services PTRR) s'ils sont neutres et effectués par un prestataire indépendant<sup>4</sup>. Par ailleurs, l'obligation de transparence des CCPs envers leurs clients est renforcée, les CCPs devant mettre en exergue les coûts associés au service de compensation, et informer les contreparties de la possibilité d'opérer la compensation de leurs contrats via une CCP agréée dans l'Union européenne<sup>5</sup>. Les seuils de compensation sont révisés, et l'obligation de collatéralisation modifiée.

Toutefois, cet échantillon de modifications apportées par le Règlement ne concentre pas l'attention, celle-ci étant happée par la

**nouvelle obligation pour les contreparties de détenir un compte actif** auprès d'une chambre de compensation agréée dans l'Union et d'y compenser certaines opérations<sup>6</sup>. Mesure phare permettant d'améliorer la liquidité au sein des CCPs de l'Union, cette obligation concerne les contreparties financières ou non financières (FC ou NFC) soumises à l'obligation de compensation et dépassant le seuil de compensation. En moyenne, 5 opérations par an dans chaque sous-catégorie pertinente par catégorie de produits dérivés et par période de référence doivent être compensées.

**Produits concernés** : par principe, seuls les dérivés de taux d'intérêt libellés en euros ou en zlotys polonais ou les dérivés de taux d'intérêt à court terme libellés en euros sont visés.<sup>7</sup> Toutefois, la possibilité est réservée à la Commission de modifier la liste des contrats faisant l'objet d'une obligation de compte actif sur proposition de l'ESMA, après consultation de l'ESRB (*European Systemic Risk Board*), et en accord avec les banques centrales d'émission<sup>8</sup>.

**Qualités et caractéristiques du compte actif** : le législateur européen a posé certaines exigences relatives au compte actif<sup>9</sup>. Celui-ci doit être **opérationnel en permanence**, ce qui implique de disposer de la documentation juridique, d'une connectivité informatique et de processus internes liés au compte. La contrepartie doit disposer de systèmes de ressources lui permettant d'utiliser le compte, même à bref délai, pour un **volume important de transactions**, qui ne fait pas l'objet de précisions au sein dudit Règlement. Enfin, la contrepartie doit compenser sur le compte

<sup>3</sup> Règl. EMIR 3, art. 15 bis

<sup>4</sup> Règl. EMIR 3, art. 4 ter

<sup>5</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 quater

<sup>6</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 bis

<sup>7</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 bis (6)

<sup>8</sup> Règl. EMIR 3, art. 7

<sup>9</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 bis (3)

actif des opérations **représentatives** des contrats dérivés et compensées auprès d'un service de compensation d'importance systémique substantielle.

**Évaluation de la représentativité** : le Règlement précise<sup>10</sup> qu'il est nécessaire de prendre en compte, pour que le compte remplisse l'obligation de représentativité et ne soit pas un « compte dormant » : les **différentes catégories** de contrats dérivés, **l'échéance** et la **taille** des opérations, rappelant qu'au moins cinq opérations doivent être compensées par an (voir *supra*). Toutefois, cette obligation ne s'applique pas aux acteurs dont l'encours notionnel de compensation en circulation est inférieur à 6 milliards d'euros au titre des contrats précédemment décrits, ou lorsque l'opération concerne la fourniture de services de compensation à un client.

**Apports du projet de normes techniques de réglementation et caractéristiques du compte actif** : conformément aux dispositions du Règlement<sup>11</sup>, l'ESMA devait soumettre le projet de normes techniques de réglementation pour approbation à la Commission au plus tard le 25 juin 2025, afin de préciser certaines des dispositions réglementaires.

Le Rapport final de l'ESMA publié le 19 juin 2025 (préc.) propose de nombreux éclaircissements, notamment concernant les caractéristiques du compte actif et le critère de représentativité.

**Précisions sur les conditions opérationnelles du compte actif** : dans un premier temps, les RTS exigent que la contrepartie démontre l'existence d'accords, de politiques et procédures internes ainsi que d'une connectivité

informatique avec la CCP située dans l'Union. Dans un second temps, les contreparties doivent démontrer que leur compte actif est capable de supporter une augmentation rapide des flux équivalente à **trois fois la valeur notionnelle brute** compensée dans ce compte au cours des **12 derniers mois**<sup>12</sup>. En dernier lieu, ces deux modalités techniques doivent être vérifiées annuellement par le biais de *stress tests*<sup>13</sup>.

**Précisions sur le critère de représentativité** : concernant le critère de représentativité des transactions compensées dans chacune des cinq sous-catégories les plus pertinentes, les RTS considèrent<sup>14</sup> :

- Pour les dérivés de taux d'intérêt en euros : les cinq sous-catégories sont identifiées comme celles où la contrepartie compense le plus grand nombre de transactions auprès d'une CCP tierce d'importance systémique. La période de référence étant d'**un mois** pour les CCPs ayant un volume notionnel en cours supérieur à 100 milliards d'euros, et de **6 mois** pour les CCPs ayant un volume inférieur à ce seuil.
- Pour les dérivés de taux d'intérêt en zlotys, les contreparties doivent compenser un nombre minimal de transactions dans **la sous-catégorie la plus pertinente pour chaque classe de dérivés**, cette sous-catégorie étant choisie en fonction de l'activité la plus importante auprès d'une CCP d'importance systémique. À ceci s'ajoute l'obligation pour la contrepartie de démontrer qu'il

<sup>10</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 bis (4)

<sup>11</sup> Règl. EMIR 3, art. 7 bis (8)

<sup>12</sup> ESMA, *Final Report on EMIR 3 Active Account Requirement*, ESMA91-1505572268-4201, 19 juin 2025, p.18, 91

<sup>13</sup> ESMA, *Final Report on EMIR 3 Active Account Requirement*, ESMA91-1505572268-4201, 19 juin 2025, p. 91, 92

<sup>14</sup> ESMA, *Final Report on EMIR 3 Active Account Requirement*, ESMA91-1505572268-4201, 19 juin 2025, p. 92, 93

n'existe pas de différences systématiques ou matérielles entre la taille moyenne et la maturité des transactions compensées dans l'Union et celles compensées auprès d'une CCP d'importance systémique.

- Pour les dérivés de taux d'intérêt à court terme en euros : les contreparties doivent compenser un nombre minimal de transactions dans **chacune des quatre sous-catégories les plus pertinentes**, ces sous-catégories étant sélectionnées selon l'activité auprès d'une CCP d'importance systémique pour les dérivés référençant l'Euribor ou l'€STR. Les périodes de référence sont différenciés en fonction de ces références, et similairement aux dérivés de taux d'intérêt en zlotys, la même obligation de cohérence substantielle s'applique.

Enfin, poursuivant encore un objectif de transparence, les entités soumises à l'obligation de compensation devront satisfaire une obligation de *reporting* annuel ou pluriannuel retraçant la mise en œuvre de cette nouvelle réglementation.

## DOSSIERS

# L'encadrement des influenceurs financiers

Par Charlotte CARON et Mélanie BLEWUSI

Les conseils et activités financières, jusqu'alors marqués par l'accompagnement d'un professionnel qualifié, sont devenus un sujet comme un autre pour les influenceurs, soulevant de nombreux risques pour l'audience, généralement jeune et vulnérable. La finfluence amène ainsi à la « possibilité de manipulations de marché, de pertes financières et d'escroquerie »<sup>15</sup>.

L'influenceur est « une personne active sur les réseaux sociaux, qui par son statut, sa position ou son exposition médiatique est capable d'être un relais d'opinion influençant les habitudes de consommation dans un but marketing »<sup>16</sup>. L'influenceur en matière financière peut être qualifié de finfluenceur.

La finfluence est longtemps tombée sous les dispositions générales du droit de la consommation puis une première initiative européenne, le règlement MiCA de 2023 concernant les marchés de crypto-actifs, a limité la finfluence. Dans ce contexte, le législateur français est intervenu afin d'encadrer l'activité d'influence commerciale.

Quel est le cadre juridique de la finfluence ?

Le droit positif est marqué par deux leviers qui encadrent l'activité des influenceurs en matière financière : la loi Influenceurs (I) et l'activité de l'autorité des marchés financiers (II).

## I. Les influenceurs face à la loi du 9 juin 2023

### A. Le champ d'application de la loi Influenceurs

Le 9 juin 2023 est adoptée la loi n° 2023-451 relative à l'influence commerciale, dite

<sup>15</sup> T. Bonneau, P. Pailler, A.-C. Rouaud, A. Tehrani et R. Vabres, Droit financier : Précis Domat, 4e éd., 2023, n° 1530, p. 1037

<sup>16</sup> CA Paris, 10 févr. 2021, n°19/17548

« loi Influenceurs ». Son champ d'application est large puisque, selon son article 1er, exerce l'activité d'influence commerciale, toute personne physique ou morale qui, à titre onéreux, mobilise sa notoriété auprès de son audience « pour communiquer au public par voie électronique des contenus visant à faire la promotion, directement ou indirectement, de biens, de services ou d'une cause quelconque ».

Cette définition présente plusieurs caractéristiques notables : elle englobe tant les personnes physiques que morales, le critère du caractère onéreux constitue un élément déterminant, et la référence à la promotion « directe ou indirecte » démontre la volonté du législateur de prévenir les stratégies de contournement.

### **B. Les interdictions et obligations imposées aux finfluenceurs**

La proposition de loi, par le député Arthur Delaporte, prévoyait initialement une interdiction générale de la publicité des produits financiers<sup>17</sup>. Finalement, l'article 4 V de la loi n° 2023-451 interdit limitativement aux finfluenceurs de faire la promotion des contrats financiers définis à l'article L. 533-12-7 du Code monétaire et financier, de la fourniture de services sur crypto-actifs (sauf exception) et de crypto-actifs, sous peine d'une amende ne pouvant excéder 100 000 euros.

Pour les produits financiers moins risqués, l'article 5-2 impose aux finfluenceurs une obligation d'information concernant la promotion desdits produits. Doit alors

figurer la mention « Publicité » ou « Collaboration commerciale » ou une mention équivalente pourvu qu'elle soit claire, lisible et compréhensible. À défaut, par renvoi au Code de la consommation, la promotion constitue une pratique commerciale trompeuse par omission, punie de 2 ans d'emprisonnement et de 300 000 euros d'amende<sup>18</sup>.

Selon les données publiées par l'AMF en 2024, environ 150 finfluenceurs seraient actifs en France, et les pertes déclarées par les victimes d'escroqueries financières se chiffrent entre 500 millions et 1 milliard d'euros par an<sup>19</sup>, démontrant l'ampleur des enjeux financiers et la nécessité d'une action régulatrice forte.

### **C. La mise en conformité au droit européen**

Par ordonnance n° 2024-978 en date du 6 novembre 2024, le Gouvernement rectifie l'erreur procédurale lors de la publication de la loi Influenceurs et modifie ses champs d'application et d'interdiction afin d'assurer une pleine conformité au droit de l'Union européenne<sup>20</sup>. Cette intervention était rendue nécessaire par les observations de la Commission européenne formulées dans le cadre de la procédure de notification prévue par la directive 2015/1535.

Les principales modifications concernent la précision de certaines interdictions dans le secteur de la santé pour respecter le principe de proportionnalité au regard de la directive 2000/31/CE sur le commerce électronique, et le respect du principe du pays d'origine établi par la directive sur les services de

<sup>17</sup> Revue de droit bancaire et financier, n°5, septembre-octobre 2023, LexisNexis

<sup>18</sup> Arts. L. 121-3 et L. 132-2 al. 1er du Code de la consommation

<sup>19</sup> Boursorama, « Finfluenceurs : l'AMF traque leurs conseils financiers sur les réseaux sociaux », 7 juin 2024

<sup>20</sup> Ordonnance n° 2024-978 du 6 novembre 2024 modifiant la loi n° 2023-451

médias audiovisuels. Un projet de loi de ratification a été déposé devant le Parlement le 15 janvier 2025.

L'ordonnance parallèle n° 2024-936 du 15 octobre 2024 relative aux marchés de crypto-actifs vient compléter ce dispositif en adaptant le Code monétaire et financier au règlement MiCA, assurant ainsi une cohérence d'ensemble du cadre juridique applicable aux finfluenceurs.

## **II. Les finfluenceurs face à l'autorité des marchés financiers**

### **A. L'implication de l'AMF dans l'encadrement de l'influence commerciale**

L'AMF est associée à l'encadrement de l'influence commerciale dès la proposition de loi Delaporte. Devant le Parlement, la rapporteure au Sénat Amel Gacquerre l'auditionne quant à l'interdiction de la publicité sur les produits et services financiers et à la procédure de blocage des offres illicites <sup>21</sup>.

En amont, lors de la table ronde organisée par Bercy le 9 décembre 2022, l'AMF avait également participé à la réflexion concernant les droits et obligations des influenceurs, la protection des consommateurs et la transparence du caractère commercial <sup>22</sup>.

### **B. La mission de surveillance et de détection**

Depuis 2010, le Pôle commun AMF-ACPR <sup>23</sup> exerce une veille sur la publicité Art. L. 612-47 du CMF <sup>24</sup>. Plus précisément, dans le cadre de sa mission de protection de l'épargne, la direction des relations avec les épargnants et de leur protection (DREP) de l'AMF détecte les offres illicites. La DREP dénonce ensuite ces offres par le biais de listes noires de sites internet, de mises en garde via des communiqués de presse et d'actions de pédagogie préventive <sup>25</sup>.

L'efficacité de ce dispositif s'est renforcée ces dernières années. En 2024, la DGCCRF a contraint plusieurs influenceurs à cesser la promotion de plateformes figurant sur liste noire, et la justice a saisi 268 millions d'euros d'avoires criminels <sup>26</sup>, attestant de l'effectivité croissante du dispositif répressif.

### **C. Les coopérations institutionnelles**

Par ailleurs, la direction générale de la concurrence, de la consommation et de la répression des fraudes (DGCCRF) étant la véritable régulatrice de l'information fournie aux consommateurs <sup>27</sup>, l'AMF coopère avec elle par un système d'alertes afin de veiller sur la publicité et lutter contre les escroqueries financières <sup>28</sup>.

L'AMF collabore aussi avec l'autorité de régulation professionnelle de la publicité (ARPP) depuis 2011. En septembre 2023, les deux autorités lancent le certificat de l'influence responsable dans la finance. Il s'agit d'un module de formation destiné aux finfluenceurs afin d'aider la

<sup>21</sup> Préc. 3

<sup>22</sup> Préc. 3

<sup>23</sup> Autorité de contrôle prudentiel et de résolution

<sup>24</sup> Art. L. 612-47 du CMF

<sup>25</sup> Préc. 3

<sup>26</sup> Boursorama, « Finfluenceurs : l'AMF traque leurs conseils financiers sur les réseaux sociaux », 7 juin 2024

<sup>27</sup> [economie.gouv.fr](http://economie.gouv.fr), Les missions de la DGCCRF

<sup>28</sup> Préc. 3

professionnalisation de l'influence commerciale et de protéger les épargnants contre certaines dérives <sup>29</sup>. En avril 2025, les autorités partenaires procèdent à une mise à jour du certificat afin d'adapter son contenu au règlement européen MiCA entré en application le 30 décembre 2024 <sup>30</sup>.

#### **D. La dimension internationale de la régulation**

Face à la dimension transfrontalière de la finfluence, l'AMF s'inscrit dans une coopération internationale active. L'autorité française a notamment participé à la Semaine internationale d'action contre les finfluenceurs illégaux, initiative coordonnée par la Financial Conduct Authority britannique (FCA), aux côtés de régulateurs du monde entier <sup>31</sup>.

Cette action internationale poursuit plusieurs objectifs : sensibiliser le grand public aux risques, rencontrer les créateurs de contenu pour les informer des aspects potentiellement illégaux de leurs activités, et mener des actions ciblées lorsque nécessaire. L'AMF a ainsi créé des pages web dédiées, tant pour les consommateurs que pour les finfluenceurs eux-mêmes, afin de faciliter l'accès à l'information réglementaire.

#### **DOSSIERS**

## **Le règlement SFDR 2.0**

**Par Adrien DERKSEN**

Le paysage de la finance durable en Europe connaît depuis quelques années une mutation profonde. Adopté en 2019 dans le cadre du Plan d'action pour la finance durable, le règlement européen dit « SFDR » (Sustainable Finance Disclosure Regulation), visait initialement à harmoniser les obligations de transparence des acteurs financiers en matière de durabilité<sup>32</sup>. Toutefois, la pratique a révélé des lacunes : détournement des articles 8 et 9 comme labels commerciaux, hétérogénéité des données et persistance du risque de greenwashing.

Face à ces constats, l'Union européenne a engagé une révision majeure de ce cadre normatif, désormais qualifié de « SFDR 2.0 ». Le règlement SFDR initial fixe des objectifs politiques, tandis que les normes RTS (Regulatory Technical Standards) expliquent comment mettre en œuvre techniquement ces objectifs. Alors, cette évolution ne se limite pas à une simple mise à jour technique des normes de déclaration (RTS) ; elle préfigure une refonte structurelle du règlement<sup>33</sup>. Avec l'introduction de catégories de produits plus strictes, l'encadrement de la dénomination des fonds, et l'interopérabilité avec la directive CSRD (relative à la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises), le SFDR 2.0 ambitionne de transformer un outil de simple « reporting »

<sup>29</sup> [amf-france.org](https://www.amf-france.org), « L'AMF et l'ARPP lancent le certificat de l'influence responsable dans la finance », septembre 2023

<sup>30</sup> [amf-france.org](https://www.amf-france.org), « Le certificat de l'influence responsable dans la finance intègre les évolutions liées au règlement MiCA », avril 2025

<sup>31</sup> Boursorama, « Finfluencers : l'AMF traque leurs conseils financiers sur les réseaux sociaux », 7 juin 2024

<sup>32</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers.

<sup>33</sup> ESMA, EBA, EIOPA, Joint Consultation Paper on the review of SFDR Delegated Regulation regarding PAI and financial product disclosures, 12 avril 2023.

en un véritable levier de réallocation des capitaux vers une économie durable<sup>34</sup>.

## **I. SFDR 2.0 : de la transparence à la labellisation**

### **A. Les limites du premier cadre SFDR 1.0 : l'usage détourné des articles 8 et 9 comme catégories de produits et le manque de comparabilité**

D'après l'Autorité des Marchés Financiers, le péché originel du règlement SFDR réside dans l'ambiguïté de sa structure. Bien que le texte ne prétende pas créer de labels de qualité, les acteurs financiers ont immédiatement utilisé les articles 8 (produits promouvant des caractéristiques environnementales ou sociales) et 9 (produits ayant l'investissement durable comme objectif) comme des outils de marketing<sup>35</sup>.

En l'absence de labels européens harmonisés (hormis l'« Ecolabel » encore peu adapté aux produits financiers), les investisseurs ont interprété la classification SFDR comme une échelle de valeur extra-financière. Cette « labellisation de fait » a poussé les sociétés de gestion à classer massivement leurs fonds sous l'article 8 pour éviter d'être perçus comme « non-ESG », créant une confusion majeure vis-à-vis de la réalité des stratégies sous-jacentes.

Par ailleurs, un flou sémantique de l'investissement durable demeurerait au travers de l'article 2(17) du règlement SFDR qui définit l'investissement durable de manière très large, laissant aux gérants

de fonds une marge d'appréciation excessive sur les critères du test « DNSH » (Do No Significant Harm). En effet, à l'origine, pour qu'un investissement soit validé, il ne doit pas causer de « préjudice important » à d'autres objectifs environnementaux (le principe Do No Significant Harm). Mais comme l'Europe n'a pas fixé de seuils précis, chaque société de gestion a créé sa propre méthode de calcul. En conséquence, deux fonds peuvent être classés dans la même catégorie alors qu'ils ont des exigences de durabilité totalement différentes<sup>36</sup>. À titre d'exemple, pour l'épargnant, c'est comme comparer deux produits « bio » alors que chaque agriculteur aurait sa propre définition du bio.

Lorsque la Commission européenne a commencé à clarifier les règles (en exigeant notamment que les fonds de l'article 9 détiennent presque 100% d'investissements durables), de nombreux gestionnaires ont pris peur. Du jour au lendemain, des centaines de fonds « Article 9 » (la classification la plus verte) ont été rétrogradés en « Article 8 » (un cran en dessous). Ce changement massif a perturbé les investisseurs et a montré que le cadre juridique initial était trop instable pour servir de base de confiance<sup>37</sup>.

### **B. La réponse du régulateur : la consultation de la Commission de 2023 et les rapports des autorités de surveillance européennes (ESAs) sur la lutte contre l'écoblanchiment**

<sup>34</sup> European Commission, Targeted consultation on the implementation of the Sustainable Finance Disclosures Regulation (SFDR), septembre 2023.

<sup>35</sup> AMF, Réponse de l'AMF à la consultation de la Commission européenne sur le règlement SFDR, 15 décembre 2023.

<sup>36</sup> ESMA, Progress Report on Greenwashing, mai 2023, ESMA30-1668440157-5051.

<sup>37</sup> Novethic, « Le grand déclassement des fonds Article 9 : un séisme dans la finance durable », analyse, janvier 2023.

Face à ces dérives, les autorités européennes ont pris acte de la nécessité de passer d'une logique de simple « reporting » à une logique de classification rigoureuse.

Dans leurs rapports sur le greenwashing de 2023 et 2024, l'ESMA et l'EBA ont souligné que le cadre actuel favorise, malgré lui, des promesses de durabilité trompeuses. La complexité des modèles de déclaration précontractuelle rend l'information indigeste, contredisant l'objectif initial de protection des investisseurs<sup>38</sup>.

En septembre 2023, la consultation de la Commission fut le véritable acte de naissance du SFDR 2.0. En interrogeant les parties prenantes sur la pertinence de supprimer purement et simplement les articles 8 et 9 au profit d'une approche par catégories (ex: catégorie « Transition », catégorie « Impact »), la Commission a admis que le système actuel est à bout de souffle.

In fine, la genèse de cette version 2.0 s'inscrit également dans une volonté d'harmonisation avec le régime britannique (SDR - Sustainability Disclosure Requirements) qui privilégie des catégories claires basées sur l'objectif d'investissement plutôt que sur le simple reporting des caractéristiques<sup>39</sup>.

## II. Le renforcement des exigences de publication (les RTS révisés)

### A. L'extension des Principales Incidences Négatives (PAI) :

### nouvelles métriques sociales et environnementales

Le passage au SFDR 2.0, sur la base de la proposition finale de la Commission européenne publiée le 20 novembre 2025, se matérialise par une mise à jour des normes techniques de réglementation (les « RTS » pour Regulatory Technical Standards). L'objectif étant d'imposer une grille de lecture commune pour que les données ne soient plus seulement publiées, mais qu'elles soient enfin comparables entre elles.

En conséquence, le concept des « Principales Incidences Négatives » (PAI) a été remis en avant comme pilier du SFDR, obligeant les acteurs du secteur financier à observer et comprendre l'impact de leur activité sur l'environnement et les populations (pollution, déchets, inégalités sociales). Avec ce pilier, si une société de gestion de plus de 500 salariés affirme faire de la finance durable, mais refuse de publier ses PAI, elle doit expliquer pourquoi. C'est cette approche « Comply or Explain » (préexistante à SFDR 2.0) qui montre que les PAI sont le standard minimal de transparence à respecter<sup>40</sup>. La version 2.0 ambitionne alors d'élargir la liste des indicateurs que les fonds d'investissement doivent surveiller. Par exemple, de nouvelles mesures sur les émissions de gaz à effet de serre (Scope 3) ou sur la biodiversité deviennent centrales<sup>41</sup>.

De la même manière, le régulateur a introduit dans les RTS des critères plus stricts sur les droits sociaux, allant de ce fait

<sup>38</sup> J. Ferré et A. de Saint-Sauveur, « SFDR : vers une réforme systémique du cadre de la finance durable », Revue de la Conformité, n° 4, 2024.

<sup>39</sup> Financial Conduct Authority (FCA), Sustainability Disclosure Requirements (SDR) and investment labels, Policy Statement PS23/16, novembre 2023.

<sup>40</sup> Règlement (UE) 2019/2088 du 27 novembre 2019 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, article 4.

<sup>41</sup> ESAs, Final Report on the review of PAI and financial product disclosures in the SFDR Delegated Regulation, JC 2023 55, décembre 2023.

plus loin que la simple question climatique. On regarde désormais de plus près si les entreprises financées respectent les standards internationaux du travail ou si elles ont des politiques de lutte contre la corruption transparentes<sup>42</sup>. Avec ces modèles standardisés, les sociétés de gestion ne peuvent plus choisir de ne montrer que leurs bons résultats. Elles doivent dorénavant remplir un tableau précis, ce qui permet à l'investisseur d'avoir une vision directe et globale des points néfastes d'un portefeuille vis-à-vis des critères ESG<sup>43</sup>.

### **B. La précision du concept d'investissement durable : vers une définition harmonisée évitant l'arbitrage entre sociétés de gestion**

Il est ici question d'un point extrêmement débattu du SFDR 2.0. Pour éviter que chaque gérant n'invente sa propre recette de la durabilité, l'Europe a cherché à harmoniser les méthodes de calcul.

Le régulateur a ainsi fait le choix d'une définition plus stricte et mathématiques en refondant le test « DNSH » (sur le fait de ne pas causer de préjudice important). Désormais, si une entreprise dépasse un certain niveau de pollution communément admis au sein de l'UE, elle ne peut plus être considérée comme « durable », même si elle fait par ailleurs des efforts en faveur de l'inclusion sociale ou de la réduction des inégalités<sup>44</sup>.

Par ailleurs, le SFDR 2.0 s'appuie davantage sur la Taxonomie européenne (le dictionnaire officiel des activités vertes de l'UE). Un investissement sera désormais jugé « durable » s'il est aligné sur ces critères scientifiques très spécifiquement délimités.

Enfin, en clarifiant ces règles, le régulateur veut empêcher que deux sociétés de gestion concurrentes n'évaluent la même entreprise de deux manières opposées. L'idée est alors de créer une « vérité de marché » partagée par tous les acteurs du secteur<sup>45</sup>.

### **III. Vers une classification catégorielle des produits financiers**

#### **A. L'abandon progressif de l'approche par articles (8 et 9) : Analyse de la proposition de création de catégories sur la stratégie d'investissement**

Pour mettre fin à la confusion entre les articles 8 et 9, le régulateur envisage de passer d'une logique de déclaration à une logique de catégorisation. Cette démarche a suscité beaucoup d'engouement alors que les articles 8 et 9 étaient devenus de véritables labels de marketing, créant de ce fait une attente de performance écologique que le droit n'avait pas prévue.

La Commission européenne propose alors de remplacer les articles actuels par trois catégories claires fondées sur l'objectif réel du fonds<sup>46</sup>. On retrouve une catégorie « Transition » pour les produits finançant

<sup>42</sup> Règlement délégué (UE) 2022/1288 du 6 avril 2022, Annexe I, Tableau 1 (les indicateurs 1 à 9 sont exclusivement relatifs à l'environnement, tandis que les indicateurs 10 à 14 sont dédiés au social et à la gouvernance).

<sup>43</sup> ESMA, Progress Report on Greenwashing, mai 2023, ESMA30-1668440157-5051.

<sup>44</sup> A. Tenne et M. Pellerin, « La révision des RTS SFDR : vers une standardisation accrue des indicateurs de durabilité », Bulletin de Droit Financier, n° 12, 2024.

<sup>45</sup> Commission Européenne, Q&A on the SFDR Delegated Regulation (RTS) regarding the use of sustainability indicators, juin 2023.

<sup>46</sup> Proposition de Règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) 2019/2088 sur la publication d'informations en matière de durabilité dans le secteur des services financiers, COM(2025) 841 final, publiée le 20 novembre 2025.

des entreprises avec des plans de transition crédibles. Une catégorie « ESG Basics » pour les produits intégrant des facteurs ESG de manière transversale (successeur de l'actuel article 8). Une catégorie « Sustainable » pour les produits ayant un objectif d'investissement durable élevé. Enfin, il convient de noter que, pour utiliser la dénomination « Transition » ou « Sustainable », un fonds devra obligatoirement exclure certains secteurs controversés (par exemple les secteurs de l'armement, du pétrole ou encore du tabac).

Contrairement aux premières pistes de réflexion, le SFDR 2.0 n'a pas retenu de quatrième catégorie « exclusion » autonome. Le régulateur a préféré en faire une exigence transversale. Désormais, l'exclusion des secteurs les plus controversés agira alors comme un « filtre de sécurité » (minimum safeguards) préalable à toute labellisation<sup>47</sup>. Concrètement, les fonds qui se contentent d'exclure le tabac ou le charbon, sans avoir de stratégie active, seront désormais classés dans la catégorie « ESG Basics ». De cette manière, le régulateur envoie un signal clair : l'exclusion est une base de gestion saine, mais ce n'est pas une stratégie de « transformation » de l'économie.

Avec cette nouvelle classification, il sera désormais possible de trier les produits par « style d'investissement » plutôt que par « niveau de vert », tandis que l'article 8 regroupait jusque là des fonds aussi bien très engagés que des fonds s'en tenant au strict minimum.

<sup>47</sup> ESMA, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, 14 mai 2024.

<sup>48</sup> Autorité des Marchés Financiers (AMF), « L'encadrement des noms de fonds : l'ESMA publie ses orientations finales », Actualités réglementaires, juin 2024.

## **B. L'encadrement des noms de fonds : l'impact des nouvelles orientations de l'ESMA sur l'utilisation des termes « durables », « ESG » ou « vert »**

Le nom d'un produit financier est le premier contact avec l'épargnant. Le gendarme boursier européen a donc publié de nouvelles règles pour que le nom ne soit plus trompeur auprès des investisseurs.

Pour utiliser des mots comme « durable », « vert » ou « ESG », un fonds doit désormais respecter un seuil minimal : au moins 80% de ses investissements doivent réellement contribuer à ces objectifs<sup>48</sup>.

Certains termes trompeurs sont désormais interdits<sup>49</sup>. Un fonds ne pourra plus s'appeler « Protecteur de la Biodiversité » s'il se contente d'exclure quelques entreprises pétrolières. Le régulateur impose une cohérence pleine et entière entre la promesse du titre et la réalité du portefeuille.

Ce message d'encadrement terminologique apparaît alors comme une mesure respectueuse des objectifs verts de l'UE, tout en offrant à l'épargnant une véritable transparence sur les pratiques ESG des fonds.

## **IV. Défis opérationnels et articulation avec le cadre global**

### **A. L'interopérabilité SFDR / CSRD : comment les données des entreprises (CSRD) viennent alimenter le reporting des investisseurs (SFDR)**

<sup>49</sup> ESMA, Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms, 14 mai 2024.

Le succès attendu de SFDR 2.0 repose sur sa capacité à s'imbriquer avec d'autres textes européens et à résister à la pression croissante des tribunaux.

Pour que les investisseurs publient des rapports fiables (SFDR), ils ont besoin que les entreprises dans lesquelles ils investissent publient elles-mêmes des informations précises. C'est le rôle de la CSRD (Corporate Sustainability Reporting Directive).

Jusqu'à présent, les gérants de fonds devaient souvent estimer (ou acheter à des agences privées) les données manquantes sur la pollution ou le social. Avec la CSRD, plus de 50 000 entreprises européennes vont devoir fournir des données standardisées, ce qui alimentera directement les calculs du SFDR 2.0<sup>50</sup>.

Par cette double conjugaison, les entreprises devront publier l'impact des risques climatiques sur leurs finances, mais aussi, à l'inverse, leur propre impact sur l'environnement. Cette symétrie d'information permettrait, selon l'EFRAG (l'European Financial Reporting Advisory Group, un acteur consultatif éminemment présent lors des débats), de simplifier et d'accélérer l'implémentation d'une finance durable européenne<sup>51</sup>.

## **B. La responsabilité des acteurs financiers : le risque croissant de contentieux lié à la non-conformité des prospectus et des reportings périodiques**

Avec des règles plus strictes et précises, le risque pour les acteurs du secteur financier n'est plus seulement réputationnel, mais il devient juridique.

L'AMF et l'ESMA surveillent désormais la cohérence entre les discours marketing et la réalité des investissements. Des sanctions administratives pourraient ainsi être prononcées en cas de « décalage significatif » en la matière<sup>52</sup>. De la même manière, des associations de défense des consommateurs ou des investisseurs activistes commencent à utiliser les rapports SFDR pour poursuivre les sociétés de gestion lorsqu'elles manquent à leurs obligations. Si un fonds promet un impact « durable » (SFDR 2.0) mais que ses données (PAI) montrent le contraire, le dossier devient une preuve juridique solide devant les juridictions. Le respect de cette cohérence qui s'impose aux sociétés de gestion vise alors à éviter des condamnations pour greenwashing.

Enfin, le passage au SFDR 2.0 impose aux organes de gouvernance une vigilance accrue, les conseils d'administration devant désormais valider la stratégie de durabilité au même titre que la stratégie financière<sup>53</sup>.

## **V. Conclusion**

En trois ans, le règlement SFDR est passé d'un catalogue d'intentions à un mécanisme de précision. La version 2.0 consacre le passage de la finance durable d'une phase expérimentale à un cadre normatif mature et contraignant : les règles ont été

---

<sup>50</sup> Directive (UE) 2022/2464 du 14 décembre 2022 en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises (CSRD).

<sup>51</sup> EFRAG, Implementation guidance for the coordination of CSRD and SFDR data, 2024.

<sup>52</sup> C. Gortsos, « The legal liability of financial intermediaries for greenwashing under SFDR », European Banking Institute Working Paper Series, 2024.

<sup>53</sup> B. Lecourt, « L'influence du droit de la durabilité sur la gouvernance des sociétés », Revue des sociétés, Dalloz, 2024.

concrétisées, les définitions précisées, et la surveillance renforcée.

Si cette complexité paraît lourde pour les acteurs financiers au premier abord, elle est sans doute les prix à payer pour restaurer la confiance des épargnants soucieux des critères ESG et d'une finance plus verte. Le défi reste néanmoins de taille : l'Europe doit désormais veiller à ce que cette immensité de données ne devienne pas un obstacle insurmontable, mais reste une véritable boussole pour orienter les capitaux vers la transition écologique sur laquelle l'Union européenne se montre de plus en plus intransigeante. Le processus législatif de l'UE devrait permettre d'envisager une date d'application concrète vers la mi-2028.

---

#### DOSSIERS

## Les dispositifs d'épargne salariale

Par Alexis ZAOUÏ

---

L'épargne salariale est un dispositif qui existe depuis le début de la Ve République en France. Le Général de Gaulle proposait déjà une « forme d'association entre capital et travail », cela a notamment débouché sur l'ordonnance n°59-126 du 7 janvier 1959 tendant à favoriser l'association ou l'intéressement des travailleurs à la marche de l'entreprise.

Plus récemment, au début du mois de janvier 2026, le ministre délégué aux PME et au pouvoir d'achat, Serge Papin, a émis l'idée d'autoriser un déblocage de l'épargne salariale à hauteur de 2 000 € pour soutenir le pouvoir d'achat et financer les

entreprises. Il s'agirait d'un déblocage d'une partie des sommes du PEE (Plan épargne entreprise) de manière défiscalisée. Les sommes sortant d'un PEE sont par principe défiscalisées, mais les cas de déblocage sont limités. L'épargne salariale est un dispositif qui prend de l'ampleur et représente maintenant une masse financière majeure et les pouvoirs publics s'en servent comme levier.

### I. Le périmètre visé

L'épargne salariale est un système d'épargne collectif mis en place pour les salariés par certaines entreprises. L'épargne salariale se divise en deux dispositifs : l'intéressement et la participation. L'intéressement est une prime versée par l'employeur aux salariés en fonction de la performance de l'entreprise. Et la participation est le versement aux salariés d'une quote-part des bénéfices de l'entreprise. Ces différentes sommes peuvent être investies sur différents supports.

Ce dispositif est principalement réglementé par les articles L3311-1 et suivants du Code du travail, dans un Livre III avec un titre symbolique : Dividendes du travail. En principe, l'intéressement est facultatif pour les entreprises<sup>54</sup>, mais le versement d'une prime de participation est obligatoire sous certaines conditions.

Ce dispositif repose sur une articulation complexe entre la liberté contractuelle de l'employeur et des obligations légales croissantes, visant à assurer une redistribution plus équitable de la richesse créée. L'intéressement reste, par nature, un mécanisme facultatif destiné à stimuler la performance collective, la

---

<sup>54</sup> Art. L. 3312-1 C. trav.

participation aux bénéfices constitue le socle obligatoire de ce système pour les structures atteignant une certaine maturité économique.

Historiquement, l'obligation de mettre en place un accord de participation est conditionnée par le franchissement du seuil de cinquante salariés. Cette contrainte juridique ne s'applique toutefois qu'à l'issue d'une période de stabilité sociale, l'entreprise devant maintenir cet effectif durant cinq années civiles consécutives. À cette condition de dimension, s'ajoute un impératif de rentabilité, puisque le versement n'est exigible que si l'exercice comptable dégage un bénéfice net fiscal suffisant pour alimenter la Réserve Spéciale de Participation. Ce mécanisme garantit ainsi que le partage de la valeur ne fragilise pas l'équilibre financier de l'organisation<sup>55</sup>.

Toutefois, le législateur a récemment intensifié l'effort de généralisation de ces dispositifs, notamment via la loi n° 2023-1107 du 29 novembre 2023 portant transposition de l'accord national interprofessionnel relatif au partage de la valeur. Cette réforme introduit une obligation nouvelle et ciblée pour les entreprises dont l'effectif est compris entre onze et quarante-neuf salariés. À titre expérimental, ces structures doivent désormais instaurer un mécanisme de partage dès lors qu'elles affichent une rentabilité régulière, définie par un bénéfice net fiscal au moins égal à 1 % du chiffre d'affaires sur trois exercices consécutifs.

Cette évolution marque un tournant majeur : l'épargne salariale ne concerne plus uniquement les grandes unités industrielles ou de services, mais s'étend au tissu des petites et moyennes entreprises.

Ces dernières bénéficient néanmoins d'une latitude dans le choix de l'outil, pouvant opter indifféremment pour la participation, l'intéressement, l'abondement à un plan d'épargne ou encore la prime de partage de la valeur. En intégrant ces nouvelles dispositions au sein du Code du travail, l'Etat cherche à pérenniser le lien entre la santé financière des entreprises et le pouvoir d'achat des actifs, tout en maintenant les sommes investies dans un circuit de financement productif grâce au principe de l'indisponibilité quinquennale.

Au-delà du versement de primes, certaines sociétés, notamment celles dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, proposent des augmentations de capital réservées aux salariés. L'attractivité de ces opérations repose sur l'octroi d'une décote, c'est-à-dire la possibilité d'acquérir des actions à un prix inférieur à leur valeur de marché.

Le cadre légal autorise l'entreprise à proposer un prix de souscription préférentiel, la décote pouvant atteindre 30 % de la moyenne des cours de bourse lorsque la durée d'indisponibilité des titres est de cinq ans, et jusqu'à 40 % lorsque cette durée est portée à dix ans<sup>56</sup>. Ce rabais constitue un avantage immédiat pour le salarié, qui réalise une plus-value latente dès la souscription. Pour l'entreprise, ces opérations visent à aligner les intérêts à long terme des collaborateurs avec ceux des actionnaires, tout en stabilisant le capital social face aux fluctuations du marché.

Ce dispositif peut s'accompagner de l'attribution d'actions gratuites (AGA)<sup>57</sup>, soumises à des conditions de présence et, parfois, de performance. Dans le cadre d'un plan d'épargne salariale, ces actions

<sup>55</sup> B. Denkiewicz, « Épargne salariale », Rép. soc., n° 194 à 230

<sup>56</sup> Art. L. 3332-19 C. trav.

<sup>57</sup> Ar. L. 225-138-1 C. Com.

bénéficient d'un régime de faveur : l'avantage correspondant à la valeur des titres n'est pas assujéti à l'impôt sur le revenu au moment de l'attribution, sous réserve du respect des périodes de conservation.

Avec ces pratiques, l'actionariat salarié transforme la nature même de la relation de travail en ajoutant à la qualité de salarié celle d'investisseur. En combinant décote, abondement de l'employeur et dividendes potentiels, ce dispositif constitue un levier puissant d'accumulation de capital, bien que soumis aux risques inhérents aux marchés financiers. Il complète idéalement les dispositifs de participation et d'intéressement en ancrant le partage de la valeur dans la propriété durable de l'entreprise.

## II. Les dispositifs actuels :

Les deux sources de l'épargne salariale, que reçoivent les salariés, peuvent être soit touchés directement par ces derniers, soit investis dans des dispositifs mis en place par les entreprises.

Premièrement, lorsque les primes sont touchées par les salariés, il y a plusieurs conséquences. Tout d'abord, l'intéressement et la participation sont des revenus qui sont imposables, c'est à dire que le salarié devra payer les prélèvements sociaux ainsi que l'impôt sur le revenu. L'article 163 bis AA du Code général des impôts prévoit que les primes touchées sont soumises à l'impôt sur le revenu, en fonction de la tranche applicable de 0% à 45%. Par conséquent, un salarié qui touche ces primes en plus de son salaire pourra

passer dans une tranche d'imposition supérieure, c'est un calcul coût-bénéfice à faire. De plus, l'article L. 136-1-1 du Code de la sécurité sociale soumet les primes à la CSG de 9,2% et la CRDS de 0,5%<sup>58</sup>.

Deuxièmement, les salariés peuvent décider de placer leur prime dans des enveloppes spécifiques. Cela peut être un Plan d'épargne entreprise ( PEE ), dans lequel les primes sont investies ou bien un Plan d'épargne retraite d'entreprise collectif ( PERECO ). L'avantage de cette solution est que les salariés sont exonérés d'impôt sur le revenu, ils ne vont devoir payer que la CSG et la CRDS.

Les PEE sont réformés par la loi PACTE de 2019, le dispositif est harmonisé et renforcé. Le ministère de l'économie affirme que plus de 11 millions de personnes sont titulaires d'un PER, pour un total de 118,9 milliards d'euros d'encours au 30 septembre 2024. La majorité des investissements dans ces PEE se font dans l'économie réelle et en Europe.

Les sommes dans les PEE ne sont pas simplement hébergées, elles sont investies et des gestionnaires doivent gérer ces sommes et ainsi donner aux salariés des rendements intéressants. Mais les sommes ne sont pas garanties, il ne s'agit pas d'épargne réglementée comme le livret A, il y a un risque, mais en contrepartie le rendement peut être élevé. Le PEE peut contenir des actions, des obligations, des SICAV ou des FCPE.

## III. Les supports d'investissements spécifiques

---

<sup>58</sup> Taux applicable à partir du 1er janvier 2026 pour la CSG (Contribution Sociale Généralisée) et la CRDS (Contribution au Remboursement de la Dette Sociale)

Dans un PEE, les salariés ont la possibilité de détenir directement une fraction de leur entreprise. Par exemple, le groupe ADEO, détenant notamment Leroy Merlin, a un dispositif d'épargne salariale qui permet aux salariés de devenir actionnaire du groupe ADEO avec le dispositif Valadéo. Ce système permet de fidéliser les salariés et de les faire devenir encore plus acteurs des résultats de l'entreprise, car la valorisation de leur part de l'entreprise augmentera si les résultats sont bon. Chaque année, l'annonce du montant de la part de Valadéo est un événement dans le groupe ADEO.

Le dispositif Valadéo<sup>59</sup> est un fonds d'investissement alternatif (FIA)<sup>60</sup> qui prend la forme d'un fonds commun de placement d'entreprise (FCPE). Ce fonds investi dans des titres non cotés et en majorité dans des titres du groupe ADEO. Mais un certain pourcentage doit être investi dans des titres liquides pour constituer une caisse de rachat, cela permet de payer les investisseurs souhaitant ou devant sortir du fonds.

L'investissement dans le FCPE Valadéo via un PEE est particulièrement intéressant, les sommes ne sont pas imposables (seulement les plus-values en cas de déblocage) et le rendement se situe environ entre 5 et 15% ces dernières années.

Historiquement, les FCPE sont soumis à la directive AIFM (2011/61/UE) qui impose des obligations en matière de transparence, de gestion et de supervision. Ce cadre franchit une nouvelle étape avec la directive (UE) 2024/927, dite « AIFM 2 », dont la transposition s'est achevée le 16 avril 2026. Pour des fonds

comme Valadéo, cette réforme renforce la protection des salariés-investisseurs par une gestion plus rigoureuse de la liquidité. Les gestionnaires devront désormais sélectionner des outils spécifiques, comme le plafonnement des rachats (ou « gates »), pour garantir la pérennité de la caisse de rachat même en cas de retraits massifs. Ces fonds, soumis au contrôle de l'AMF, voient également leurs exigences de reporting et de substance humaine renforcées pour garantir une gestion saine et transparente.

Les entreprises qui proposent à leur salarié d'investir directement dans leur entreprise ont souvent recours à des FCPE, au détriment des SICAV qui représente moins de 2% des sociétés d'investissement. Cela pour plusieurs raisons, mais en particulier en raison de la forme même des FCPE qui sont des copropriétés et non des sociétés, c'est à dire que les copropriétaires détiennent des parts mais ils n'ont pas de droit de vote, ils ne décident pas de la gestion du fonds. Alors qu'une SICAV est une société à capital variable, les investisseurs détiennent des actions et les prérogatives classiques qui en découlent, notamment le droit de vote.

Les FCPE permettent donc d'écartier l'influence que pourrait avoir des investisseurs salariés, cela permet de donner de la stabilité au fonds. Les FCPE sont donc plébiscités par les grands groupes qui mettent en place des dispositifs d'épargne salariale propre, des dizaines de milliers de salariés-actionnaires regroupés constitueraient une force importante. Néanmoins, les copropriétaires dans une FCPE demeurent libres de quitter la copropriété, dans les faits il y a parfois une obligation de garder les titres 5 ans mais au-delà la liberté reste la règle.

<sup>59</sup> Voir site internet du groupe ADEO

<sup>60</sup> directive européenne AIFM (2011/61/UE)

# Le droit de se taire devant l’Autorité des Marchés Financiers

Par Claire MONSAINGEON

Le droit de se taire ou le droit au silence est un droit fondamental rattaché aux droits de la défense. Il permet à toute personne mise en cause de ne pas contribuer à sa propre incrimination. En droit interne, il trouve son origine dans un principe à valeur constitutionnelle prévu par l’article 9 de la Déclaration des droits de l’Homme et du citoyen (DDHC) de 1789 dont il résulte que nul ne peut être contraint de s’auto-incriminer. En droit communautaire, il est protégé par les articles 47 et 48 de la Charte des droits fondamentaux de l’Union européenne relatifs au droit au procès équitable, aux droits de la défense et à la présomption d’innocence. Quant à la Cour européenne des droits de l’Homme, elle l’a reconnu comme une composante du droit au procès équitable consacré par l’article 6 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l’Homme et des libertés fondamentales (CESDH)<sup>61</sup>. Enfin, en droit international, le droit de se taire est garanti par l’article 14 du Pacte international relatif aux droits civils et politiques de 1966.

Par une décision en date du 26 septembre 2025<sup>62</sup>, le Conseil constitutionnel a jugé que toute personne poursuivie devant la Commission des sanctions de l’Autorité des marchés

financiers (AMF) doit être informée de son droit de se taire. Il a ainsi censuré les paragraphes I et IV de l’article L. 621-15 du Code monétaire et financier (CMF), dans leur version issue de la loi n° 2023-171 du 9 mars 2023, les déclarant contraires à la Constitution. Cette nouvelle décision est l’occasion de revenir d’une part, sur le droit de se taire dans le cadre des procédures d’enquête et de sanction menées par l’AMF (I) et d’autre part, sur son corollaire, le droit à la notification du droit de se taire au cours de telles procédures (II). Si cette décision témoigne d’une volonté de renforcer les droits du justiciable, elle révèle néanmoins la persistance de limites à l’effectivité du droit de se taire (III).

## I. Le droit de se taire

### A. Un droit opposable au stade de l’enquête ou du contrôle

Avant de se pencher sur l’invocabilité du droit de se taire au cours d’une procédure d’enquête ou de contrôle, il convient de rappeler le déroulé de ces procédures ainsi que l’étendue des pouvoirs de l’AMF. Chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés et d’assurer le contrôle des acteurs soumis à sa supervision, l’AMF dispose de larges pouvoirs afin de vérifier que les assujettis respectent leurs obligations légales et réglementaires. À ce titre, elle peut effectuer différents contrôles au cours desquels elle est susceptible de demander la communication de tout document utile, l’accès aux locaux professionnels ainsi que l’audition de toute personne. En outre, l’AMF est dotée de pouvoirs d’enquête qu’elle exerce à la suite de signalements

<sup>61</sup> CEDH, 25 février 1993, Funke c/ France, n° 10828/84

<sup>62</sup> Cons. const., 26 sept. 2025, n° 2025-1164 QPC, Sté Eurotitrisation

émanant de la division de la surveillance des marchés et lui permettant de poursuivre les éventuels auteurs d'abus de marché. Les enquêteurs de l'AMF disposent alors des pouvoirs similaires à ceux des contrôleurs, ainsi que de pouvoirs propres leur donnant la possibilité de réaliser des visites domiciliaires et de procéder à la saisie de documents, sur autorisation préalable du juge des libertés et de la détention.

Face à ces prérogatives étendues, le droit de se taire apparaît nécessaire afin de protéger les droits du justiciable et d'éviter toute coercition abusive de la part du régulateur. Le secret professionnel ne lui étant pas opposable, la faculté d'invoquer le droit de se taire constitue alors la seule protection de la personne concernée. Cependant, la phase de contrôle ou d'enquête n'étant pas soumise aux principes fondamentaux du procès équitable et des droits de la défense, l'opposabilité du droit de se taire est longtemps demeurée incertaine. C'est par une décision du 6 août 2012 que la Commission des sanctions de l'AMF a étendu l'invocabilité et l'opposabilité du droit de se taire à la phase de contrôle et d'investigation antérieure à la procédure de sanction. Par la suite, la Commission des sanctions a appliqué ce principe en annulant des auditions menées par un régulateur étranger, au motif que les personnes entendues avaient été « tenues de répondre sous serment à l'ensemble des questions posées et de dire la vérité sous peine de sanctions pénales »<sup>63</sup>.

## **B. Un droit opposable au cours de toute procédure de sanction**

Comme cela a été effectué précédemment, il semble utile de rappeler les étapes de la procédure de sanction diligentée par le Collège et la Commission des sanctions de l'AMF, avant d'étudier l'existence éventuelle d'un droit de se taire au cours de cette procédure. La procédure de sanction diligentée par l'AMF se décompose en trois phases : la notification des griefs, la phase d'instruction et l'audience. La notification des griefs est décidée par le Collège de l'AMF à l'issue d'une procédure d'enquête ou de contrôle. Elle est ensuite transmise à la Commission des sanctions et enfin adressée à la personne concernée. La notification marque l'entrée dans la phase répressive de la procédure et vise à informer la personne mise en cause des faits qui lui sont reprochés ainsi que de ses droits tout au long de la procédure de sanction. La phase d'instruction est conduite par un rapporteur désigné parmi les membres de la Commission des sanctions. Elle vise à compléter le dossier et à apporter une analyse juridique des manquements allégués. Enfin, l'audience suit un schéma contradictoire au cours duquel chaque partie, assistée de son conseil, présente ses observations.

D'abord réservé à la matière pénale, le droit au silence a vu son domaine d'application élargi à toute procédure pouvant aboutir au prononcé d'une sanction ayant le caractère d'une punition<sup>64</sup>. Considérant que les sanctions pécuniaires susceptibles d'être prononcées par l'AMF revêtent la nature de punitions, le Conseil constitutionnel a ainsi consacré l'opposabilité du droit de se taire au cours de toute procédure répressive menée par le régulateur. Le caractère répressif de la

<sup>63</sup> AMF, comm. sanct., déc. 7 déc. 2016, SAN 2016 15

<sup>64</sup> Cons. const., 8 déc. 2023, n° 2023-1074 QPC

procédure menée par la Commission des sanctions justifiant le strict respect des droits de la défense et du procès équitable, l'application de principes dérivés tels que le droit de se taire semble s'imposer. La position du Conseil constitutionnel a rejoint celle de la Cour de justice de l'Union européenne (CJUE), laquelle avait considéré qu'une personne ne pouvait être sanctionnée pour avoir gardé le silence lors d'une audition s'inscrivant dans une procédure susceptible de conduire à des sanctions administratives de nature pénale ou d'engager sa responsabilité pénale<sup>65</sup>.

## II. Le droit à la notification du droit de se taire

### A. Une absence d'obligation lors de la phase d'enquête et de contrôle

Bien que le droit de se taire ait été reconnu dans son principe, le Conseil constitutionnel refuse de reconnaître un droit à la notification d'un tel droit au stade de l'enquête ou du contrôle. En effet, par une décision rendue le 21 mars 2025<sup>66</sup>, le Conseil des Sages a jugé qu'une personne faisant l'objet d'une visite domiciliaire, dans le cadre d'une enquête AMF, n'avait pas à être notifiée de son droit au silence. Il a considéré que l'objet d'une visite domiciliaire n'était pas d'auditionner la personne mise en cause sur les faits qui lui sont reprochés mais simplement de « rechercher la preuve d'agissements contraires à la loi pour les nécessités de l'enquête ». Cette solution a clarifié le régime du droit de se taire et de sa notification au stade de l'enquête, jusque-là incertain. Si la Cour de cassation avait pu

juger le droit à la notification du droit de se taire inapplicable aux opérations de visites domiciliaires autorisées par le juge des libertés et de la détention, sa solution reposait sur une analyse circonstanciée laissant planer un doute sur la portée de sa jurisprudence<sup>67</sup>. Le Conseil d'Etat, quant à lui, s'est prononcé dans une décision du 13 juin 2025 dans laquelle il considère que le droit au silence et son corollaire, ne sont pas opposables aux contrôles effectués antérieurement à la notification des griefs, soit avant l'ouverture de toute procédure de sanction<sup>68</sup>.

Cette absence d'obligation de notifier à la personne faisant l'objet d'une enquête, ou d'un contrôle, son droit de se taire limite ainsi considérablement l'effectivité du droit de se taire lui-même. Cette limite se justifie toutefois par le caractère précoce de ces procédures, qui ne constituent pas des poursuites et auxquels ne s'appliquent ni les droits de la défense et ni les principes du procès équitable. Se pose alors une question : à partir de quand les droits de la défense devraient-ils être observés lorsque le contrôle ou l'enquête débouche sur une procédure de sanction (situation très fréquente en pratique) ? La jurisprudence n'a pas apporté de réponse claire et définitive à cette question. Néanmoins, le Conseil d'Etat a jugé, dans une décision du 19 décembre 2024, qu'il revient à la Commission des sanctions d'apprécier, a posteriori, le respect des droits de la défense, notamment afin de déterminer si ces derniers ont été irrémédiablement atteints<sup>69</sup>. La frontière entre la procédure d'enquête et la procédure de sanction n'est alors plus aussi nette qu'il

<sup>65</sup> CJUE, 2 févr. 2021, n° C-481/19, DB/Consob

<sup>66</sup> Cons. const., 21 mars 2025, n° 2025-1128 QPC

<sup>67</sup> Cass. com., 10 juill. 2024, n° 24-10.054, publié au bulletin

<sup>68</sup> CE, 6ème - 5ème chambres réunies, 13 juin 2025, n° 471548

<sup>69</sup> CE, sect., 19 déc. 2024, n° 490157

n’y parait. Ainsi, la principale garantie dont bénéficient les personnes auditionnées par les enquêteurs de l’AMF réside dans la notification de leur droit à se faire assister du conseil de leur choix.

### **B. Une obligation réaffirmée lors d’une procédure de sanction**

Par une décision du 26 septembre 2025<sup>70</sup>, le Conseil constitutionnel a jugé que le droit au silence doit être notifié à toute personne poursuivie devant la Commission des sanctions de l’AMF. Interrogé sur la conformité des dispositions des paragraphes I et IV de l’article L. 621-15 du CMF, lesquels ne prévoient pas d’obligation de notification du droit de se taire, le Conseil constitutionnel a considéré que « les dispositions contestées méconnaissent les exigences de l’article 9 de la Déclaration de 1789. ». Le Conseil des Sages a ainsi consacré l’obligation de notifier le droit au silence à toute personne mise en cause devant la Commission des sanctions de l’AMF. Cette décision fait suite à une précédente décision du 8 août 2025<sup>71</sup> dans laquelle le Conseil constitutionnel avait également affirmé l’existence d’une obligation de notification du droit de se taire à toute personne faisant l’objet d’une procédure de sanction devant la Commission nationale de l’informatique et des libertés (CNIL). Le caractère répressif de ces procédures justifiant le strict respect des droits de la défense et des principes du procès équitable, l’effectivité du droit de se taire doit naturellement être garantie par sa notification préalable.

<sup>70</sup> Cons. const., 26 sept. 2025, n° 2025-1164 QPC, Sté Eurotitrisation

<sup>71</sup> Cons. const., 8 août 2025, n° 2025-1154 QPC

<sup>72</sup> Commentaire de la décision suivante : Cons. const. 15 nov. 2024, n° 2024-1111 QPC

Cette nouvelle décision illustre ainsi la « ligne de partage » tracée par le Conseil constitutionnel dans sa décision du 15 novembre 2024, dans laquelle il avait entendu distinguer « les situations justifiant la notification du droit de se taire et celles qui ne l’imposent pas »<sup>72</sup>. Cependant, cette séparation théorique entre les procédures d’enquête, ou de contrôle, et les procédures de sanctions de l’AMF ne fait pas l’unanimité au sein de la doctrine, en particulier parmi les auteurs favorables à une obligation d’information préalable<sup>73</sup>. Selon eux, cette distinction fragilise l’équilibre procédural dès lors qu’en pratique, les procédures sont étroitement imbriquées : les auditions menées en phase d’enquête nourrissent directement la procédure de sanction et les déclarations recueillies peuvent être ultérieurement utilisées à charge. Une telle séparation fait ainsi peser un risque d’atteinte irréversible aux droits de la défense. En outre, cette distinction est source d’insécurité juridique pour le justiciable qui, entendu au cours de l’enquête, n’est pas en mesure d’identifier l’étendue des droits dont il dispose.

### **III. L’effectivité du droit de se taire**

#### **A. Une effectivité limitée par des exigences de transparence et de coopération**

Résultant droits de la défense et des principes du procès équitable, le droit au silence est un droit fondamental non-absolu auquel s’applique un principe de proportionnalité. En effet, le droit de se taire est limité par les exigences de coopération

<sup>73</sup> N. Ida, « L’AMF et le droit de se taire », D., 2025, p. 1102 ; N. Ida, « La notification du droit de se taire devant la commission des sanctions de l’AMF », D., 2025, p. 2064 ; J. M. Brigant, A. Bellezza, « Visite domiciliaire des enquêteurs de l’AMF : pas (encore) de notification du droit de se taire », Rev. sc. crim., 2025, p. 389

et de transparence que doivent respecter les assujettis. La Charte de l'enquête de l'AMF, publiée le 27 septembre 2021, rappelle à ce titre que le droit au silence ne saurait justifier un refus de s'y soumettre de la part des justiciables<sup>74</sup>. De même, la Cour de justice de l'Union européenne a précisé que « le droit au silence ne saurait toutefois justifier tout défaut de coopération de la personne concernée avec les autorités compétentes »<sup>75</sup>. Toute personne faisant l'objet d'une enquête ou d'une procédure de sanction est donc tenue de coopérer avec les enquêteurs de l'AMF en donnant un accès effectif à ses locaux, en répondant aux convocations et en fournissant les documents demandés dans les meilleurs délais. Le droit de se taire est ainsi circonscrit aux simples aveux et déclarations faits par la personne concernée au cours des auditions menées par l'AMF. La Cour de cassation a déjà jugé que « le droit au silence ne saurait fonder un quelconque refus de transmettre des documents demandés, nécessaires à la conduite du contrôle ou de l'enquête »<sup>76</sup>. Cependant, se pose la question de savoir si la communication d'un document auto-incriminant durant la phase d'enquête ou de contrôle porte atteinte aux droits de la défense. La jurisprudence n'ayant pas encore apporté de réponse à cette question, elle devra sans doute faire l'objet d'une analyse *in concreto*.

Par ailleurs, l'exercice du droit de se taire, susceptible d'être assimilé à un manquement au devoir de coopération, expose celui qui l'invoque au risque d'une sanction au titre du délit d'entrave. Or, le délit d'entrave est puni de deux ans d'emprisonnement et de 300 000 euros

d'amende. Ce risque, que les enquêteurs de l'AMF ne manquent pas de rappeler en amont des auditions, renforce le devoir général de coopération qui incombe au justiciable et vide de sa substance le droit de se taire. En effet, l'incrimination du délit d'entrave laisse à penser que le justiciable n'a pas d'autre choix que de collaborer, quitte à s'auto-incriminer. L'AMF a ainsi pu retenir un manquement d'entrave à l'encontre de tiers qui n'étaient pourtant pas mis en cause dans le cadre d'une procédure d'enquête<sup>77</sup>. En outre, si les enquêteurs de l'AMF ne sont pas contraints de notifier à la personne auditionnée son droit de se taire, ils veillent à rappeler les conséquences attachées à un défaut de coopération. Ce déséquilibre informationnel laisse ainsi croire au justiciable qu'il ne dispose pas du droit de garder le silence. Enfin, même lorsque la personne auditionnée a connaissance de ses droits, cette menace dont les contours demeurent flous contribue en pratique à la dissuader d'invoquer son droit au silence.

### **B. Une effectivité limitée par la nécessité de préserver ses relations avec le régulateur**

Opposer le droit au silence au cours d'une procédure d'enquête, de contrôle ou de sanction peut être interprété par les enquêteurs de l'AMF comme un indice de mauvaise foi de la personne concernée. Plus encore, l'exercice d'un tel droit peut être perçu comme un indice de la présence d'une activité délictuelle que le justiciable chercherait à dissimuler. Ainsi, l'invocation du droit au silence pourrait contribuer à renforcer les soupçons des enquêteurs et les motiver à prolonger et approfondir leurs

<sup>74</sup> Charte de l'enquête de l'AMF, 27 sept. 2021

<sup>75</sup> CJUE, 2 févr. 2021, n° C-481/19, DB/Consob

<sup>76</sup> Cass. com., 9 janv. 2019, n° 17-23.223, inédit

<sup>77</sup> AMF, comm. sanct., déc. 19 nov. 2019, SAN 2019 15

investigations. En pratique, ce risque peut se traduire notamment par des demandes complémentaires de documents ainsi que par la multiplication des auditions. C'est ce qu'a sous-entendu l'AMF lorsqu'elle considère que « ce droit ne fait pas obstacle à celui, pour les membres de la Commission, de tirer de cette attitude de silence et plus encore d'assertions volontairement inexacts, toutes conséquences utiles »<sup>78</sup>. La personne concernée semble alors avoir intérêt à collaborer avec les enquêteurs, les contrôleurs ou encore la commission des sanctions, neutralisant un peu plus la portée du droit de se taire.

Enfin, l'invocation du droit au silence, susceptible d'être assimilée à un manque de loyauté procédurale, peut également altérer les relations entretenues avec le régulateur. Cette détérioration des relations avec l'AMF peut alors porter atteinte à la réputation du justiciable et à la confiance que lui accorde le marché. Or, en matière financière, la réputation et la confiance du marché est essentielle, une atteinte à ce paramètre pouvant avoir des conséquences économiques significatives. Il est alors opportun de distinguer les personnes assujetties faisant l'objet d'une enquête ou d'un contrôle et les personnes non-régulées par l'AMF. Etant soumises à une surveillance continue et appelées à interagir régulièrement avec l'AMF, les personnes assujetties ont un intérêt accru à préserver de bonnes relations avec le régulateur en faisant preuve de bonne foi et en collaborant avec les enquêteurs. Cette contrainte relationnelle, propre aux acteurs

régulés, contribue ainsi à restreindre encore davantage l'effectivité du droit au silence.

## DOSSIERS

# La lutte contre la fraude bancaire

Par Ambre Razat

La fraude bancaire représente aujourd'hui un enjeu majeur pour le secteur financier. En France, elle génère chaque année plusieurs centaines de millions d'euros de préjudice<sup>79</sup>, illustrant l'ampleur d'un phénomène qui ne cesse de se renouveler. Longtemps cantonnée à des techniques rudimentaires, elle a connu une transformation profonde sous l'effet de la numérisation des services financiers et de l'évolution des moyens de paiement.

En effet, afin de répondre aux exigences de rapidité et de fluidité de leur clientèle, les établissements financiers ont développé des instruments de paiement toujours plus rapides, au premier rang desquels figurent les virements instantanés. Si cette instantanéité est devenue un standard dans le monde des affaires, elle crée également un risque : celui de réduire les marges de manœuvre permettant de détecter, de bloquer ou de corriger une opération frauduleuse<sup>80</sup>. Or la fraude bancaire joue précisément sur l'urgence et la peur, tout en profitant de la confiance du titulaire du moyen de paiement qui est placé sous pression au moment de l'autorisation de l'opération.

Les fraudeurs ne cessent d'innover, en développant de nouvelles

<sup>78</sup> AMF, comm. sanct., déc. 21 sept. 2009, SAN 2009 32

<sup>79</sup> Richard MICHAUD, « Les arnaques financières : ce mal français dont on parle (trop) peu et qui nous pourrit la vie », *Les Echos*,

octobre 2025

<sup>80</sup> Rachel COTTE, « Les nouvelles mesures se multiplient pour contrer les fraudes aux moyens de paiement », *Les Echos*, novembre 2025

techniques destinées à contourner les dispositifs de sécurité existants. Aux fraudes traditionnelles se sont ajoutés des procédés de manipulation mentale de plus en plus élaborés, s'appuyant sur les réseaux sociaux et, plus récemment, sur l'intelligence artificielle générative. Ces pratiques mettent à rude épreuve la vigilance des particuliers et des professionnels.

Face à ce constat, il apparaît nécessaire d'analyser les mécanismes de fraude bancaire (I), ainsi que les dispositifs de protection existants et leurs limites face à ces nouvelles pratiques (II). La sophistication des fraudes impose une adaptation du cadre juridique, dont témoigne l'émergence de réponses législatives nationales et européennes visant à renforcer la protection des consommateurs et à responsabiliser l'ensemble des acteurs de l'écosystème financier et numérique (III).

## **I. La fraude bancaire : des techniques traditionnelles aux manipulations psychologiques sophistiquées**

La fraude bancaire recouvre aujourd'hui des réalités très diverses, pouvant néanmoins être regroupées en deux grandes catégories. D'un côté, les fraudes dites « techniques »<sup>81</sup>, comme le piratage de cartes bancaires ou l'exploitation de failles informatiques. De l'autre, des fraudes fondées sur la manipulation mentale des victimes, qui connaissent un essor préoccupant ces dernières années. Cette seconde catégorie

pose un défi majeur aux régulateurs, car elle contourne les mécanismes de sécurité conçus pour protéger les consommateurs. Elle révèle les limites des dispositifs de sécurité actuels, pourtant renforcés ces dernières années, et souligne la nécessité d'une adaptation continue des mécanismes de lutte contre la fraude.

Contrairement aux attaques purement techniques, la fraude par manipulation mentale consiste à conduire la victime à valider elle-même une opération frauduleuse. En incitant le client à autoriser lui-même l'opération, les escrocs parviennent à neutraliser l'authentification forte imposée par le législateur<sup>82</sup>. Ce mode opératoire repose sur l'urgence et la peur : un prétendu conseiller bancaire contacte la victime, évoque une tentative de fraude en cours et l'invite à agir rapidement pour « sécuriser » ses fonds. Sous la pression, le client exécute les instructions reçues, ce qui peut conduire en quelques minutes à vider complètement son compte. La fraude par manipulation mentale présente la particularité de toucher à la fois les paiements par carte et les virements.

Sur le plan juridique, la distinction entre opérations autorisées et non autorisées revêt une importance déterminante. La jurisprudence récente<sup>83</sup> rappelle que les règles protectrices du Code monétaire et financier ne s'appliquent pas lorsque l'opération a été validée par le client, même sous l'emprise d'une manipulation. Dans ces situations, le payeur ne peut qu'engager la responsabilité civile de sa banque, à condition de démontrer un manquement à

<sup>81</sup> Rachel COTTE, « Escroqueries financières : les nouveaux visages d'un fléau tentaculaire », *Les Echos*, août 2025

<sup>82</sup> Rachel COTTE, « Fraude aux moyens de paiement : l'escroquerie par manipulation reste la plus coûteuse », *Les Echos*, septembre 2025.

<sup>83</sup> Com, 12 juin 2025, n°24-13.697.

son devoir de vigilance, ce qui suppose l'existence d'anomalies suffisamment apparentes pour alerter l'établissement. Cette distinction dépasse le cadre européen. Aux États-Unis, certaines plateformes de paiement ont été critiquées pour des processus d'inscription insuffisamment sécurisés, permettant à des escrocs de se faire passer pour des entreprises ou des entités publiques. Toutefois, comme en Europe, les établissements concernés ont souvent fait valoir que les plaintes portaient sur des paiements autorisés, pour lesquels aucun remboursement automatique n'est prévu par la loi.

Or, les schémas frauduleux se renouvellent sans cesse, accentuant la vulnérabilité des consommateurs. Les courriels d'hameçonnage sont de plus en plus convaincants, les faux SMS se multiplient, et les techniques de spoofing, consistant à usurper un numéro de téléphone, rendent la supercherie encore plus difficile à détecter. À cela s'ajoute désormais l'intelligence artificielle générative à l'origine de la création de contenus falsifiés dits « deepfakes », qui permettent d'imiter la voix ou l'image d'une personne réelle. Cela permet aux fraudeurs d'industrialiser leurs attaques, de les déployer dans toutes les langues et d'en améliorer considérablement la crédibilité. Tous ces procédés reposent sur une même logique, celle de la confusion entre le vrai et le faux.

Les particuliers ne sont pas les seules victimes de ces schémas. En 2021, le promoteur immobilier Sefri-Cime a été victime d'une fraude dite « au président » : un comptable a transféré 38 millions d'euros à un escroc en croyant agir sur instruction du président de la société. Ce type de fraude démontre que même les

entreprises dotées de structures internes solides peuvent être déstabilisées par des techniques de manipulation bien orchestrées. Les chiffres témoignent de l'ampleur de ce phénomène : la fraude au virement a atteint 351 millions d'euros en 2024, dont une part croissante liée aux virements instantanés. Bien que la fraude par manipulation mentale se soit stabilisée, elle demeure celle qui génère les pertes financières les plus importantes.

Ces pratiques ne reposent pas exclusivement sur l'exploitation de la vulnérabilité psychologique des victimes. Les fraudeurs s'appuient également sur l'ensemble des outils technologiques disponibles. La numérisation des services financiers, en abolissant les contraintes géographiques, leur offre un champ d'action quasi illimité. Internet et les réseaux sociaux constituent un terrain particulièrement propice à ces arnaques : faux profils, publicités pour des placements fictifs et liens d'hameçonnage y prolifèrent, et ce, en l'absence de mécanismes de contrôle suffisamment efficaces. Ce constat est confirmé par Denis Beau, sous-gouverneur de la Banque de France, qui souligne que la numérisation favorise une « sophistication inédite des cas de fraude ». Plusieurs observateurs regrettent d'ailleurs le manque d'implication des grandes plateformes dans la protection des utilisateurs.

Enfin, à côté de l'usage des outils technologiques modernes et des failles psychologiques, des schémas plus anciens continuent de prospérer. Les pyramides de Ponzi, fondées sur l'entrée constante de nouveaux investisseurs pour rémunérer les anciens, restent d'une efficacité redoutable. Elles reposent sur une promesse inchangée : des rendements

élevés sans risque, qui s'avèrent être une illusion pour les victimes.

Ces pratiques interrogent directement l'efficacité des mécanismes juridiques existants destinés à prévenir la fraude et à protéger les titulaires de moyens de paiement.

## **II. Le rappel des mécanismes de protection existants : l'authentification forte et ses limites**

La sophistication croissante des fraudes bancaires doit être analysée à l'aune du droit positif. En effet, il existe déjà un ensemble de mécanismes destinés à prévenir les usages frauduleux à travers les obligations pesant sur les prestataires de services de paiement et sur l'exigence d'authentification forte.

De prime abord, l'émetteur de l'instrument de paiement est soumis à un devoir de diligence. Il lui incombe de garantir à ses clients l'accès permanent à des dispositifs appropriés leur permettant de signaler rapidement toute anomalie, qu'il s'agisse de la perte, du vol, du détournement ou de toute utilisation non autorisée de l'instrument de paiement ou des données qui lui sont liées<sup>84</sup>. Dès réception de cette information, le prestataire doit empêcher toute nouvelle utilisation de l'instrument concerné. Il doit également être en mesure de produire, pendant un délai déterminé, les éléments attestant que le titulaire a bien effectué

cette déclaration.

Le prestataire est aussi tenu à des « obligations préventives de sécurité »<sup>85</sup>. Il lui est notamment interdit d'adresser à un client un instrument de paiement non sollicité, sauf lorsqu'il s'agit de remplacer un instrument existant<sup>86</sup>. Il supporte les risques liés à l'acheminement de la carte ou des dispositifs de sécurité personnalisés<sup>87</sup>. Ces exigences traduisent la volonté du législateur de faire peser sur l'émetteur une part significative de la responsabilité en matière de prévention des risques de fraude.

Les cartes de paiement et de retrait sont par ailleurs dotées d'un dispositif de sécurité personnalisé, matérialisé par un code secret propre à chaque utilisateur. Toutefois, l'essor des paiements à distance, et en particulier des paiements en ligne, a nécessité l'instauration de mécanismes spécifiques qui visent à vérifier l'authenticité d'une transaction, en s'assurant qu'elle ait bien été engagée par le porteur de la carte. C'est dans ce contexte qu'a été mis en place le protocole 3D Secure par les principaux réseaux de paiement. Ce dispositif a été profondément renforcé par la directive européenne sur les services de paiement de 2015 (DSP2)<sup>88</sup> puis complétée par le règlement délégué de 2017<sup>89</sup>, qui ont introduit une innovation majeure : l'authentification forte du client.

L'authentification forte, désormais intégrée en droit interne<sup>90</sup>, repose sur l'utilisation d'au moins deux éléments

<sup>84</sup> Article L.133-15, III du CMF

<sup>85</sup> Jean-François RIFFARD, « Paiement par carte bancaire », *JCL. Droit bancaire et financier*, Fasc. n°270, 14 janvier 2024

<sup>86</sup> Article L.133-15, I du CMF

<sup>87</sup> Article L.133-15, IV du CMF

<sup>88</sup> Directive (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 novembre 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur, modifiant les directives

2002/65/CE, 2009/110/CE et 2013/36/UE et le règlement (UE) no 1093/2010, et abrogeant la directive 2007/64/CE.

<sup>89</sup> Règlement délégué (UE) 2018/389 de la Commission du 27 novembre 2017 complétant la directive (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation relatives à l'authentification forte du client et à des normes ouvertes communes et sécurisées de communication.

<sup>90</sup> Article L.133-44 du CMF.

appartenant à des catégories distinctes et indépendantes : un élément de connaissance (quelque chose que seul l'utilisateur connaît), un élément de possession (quelque chose que seul l'utilisateur possède) et un élément d'inhérence (quelque chose que l'utilisateur est). Cette combinaison vise à garantir que la compromission d'un facteur n'entraîne pas celle de l'ensemble du dispositif, tout en assurant la confidentialité des données d'authentification. Le législateur impose le recours à cette authentification renforcée dans plusieurs situations précisément énumérées : lors de l'accès à un compte de paiement en ligne, de l'initiation d'une opération de paiement électronique ou de l'exécution d'une opération via un moyen de communication à distance susceptible de comporter un risque de fraude.

Le protocole 3D Secure a été adapté à l'exigence de l'authentification forte en imposant au titulaire de la carte d'activer un dispositif d'authentification fourni par son établissement bancaire, puis de valider l'opération à l'aide d'un code unique, d'une donnée biométrique ou d'une caractéristique personnelle. Des ajustements ont néanmoins été prévus pour préserver la fluidité de certains paiements. Ainsi, les opérations sans contact de faible montant peuvent être exemptées d'authentification forte, sous réserve de seuils stricts. Dès que ces seuils sont dépassés, l'authentification forte redevient obligatoire. Cette recherche d'équilibre entre sécurité et simplicité illustre les arbitrages constants opérés par le législateur.

Sur le terrain de la responsabilité,

le cadre juridique issu de la DSP2 se veut particulièrement protecteur du client. En cas d'opération de paiement non autorisée, le principe est celui du remboursement<sup>91</sup>. Il est toutefois précisé que, avant l'information du prestataire, le client supporte les pertes financières dans la limite d'un plafond de 50 euros. À compter de cette information, l'intégralité des pertes est supportée par la banque. Dans certaines hypothèses, notamment lorsque l'opération frauduleuse est intervenue sans utilisation des données de sécurité personnalisées ou à la suite d'une perte ou d'un vol difficilement détectable par le client, ce dernier est totalement exonéré de sa responsabilité. Cette protection n'est toutefois pas absolue. Lorsque la perte résulte d'un agissement frauduleux du payeur ou d'une négligence grave dans la conservation de ses données de sécurité ou dans l'information de la banque, la protection légale disparaît, y compris lorsque l'opération n'a pas été autorisée par le payeur.

Ces limites du cadre actuel expliquent la nécessité d'une intervention législative, destinée à adapter les règles existantes à l'évolution des pratiques frauduleuses.

### **III. La réponse législative à la fraude bancaire : entre initiatives nationales et harmonisation européenne**

La lutte contre la fraude bancaire ne repose plus uniquement sur des dispositifs techniques mis en place par les établissements financiers. Elle s'inscrit désormais dans un cadre juridique renforcé, combinant prévention,

---

<sup>91</sup> Articles L.133-18 et suivants du CMF

responsabilisation des acteurs et coopération entre institutions publiques et privées. En France comme à l'échelle européenne, le législateur a cherché à répondre à l'essor des fraudes, accentué par la numérisation des paiements et la généralisation des virements instantanés, tout en tenant compte des coûts et des contraintes que ces nouvelles obligations font peser sur les acteurs du secteur financier.

En France, les autorités de régulation jouent un rôle central dans cette stratégie. L'Autorité des marchés financiers (AMF), aux côtés de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), a multiplié les initiatives visant à renforcer la prévention en amont des fraudes, notamment par des campagnes de sensibilisation à destination du grand public. Face à des arnaques de plus en plus sophistiquées, souvent diffusées via les réseaux sociaux et ciblant des publics jeunes et connectés, l'AMF a adapté sa communication en adoptant les « codes d'internet ». Des webinaires consacrés à l'investissement ou à la Bourse, ainsi que le développement d'outils ludiques comme le jeu en ligne Investipolis, conçu pour apprendre à identifier les pièges financiers dans un environnement immersif, ont par exemple été mis en place. L'AMF entend atteindre les particuliers à travers leurs pratiques numériques courantes. L'objectif est de développer l'esprit critique des épargnants et leur donner les outils nécessaires pour identifier les schémas frauduleux avant qu'un préjudice ne survienne. Ces actions pédagogiques s'inscrivent dans la durée. Les premiers résultats observés ont été

encourageants et ont conduit l'autorité à poursuivre et renforcer cette approche.

L'AMF propose également un service de médiation qui constitue à cet égard un instrument clé, permettant de résoudre à l'amiable les différends opposant particuliers et professionnels. Ce dispositif participe à la protection des clients tout en contribuant à préserver la confiance dans le système financier, enjeu devenu majeur face à la multiplication des contentieux liés aux fraudes et aux demandes d'indemnisation.

Sur le plan législatif, le Parlement français a récemment adopté une mesure ayant conduit à la création d'un fichier national des comptes bancaires signalés pour risque de fraude (FNC-RF)<sup>92</sup>, dont la gestion serait assurée par la Banque de France. Ce registre a vocation à centraliser les signalements de comptes impliqués dans des fraudes, afin de permettre aux établissements bancaires d'identifier plus rapidement les circuits frauduleux et, le cas échéant, de bloquer les comptes concernés. Dans un contexte où les virements, et en particulier les virements instantanés, laissent peu de marge de manœuvre pour intervenir après coup, cet outil vise à renforcer la coopération entre banques et autorités publiques, tout en améliorant l'efficacité de la détection en amont.

D'autres propositions législatives ont cherché à répondre aux limites du cadre actuel, notamment en matière d'irrévocabilité des virements. Une proposition de loi prévoit d'introduire une exception permettant le retour des fonds en cas de fraude caractérisée, sous réserve d'une demande formulée dans un délai de

---

<sup>92</sup> Loi n° 2025-1058 du 6 novembre 2025 visant à renforcer la lutte contre la fraude bancaire, JORF, n°0262, 7 novembre 2025, texte n°4.

48 heures. Toutefois, cette mesure ne s'appliquerait pas aux virements instantanés, ce qui en réduit considérablement la portée et illustre les difficultés rencontrées par le législateur face à l'évolution rapide des moyens de paiement.

À l'échelle européenne, la réponse apparaît plus globale et plus ambitieuse. Le règlement (UE) 2024/886 du 13 mars 2024<sup>93</sup> applicable à compter du 9 octobre 2025 marque une étape importante dans l'encadrement des virements instantanés en euros, en plaçant la sécurité au cœur de leur développement. Afin de renforcer la confiance des utilisateurs et de limiter les risques de fraude, le texte impose aux prestataires de services de paiement de généraliser l'offre de virements instantanés à des conditions tarifaires équivalentes aux virements classiques. Il instaure notamment un mécanisme obligatoire de vérification de la concordance entre le nom du bénéficiaire et l'IBAN, destiné à prévenir les erreurs et les détournements frauduleux avant l'autorisation du virement. Le règlement renforce aussi les dispositifs de surveillance des comptes, en imposant des contrôles réguliers liés aux mesures de gel des avoirs, afin de concilier la rapidité d'exécution des virements instantanés avec les exigences de sécurité et de lutte contre les usages frauduleux.

Le 27 novembre 2025, la Commission, le Parlement et le Conseil européens sont parvenus à un accord politique autour d'un nouveau paquet législatif composé de la troisième directive

sur les services de paiement (DSP3) et d'un règlement sur les services de paiement (RSP), destinés à remplacer le cadre actuel issu de la DSP2<sup>94</sup>. Cette réforme vise à harmoniser les règles applicables aux services de paiement dans l'ensemble de l'Union européenne, tout en renforçant la prévention de la fraude et la protection des consommateurs. Le règlement sur les services de paiement s'applique à un champ d'acteurs particulièrement large, incluant les banques, établissements de paiement, services postaux, prestataires de services techniques, mais aussi, dans certains cas, fournisseurs de communications électroniques et plateformes en ligne. L'objectif est de créer un cadre cohérent dans lequel chaque acteur intervenant dans la chaîne de paiement assume une part de responsabilité. Cela permettrait de responsabiliser davantage les établissements financiers qui ne mettraient pas en œuvre des mécanismes de prévention appropriés. En cas de fraude avérée, ces derniers pourraient être tenus de couvrir les pertes subies par les clients.

Les nouvelles règles renforcent les exigences en matière d'authentification sécurisée et d'évaluation des risques, tout en imposant aux prestataires de proposer des plafonds de dépenses et des dispositifs de blocage destinés à limiter l'exposition des clients à la fraude.

Cet accord européen transforme le cadre juridique en matière de remboursement. Toute transaction initiée ou modifiée par un fraudeur est désormais considérée comme non autorisée,

<sup>93</sup> Ministère de l'Économie des Finances et de la Souveraineté industrielle et numérique, « Vers une uniformisation des pratiques et un renforcement de la sécurité et de la lutte contre la fraude bancaire » (en ligne), Direction des Affaires juridiques, décembre 2025.

<sup>94</sup> Parlement européen, « Accord sur les services de paiement : plus de protection contre la fraude en ligne et les frais cachés » (en ligne), Communiqué de presse du Parlement européen, novembre 2025.

engageant la responsabilité du prestataire pour l'intégralité du montant détourné. Il en va de même dans les cas de fraude par usurpation d'identité, notamment lorsque l'escroc se fait passer pour un employé d'un prestataire et incite le client à valider une opération, le remboursement devient la règle dès lors que la fraude est signalée. Le principe sous-jacent est celui de la bonne foi présumée du consommateur, la charge de la preuve pesant sur les établissements financiers.

Enfin, le nouveau cadre européen élargit la lutte contre la fraude au-delà du seul secteur bancaire. Les grandes plateformes en ligne et les réseaux sociaux peuvent voir leur responsabilité engagée lorsqu'ils hébergent des contenus frauduleux signalés, sans avoir pris les mesures nécessaires pour les retirer. Dans ces situations, ils devront indemniser les prestataires de services de paiement ayant remboursé les clients victimes. Les règles encadrant la publicité pour des services financiers sont également renforcées, les annonceurs devront prouver leur habilitation légale avant toute diffusion sur les grandes plateformes et les moteurs de recherche. Cette approche traduit la volonté du législateur européen de mieux répartir les mesures de lutte contre la fraude entre l'ensemble des acteurs du secteur financier et du numérique. Il reste à espérer que cet accord politique encore provisoire sera concrétisé par l'adoption effective desdites dispositions

## DOSSIERS

# Intelligence artificielle et risques systémiques

Par Elise NAUDON

La numérisation du monde visible a créé un mouvement de bascule de la normativité juridique qui se déplace vers des univers invisibles, virtuels et dématérialisés. Les systèmes d'intelligence artificielle se définissent, selon le « *règlement IA* »<sup>95</sup>, comme des systèmes automatisés conçus pour fonctionner à différents niveaux d'autonomie, pouvant faire preuve d'une capacité d'adaptation après leur déploiement et qui, pour des objectifs explicites ou implicites, déduisent, à partir des entrées qu'ils reçoivent, la manière de générer des sorties telles que des prédictions, du contenu, des recommandations ou des décisions susceptibles d'influencer les environnements physiques ou virtuels. La réglementation de ces technologies est complexe, car elle doit équilibrer la nécessité de protéger les marchés et les consommateurs sans pour autant entraver l'innovation technologique.

Avec la généralisation de l'intelligence artificielle émergent des risques divers qui soulèvent des enjeux majeurs pour la confiance et l'usage responsable des systèmes automatisés.

## I. Les caractères de l'intelligence artificielle

L'intelligence artificielle repose sur deux éléments essentiels : un algorithme et des données<sup>96</sup>. L'algorithme

<sup>95</sup> PE et Cons. UE, règl. (UE) 2024/1689, 13 juin 2024

<sup>96</sup>Nathalie MARTIAL-BRAZ, « *L'apport de l'intelligence artificielle à la banque, Enjeux et contraintes en matière de*

ne peut fonctionner sans données, c'est-à-dire qu'il ne peut y avoir d'autonomie et d'apprentissage sans données.

D'une part, l'algorithme est, selon la Commission Nationale de l'Informatique et des Libertés (CNIL), « *une suite finie et non ambiguë d'instructions permettant d'aboutir à un résultat à partir de données fournies en entrée* ». Son emploi nécessite le respect du principe de transparence imposé par le Règlement Général sur la Protection des Données (RGPD)<sup>97</sup>, c'est-à-dire permettre aux personnes concernées de comprendre le traitement qui sera fait de leurs données et d'en assurer la maîtrise en facilitant l'exercice de leurs droits. En effet, l'un des défis majeurs de l'intelligence artificielle réside dans l'explicabilité des algorithmes – la compréhension technique et objective du fonctionnement d'un algorithme – du fait de leur caractère de « *boîte noire* ». Une boîte noire est un système dans lequel il est possible d'observer les entrées et les sorties, mais dont le fonctionnement interne est inconnu, opaque ou incompréhensible. Une explication idéale posséderait donc les qualités suivantes<sup>98</sup> : précise, en ce qu'elle décrit aussi précisément que possible le cas considéré et le fonctionnement exact de l'algorithme ; complète, en ce qu'elle couvre l'ensemble des motifs et caractéristiques des prédictions en question ; compréhensible, en ce qu'elle ne nécessite pas d'effort exorbitant pour être correctement comprise par l'audience à qui elle est destinée ; succincte, en ce qu'elle est assez concise pour être assimilée en un

temps raisonnable en fonction des contraintes de temps ou de productivité du processus dans lequel elle s'inscrit ; actionnable, en ce qu'elle permet des actions de la part d'un humain ; robuste, en ce qu'elle demeure valable et utile lorsque les données sont changeantes et bruitées ; et réutilisable, en ce qu'elle peut être personnalisée selon le type d'audience.

D'autre part, la donnée peut se définir comme une « *représentation conventionnelle d'une information en vue de son traitement informatique* ». En l'occurrence, un traitement adéquat des données est nécessaire : une conformité réglementaire et la prise en considération d'enjeux éthiques. Premièrement, les aspects de conformité réglementaire comprennent tant la conformité aux réglementations relatives à la protection de la vie privée ou des données personnelles au travers du RGPD, que la prise en compte des contraintes réglementaires spécifiques à un cas d'usage. Traditionnellement, les données bancaires ne sont pas des données particulières, car elles répondent à la définition classique de la donnée, énoncée à l'article 4.1 du RGPD, en ce qu'elles se rapportent à « *toute information se rapportant à une personne physique identifiée ou identifiable [...]* », et non à la définition de la donnée dite sensible de l'article 9 du RGPD. Par conséquent, les données bancaires sont soumises aux dispositions de droit commun du RGPD, et non aux conditions de traitement renforcées applicables aux données

*données à caractère personnel* », Revue de droit bancaire et financier, Novembre-Décembre 2019

<sup>97</sup> PE et Cons. UE, règl. (UE) 2016/679, 27 avr. 2016 relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données

<sup>98</sup> Laurent Dupont, Olivier Fliche, Su Yang, « *Gouvernance des algorithmes d'intelligence artificielle dans le secteur financier* », Document de réflexion, Pôle Fintech-Innovation, ACPR, Juin 2020

sensibles. Toutefois, le G29 admet, dans ses lignes directrices<sup>99</sup> que les données bancaires sont des « *données à caractère hautement personnel* ». De même, le Code monétaire et financier reconnaît que certaines données financières puissent être pourvues d'une certaine sensibilité. Par conséquent, leur accès, leur traitement et leur conservation, relatifs à l'exécution des services de paiement fournis par des prestataires de services de paiement, requièrent le consentement exprès de l'utilisateur de services de paiement<sup>100</sup>. Deuxièmement, les enjeux d'éthique et d'équité incluent notamment les problématiques induites par tout processus de décision automatique ou d'assistance, par une intelligence artificielle, à la prise de décision. En effet, la performance de l'intelligence artificielle est largement dépendante de la qualité des données et de l'absence de biais dans leur traitement. D'une part, la qualité des données implique de vérifier la qualité des sources utilisées ainsi que la pertinence des données au regard des objectifs recherchés : il est nécessaire de s'assurer que les données sont représentatives de la population ciblée afin qu'elles n'engendrent pas de phénomènes d'exclusion. D'autre part, les biais peuvent être directement présents dans les variables utilisées, par exemple avec des variables considérées comme discriminatoires, ou ils peuvent être implicites, c'est-à-dire que la discrimination résulte de l'interaction de plusieurs variables qui n'apparaissent pas en soi discriminatoires.

<sup>99</sup> Groupe de travail « *Article 29* », Lignes directrices concernant l'analyse d'impact relatives à la protection des données et la manière de déterminer si le traitement est « *susceptible d'engendrer un risque élevé* » aux fins du règlement (UE) 2016/679, 4 avr. 2017

<sup>100</sup> Article L.521-5 du Code monétaire et financier

L'intelligence artificielle implique la constitution d'une base de données pour alimenter un algorithme, qui peut, lorsqu'elle est rendue accessible publiquement, s'inscrire dans le phénomène dit d'open data. L'ouverture des données est une tendance qui s'observe dans le secteur bancaire au travers de l'open banking, mis en œuvre par la directive DSP2<sup>101</sup>, réformée par la directive DSP3. Puis dans le secteur financier, la Commission européenne a proposé un nouveau cadre d'accès aux données financières (FIDA – Financial Data Access) le 28 juin 2023, qui constituerait la base législative de la mise en œuvre de l'open finance à l'échelle de l'Union européenne. FIDA permettrait aux consommateurs et aux entreprises d'autoriser des tiers, tels que des fintechs, à accéder à leurs données détenues par des institutions financières.

## II. L'amplification des risques par l'intelligence artificielle

Tout d'abord, une limitation majeure des modèles d'intelligence artificielle est le phénomène d'hallucination, dans lequel des réponses inexacts sont présentées comme des vérités<sup>102</sup>. C'est-à-dire que le modèle « *complète* » des sorties par des informations qui semblent plausibles, mais qui sont fabriquées ou incorrectes. Ces hallucinations sont classées en deux types : les hallucinations intrinsèques, où la sortie générée contredit la source, et les hallucinations extrinsèques, où la sortie générée ne peut pas être vérifiée à partir de la source. Ces hallucinations se

<sup>101</sup> Dir. (UE) 2015/2366 du Parlement européen et du Conseil du 25 nov. 2015 concernant les services de paiement dans le marché intérieur

<sup>102</sup> Sohini Roychowdhury, « *Journey of Hallucination-minimized Generative AI Solutions for Financial Decision Makers* », Novembre 2023

répercutent nécessairement sur le processus de décision, ce qui a pour conséquence une perte financière substantielle. Cela rend nécessaire la surveillance et la maîtrise des hallucinations lors de la conception de solutions destinées aux décideurs. Cela se traduit par un processus d'amélioration de la fiabilité des sorties des systèmes d'intelligence artificielle en s'intéressant aux causes sous-jacentes de ces erreurs<sup>103</sup>. Ainsi, diverses stratégies visant à atténuer les hallucinations dans les systèmes d'intelligence artificielle existent. Premièrement, les approches centrées sur les données se concentrent sur l'amélioration de la qualité et de la diversité des données. L'entraînement des modèles sur des ensembles de données de haute qualité, diversifiés et représentatifs aide le modèle à apprendre des schémas plus complets et à réduire l'impact des biais présents dans les données. Deuxièmement, les approches centrées sur le modèle permettent de concevoir des modèles d'intelligence artificielle plus robustes et plus interprétables, afin d'identifier et de corriger les erreurs dans le processus de raisonnement et d'améliorer leur capacité à distinguer les énoncés factuels des énoncés non factuels. Troisièmement, les stratégies d'entraînement et de décodage permettent l'entraînement des modèles avec un retour humain afin d'aligner leurs sorties sur les valeurs humaines et de réduire la génération de contenus nuisibles ou trompeurs. Quatrièmement, l'intégration de connaissances externes permet de fournir aux modèles un accès à des sources de connaissances externes afin d'ancrer

leurs réponses dans des informations factuelles. Cinquièmement, les techniques de détection et de vérification reposent sur la génération de multiples réponses et l'analyse de leur cohérence afin de détecter les hallucinations. Sixièmement, l'ingénierie des prompts permet la conception soignée des prompts pour influencer les sorties et réduire les hallucinations. Cela inclut la fourniture d'instructions claires, la spécification de contraintes et la demande au modèle de fournir des sources ou des justifications pour ses affirmations. En outre, la réduction des hallucinations constitue un défi de recherche permanent, et la combinaison de plusieurs de ces stratégies est souvent nécessaire pour obtenir les meilleurs résultats.

Ensuite, en matière de cybersécurité, le développement de l'intelligence artificielle n'ouvre pas de nouvelles failles, mais peut accentuer des failles préexistantes<sup>104</sup>. L'utilisation de l'intelligence artificielle permet d'automatiser des tâches répétitives et augmente le volume d'interconnexions informatiques. Cette automatisation décuple donc le nombre de failles potentielles exploitables par des cybercriminels. Par exemple, l'une des attaques les plus fréquentes fait appel aux techniques de « *flooding* », qui cherchent à biaiser les résultats de l'algorithme d'intelligence artificielle par l'introduction de données falsifiées dans les modèles.

Enfin, trois facteurs de risque pourraient être accentués par l'utilisation

---

<sup>103</sup> Brahmaleen Kaur Sidhu, « *Hallucinations in Artificial Intelligence: Origins, Detection, and Mitigation* », International Journal of Science and Research, Janvier 2025

<sup>104</sup> Olivier Fliche, Su Yang, « *Intelligence artificielle : enjeux pour le secteur financier* », Document de réflexion, Pôle Fintech-Innovation, ACPR, Décembre 2018

de l'intelligence artificielle<sup>105</sup>. Premièrement, le trading directionnel technologique est à l'origine des « *comportements moutonniers* ». En codant les algorithmes avec des variables similaires, les programmes de trading à haute fréquence tendent à converger vers la même stratégie. Cela risque d'accentuer la procyclicité et la volatilité du marché via des achats et des ventes simultanés de grandes quantités. C'est-à-dire que cela favoriserait le rassemblement d'acteurs individuels prenant des décisions similaires fondées sur les « *sorties* » d'algorithmes utilisées simultanément, amplifiant ainsi les chaînes de réactions négatives et induisant des effets de contagion. Deuxièmement, la vulnérabilité du marché face aux attaques est en partie due aux comportements moutonniers. En effet, il est plus aisé pour un cybercriminel d'influencer des agents qui agissent de la même manière plutôt que des agents autonomes, ayant des comportements bien distincts. Troisièmement, l'entraînement sur des données historiques : de nombreux algorithmes ont été entraînés dans des situations normales, et non en période de crise. Il y a donc un risque que les modèles d'intelligence artificielle accentuent les crises du marché financier en l'absence d'entraînement en période de crise, car ils sous-estimerait la fréquence et la sévérité d'événements extrêmes pouvant se réaliser et qui auraient un impact sur la performance des actifs. C'est-à-dire que certains modèles ne seraient pas capables d'anticiper les crises car ils dépendent de performances historiques trop courtes, hors périodes de crise.

### III. La bulle spéculative de l'intelligence artificielle ?

L'intelligence artificielle se généralise et permet aux entreprises d'optimiser les processus internes essentiels à leur activité via l'automatisation de nombreuses tâches. En ce sens, dans les secteurs bancaires et de l'assurance, les cas d'usage de l'intelligence artificielle se sont multipliés : relations clients (KYC, chatbots, robo-advisors, scoring...), automatisation des processus opérationnels (systèmes de paiement, opérations bancaires et financières), gestion des risques (crédit, conformité, LCB-FT...), analyse quantitative et prédictive (gestion de portefeuilles, trading...). De même, l'intelligence artificielle constitue un important levier de modernisation interne et « *d'augmentation* » de la supervision<sup>106</sup>. En ce sens, l'ACPR a opté, en 2020, pour une démarche nommée « *suptech* » - contraction de l'expression « *Supervisory technology* » - destinée à augmenter les capacités d'analyse des contrôleurs à l'aide des nouvelles technologies. Plus précisément, l'ACPR a présenté son outil « *Logiciel à l'usage du contrôle assisté par l'intelligence artificielle* », dénommé « *LUCIA* », permettant de détecter les failles potentielles dans le dispositif mis en place par l'entité contrôlée grâce à ses capacités accrues d'analyse.

Les progrès réalisés dans le domaine de l'intelligence artificielle et le développement des infrastructures physiques nécessaires à leur formation, leur utilisation et leur alimentation ont eu pour conséquence qu'un large éventail

<sup>105</sup> Olivier Fliche, Su Yang, « *Intelligence artificielle : enjeux pour le secteur financier* », Document de réflexion, Pôle Fintech-Innovation, ACPR, Décembre 2018

<sup>106</sup> Matthieu LUCCHESI, « *L'intelligence artificielle au service des intermédiaires financiers* », LexisNexis, Revue de droit bancaire et financier n°5 septembre-octobre 2024

d'entreprises de divers secteurs dépend, au moins en partie, des progrès de l'intelligence artificielle pour leurs revenus actuels et futurs<sup>107</sup>. C'est-à-dire que les valorisations des entreprises d'intelligence artificielle reposent en partie sur l'anticipation d'une forte croissance future des bénéfices. La problématique réside dans le fait qu'il est incertain que ces bénéfices se concrétisent. Des conséquences sur la stabilité financière pourraient donc survenir si les progrès réalisés dans ce domaine ne produisent pas les rendements escomptés par les investisseurs et les entreprises concernées.

Ainsi, cet intérêt croissant pour l'intelligence artificielle interroge quant à la potentialité d'une bulle<sup>108</sup>. Les bulles financières décrivent des situations dans lesquelles les prix augmentent bien au-delà de leurs valeurs intrinsèques, soutenus par la spéculation, l'euphorie et la déconnexion fréquente des fondamentaux. Ces prix artificiellement gonflés entraînent par la suite des corrections brutales qui ont des effets considérables sur l'économie dans son ensemble. Divers experts estiment que le domaine de l'intelligence artificielle présenterait tous les attributs d'une véritable bulle<sup>109</sup>, bien que celle-ci n'ait pas encore explosé : excès de crédit, surévaluation, comportements spéculatifs, distorsions de marché, concentration extrême de la performance, course au gigantisme, etc. À l'inverse, aux côtés de ces indicateurs, divers travaux incluent explicitement le Price-to-Earnings Ratio (PER) parmi les

variables indicatrices d'épisodes de bulle - le ratio entre le prix de l'action et le rendement généré pour chaque action. Lorsque le PER est élevé, il est observé un décrochage entre le prix et le rendement, ce qui laisse penser que le prix pourrait ne plus représenter la valeur fondamentale de l'actif. Dans le secteur de l'intelligence artificielle, le PER avoisine les 25, valeur assez élevée pour un secteur encore en devenir, mais à relativiser, car la hausse des cours et des valorisations est soutenue par la croissance des bénéfices attendus reposant sur des performances financières réelles. À titre de comparaison, lors de la bulle Internet de 2000, le PER évoluait autour des 80 et les bénéfices des entreprises technologiques étaient faibles, voire inexistantes.

Par ailleurs, la dynamique s'est désormais étendue au-delà des actions, touchant le crédit privé, le financement et les infrastructures numériques<sup>110</sup>. En effet, de nouveaux prêts sont accordés aux entreprises d'intelligence artificielle via le financement à effet de levier et la dette sur les marchés privés, par les banques et les établissements non bancaires. L'ampleur de ces dépenses en infrastructures d'intelligence artificielle repose sur la conviction qu'une augmentation de la puissance de calcul dédiée à l'entraînement des modèles d'intelligence artificielle améliorera leurs performances et que ces performances accrues engendreront une forte demande d'utilisation des systèmes d'intelligence artificielle.

<sup>107</sup> Bank of England, *Financial Stability Report*, Décembre 2025

<sup>108</sup> Kumar Reddy Bacham, M., Riyasatullah Baig, S., Surya Avinash Reddy, K. S., Saleem, D., & Mythrayee, D, "Identifying emerging financial bubbles using machine learning", Edu - Tech Enterprise, Décembre 2024

<sup>109</sup> Ludovic Subran, « IA : alors, bulle ou pas bulle ? », Les Echos, 26 novembre 2025

<sup>110</sup> François Vidal, « La bulle à fragmentation de l'IA », Les Echos, 27 novembre 2025

Le principal problème réside alors dans la détection de ces bulles avant qu'elles n'éclatent. En effet, les procédures d'identification utilisées dans le cadre des approches traditionnelles sont majoritairement réactives, et les signes d'une bulle ne sont détectés qu'après que des distorsions importantes du marché ont déjà commencé à se produire. Une approche proactive permettrait alors de prévenir de telles vulnérabilités sur les

---

#### DOSSIERS

---

## **La responsabilité des banques privées européennes au regard du droit de l'Union : l'exemple du financement de l'extraction de lithium en Amérique latine**

Par Emilio Enriquez (M2 DIDE – Juriste européen)

---

La transition énergétique et la lutte contre le changement climatique sont devenues des sujets centraux pour la plupart des mouvements politiques et gouvernements. Pour l'Union européenne (UE), la préservation de l'environnement fait partie de ses objectifs depuis 1972, après le Sommet de Paris où les Communautés européennes décidèrent de créer une feuille de route concernant leurs actions communes. La transition énergétique constitue également un pilier de l'indépendance et de la souveraineté européenne : depuis le début de la guerre

russo-ukrainienne, le besoin d'autonomie dans cette matière s'est révélé indispensable, de même que la nécessité d'un réarmement et du relancement d'une industrie de défense face aux différentes menaces externes. Ces problématiques, toutes de nature existentielle pour la région, nécessitent quelque chose dont l'Europe manque cruellement : les matières premières.

Dans ce contexte, l'UE et les États membres ont engagé des accords commerciaux et d'extraction de minéraux avec l'Amérique latine, partenaire indispensable pour le développement de la chaîne d'approvisionnement en matières premières. Le lithium s'avère ainsi nécessaire tant pour la production des batteries de véhicules électriques et le stockage des énergies renouvelables intermittentes, que pour les batteries de drones, les systèmes de communication portables, les équipements navals et les systèmes spatiaux. Le Chili, l'Argentine et la Bolivie forment le « Triangle du lithium », abritant près de 60 % des ressources mondiales de ce minéral, ce qui confère aux accords tels que celui conclu entre l'UE et le MERCOSUR — comportant plusieurs clauses dédiées à l'activité minière — une ampleur toute particulière.

Pour financer ce vaste projet, la Commission européenne et la BERD ont annoncé une levée de fonds allant jusqu'à 525 millions d'euros, complétée par des contributions individuelles des États membres. Cependant, un projet de cette ampleur impose la participation du secteur privé : entre 2016 et 2024, BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale, Banco Santander et ING Group ont accordé des prêts à hauteur de 64 milliards d'euros à des

sociétés participant à l'extraction de minéraux critiques, et plusieurs investisseurs européens détiennent jusqu'à 15 milliards d'euros en actions dans ce secteur.

Le secteur privé est donc fortement impliqué dans cette activité, ce qui soulève plusieurs questions, et notamment celle de la responsabilité au regard des conséquences de ces investissements dans la région latino-américaine. Bien que le projet ait en partie une intention louable (celle de contribuer à la transition écologique) il est impossible de faire abstraction de son impact négatif significatif. Comme l'indique Pia Marchegiani, directrice des politiques environnementales de la *Fundación Ambiente y Recursos Naturales* (FARN), la transition énergétique ne doit pas se réaliser au mépris des droits des populations autochtones, des ressources naturelles ni du développement des pays de la région. Par ailleurs, le droit de l'Union a établi une réglementation applicable à l'activité financière dans le cadre des investissements : d'un côté, la prévention et la responsabilisation au titre des préjudices environnementaux et des violations des droits de l'Homme ; de l'autre, l'obligation de vigilance face aux risques de corruption et de LCB-FT. À cet égard, on pourra se référer à la directive sur le devoir de vigilance, à la directive sur le reporting de durabilité, aux guides de l'UE sur l'impact de l'activité bancaire sur l'environnement, ou encore au paquet « AML ».

Dans ce contexte, il convient de s'interroger dans quelle mesure le cadre juridique de l'Union européenne, à travers les mécanismes de conformité et de supervision prudentielle, permet d'encadrer

les investissements stratégiques réalisés par les banques privées européennes hors du territoire de l'Union, tout en faisant émerger une responsabilité juridique effective de ces établissements.

Face à cette interrogation, s'impose une analyse de la surveillance prudentielle et du droit de la conformité de l'Union. L'étude de leur évolution permet de comprendre la logique de régulation du marché financier mise en œuvre par l'Union pour intégrer les nouveaux risques émergents (I). L'examen des outils juridiques qui encadrent l'activité financière des investisseurs européens permettra ensuite d'apprécier leur efficacité et leur aptitude à responsabiliser les établissements financiers (II).

### **I. La suppression de la logique de marché : l'abandon de la notion de neutralité financière et le rééquilibrage des priorités de la politique financière de l'UE**

C'est dans ce cadre que la configuration originelle et singulière du droit de l'Union européenne se révèle à la fois utile et problématique. L'UE n'est pas une simple zone de libre-échange, mais un ordre juridique indépendant des ordres nationaux comme des ordres internationaux, avec lesquels elle doit interagir de façon optimale. Cet appareil juridique ne doit pas simplement assurer le respect de sa particularité normative, mais également garantir la viabilité économique et politique du projet européen. Ainsi que l'a rappelé l'avis 2/13 rendu par la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) concernant l'adhésion de l'UE à la Convention européenne des droits de l'Homme, la défense de l'autonomie du projet européen constitue l'un des objectifs fondamentaux

de la CJUE. Pour ce faire, cet ordre juridique doit s'intégrer pleinement au contexte économique et financier à toute échelle afin de garantir le développement des objectifs de l'Union. Cela ne signifie pas pour autant qu'il doit adopter une posture passive visant à ne pas entraver les marchés, mais qu'il doit au contraire devenir un acteur à part entière, capable de façonner la réalité économique dans le sens du projet européen.

Avec l'essor de la mondialisation, accompagné du néolibéralisme comme idéologie structurante depuis les années 1980, le marché mondial s'est développé dans un contexte de faible responsabilité juridique pour les acteurs économiques, dès lors que leurs actions ne présentaient pas de danger direct pour la stabilité et l'efficacité du marché. C'est ce que critiquent des auteurs tels que Bandar Choudhury dans son article « Investor Obligations for Human Rights » ou Sabine Michalowski dans son article « No Complicity Liability for Funding Gross Human Rights Violations ? ». De cette aspiration à l'autorégulation du marché financier, exprimée par les défenseurs du modèle libéral, se dégage une forme de « neutralité financière ». Selon cette notion, il conviendrait de dissocier l'investisseur des actes et préjudices provoqués par la société dans laquelle il n'exerce pas de contrôle : il fonctionnerait plutôt comme un tiers facilitateur de capitaux, permettant le bon déroulement de l'activité économique sans endosser de responsabilité, ou dans le meilleur des cas, en n'en supportant qu'une responsabilité atténuée à l'égard des conséquences de ses investissements.

À cet égard, la professeure Marie-Anne Frison-Roche propose une notion qui prend

toute son importance dans ce type de situations exigeant un contrôle renforcé du marché, par le prisme d'une approche à la fois juridique et économique. L'apparition de cette notion dans son article « Proposition pour une notion : l'opérateur crucial » permet de comprendre que les acteurs du marché doivent être catégorisés en fonction de leur importance systémique, afin de leur attribuer des droits mais aussi des obligations proportionnelles à ce rôle. Elle distingue trois catégories d'opérateurs cruciaux : le gestionnaire d'une infrastructure essentielle au marché, le porteur d'innovation et le porteur de risques. C'est cette dernière catégorie qui intéresse la présente analyse, dans la mesure où elle concerne spécifiquement les banques dans leur rôle d'établissement de crédit et d'investisseur.

L'établissement bancaire, en tant qu'opérateur crucial, doit certes être doté de certaines prérogatives afin d'exercer son rôle sur le marché. Ces prérogatives doivent néanmoins être accompagnées d'une législation spécifique assurant non seulement la réparation, mais aussi la prévention des préjudices que son rôle systémique est susceptible d'aggraver. Par ailleurs, face à la montée du terrorisme et des fraudes dans le cadre de l'internationalisation des flux financiers, l'Union européenne a dû renforcer progressivement la régulation des établissements financiers. C'est à ce stade que la conformité et la surveillance prudentielle apparaissent comme des outils de régulation essentiels, destinés non seulement à réprimer ces comportements, mais surtout à les prévenir en instituant un devoir de prudence à l'égard des investissements, afin de maîtriser les risques LCB-FT et de corruption, mais aussi

ceux liés à l'environnement et aux violations des droits fondamentaux.

Par cette modernisation des outils juridiques, l'Union affirme son rôle en tant qu'acteur économique et impose les objectifs du projet européen à la réalité du marché. Son cadre normatif vient ainsi remettre en cause la logique dominée par l'idée de « neutralité financière » et tend à responsabiliser les tiers investisseurs à l'égard des conséquences de leurs investissements, qu'ils aient ou non un impact direct sur le marché. La logique poursuivie n'est pas de mettre les organisations supranationales et la puissance publique au service de l'efficacité marchande, mais d'assurer cette dernière dans le cadre d'une politique ancrée dans des valeurs communes à l'ordre juridique concerné, en l'occurrence celui de l'UE.

## **II. La modernisation de l'arsenal de régulation financière de l'Union imposée par les défis d'un marché mondialisé**

Cette modernisation et cet élargissement de l'arsenal juridique de l'Union européenne ont été rendus nécessaires tant pour protéger la stabilité du marché financier que pour préserver les valeurs défendues par le projet européen, afin de ne pas se voir dépassés par une économie désormais régie par les échanges internationaux.

Dans le cas précis de l'extraction du lithium, l'UE a dû réfléchir aux moyens d'éviter que les investisseurs voient leurs capitaux détournés — consciemment ou non — lorsqu'ils opèrent dans une région aux réalités très hétérogènes. Dans certains pays, comme le Chili, la corruption ou la fragilité de l'État de droit ne constituent pas

des problématiques aussi prégnantes qu'en Bolivie. De même, la question des droits des populations autochtones revêt une intensité particulière en Bolivie, État plurinationnel qui reconnaît dans sa Constitution l'existence juridique de ces peuples, tandis qu'en Argentine ou au Chili, la question se pose différemment, tant dans sa forme que dans son intensité.

Face à cette diversité de contextes, il convient d'analyser les outils juridiques dont dispose l'UE pour réguler les flux financiers internationaux, et d'examiner dans quelle mesure il serait possible de les adapter et de les appliquer au contexte de l'activité minière exercée en Amérique latine par des sociétés financées par des banques européennes.

L'ordre juridique de l'Union s'appuie sur trois textes principaux en la matière : la directive 2022/2464 relative au reporting des informations en matière de durabilité par les entreprises ; la directive 2024/1760 relative au devoir de vigilance des entreprises en matière de durabilité ; et le paquet AML. Ces textes constituent les piliers de la conformité et de la supervision prudentielle de l'Union.

**La directive 2022/2464 comme instrument de surveillance prudentielle aux sanctions insuffisantes.** La directive 2022/2464 constitue un élément clé du Pacte vert européen. Elle élargit son champ d'application afin de soumettre le plus grand nombre d'entreprises à ses exigences, les textes précédents ne concernant que les grandes entreprises. Désormais, même les PME peuvent relever de ce régime. La directive exige des entreprises qu'elles publient annuellement des informations relatives à leurs activités, sous le prisme

d'une évaluation de double matérialité, c'est-à-dire une analyse des impacts de leur activité à la fois sur les enjeux financiers et extra-financiers, parmi lesquels figurent la perte de biodiversité ou les violations des droits de l'Homme. Dans ces rapports, les entreprises sont tenues de mettre en évidence les risques, les opportunités et les impacts matériels liés aux questions sociales, environnementales et de gouvernance que leur activité peut engendrer.

La directive mobilise une notion proche de celle d'opérateur crucial développée par Frison-Roche, en désignant certaines entreprises comme des entités d'intérêt public, ce qui confirme à la fois la pertinence de cette pensée doctrinale et la nécessité d'un cadre légal spécifique pour ce type d'acteurs. Parmi ces entités figurent les établissements de crédit dont le bilan dépasse 20 millions d'euros ou dont le chiffre d'affaires net excède 40 millions d'euros, ce qui inclut la totalité des banques précédemment citées comme investisseurs dans l'extraction de lithium en Amérique latine. Ainsi, dans le cas français, en application de cette directive, les banques sont tenues de remettre des rapports à des commissaires aux comptes désignés ou à des organismes tiers indépendants accrédités par le Comité français d'accréditation, détaillant les résultats de leurs prêts et investissements dans les sociétés du secteur minier latino-américain. Les créances et les investissements, en tant que dérivés de l'activité d'établissement de crédit, entrent dans le champ d'application de la directive et emportent ce devoir de reporting, lequel doit attester de la mise en place de toutes les mesures nécessaires à la protection des enjeux sociaux,

environnementaux et de gouvernance dans le cadre de ces activités.

Cependant, l'efficacité de cette directive peut être remise en question au vu de l'absence de sanctions uniformes prévues par le texte lui-même. En effet, ce sont les États membres qui déterminent les sanctions applicables en cas de manquement aux obligations de reporting, ce qui engendre une efficacité nécessairement hétérogène. En France, les sanctions pour non-vérification des informations présentées en matière de durabilité, pour entrave aux vérifications des auditeurs ou pour refus de communication de ces informations peuvent atteindre cinq ans d'emprisonnement et 75 000 € d'amende pour les personnes physiques, et 375 000 € pour les personnes morales.

Ces montants, qui peuvent sembler élevés, doivent être replacés dans le contexte financier des banques et des multinationales. Pour illustrer les ordres de grandeur : en 2024, selon un communiqué de presse publié par Société Générale, la banque déclarait un revenu annuel de 26,8 milliards d'euros ; et selon la décision du Conseil d'administration du 5 février 2025, le Directeur général Slawomir Krupa percevait une rémunération annuelle (fixe et variable) de 3 889 875 euros. L'amende maximale de 375 000 euros infligée à la banque en tant que personne morale représente ainsi au maximum 0,0014 % de son revenu annuel déclaré. Quant à l'amende de 75 000 euros pour la personne physique, elle représente environ 2 % de la rémunération du Directeur général. Il est donc manifeste que sur le plan des sanctions, cette directive n'est pas véritablement dissuasive — même si

Société Générale réalise effectivement son reporting annuel en matière de durabilité. Toutefois, l'exigence du cadre légal ne semble pas en être la véritable motivation, ainsi que le révèle l'examen des dispositions de la directive 2024/1760.

### **La directive 2024/1760 et le paquet AML.**

La directive 2024/1760 sur le devoir de vigilance doit se lire en parallèle avec les obligations de reporting prévues par la directive 2022/2464. Elle impose l'adoption de mesures destinées à prévenir, ou à défaut à remédier, les atteintes potentielles en matière de durabilité identifiées dans les rapports annuels. Toutefois, elle perd toute pertinence au regard du présent sujet. En effet, aux termes de ses considérants 26 et 98, elle exclut expressément de son champ d'application l'ensemble des activités liées aux investissements et aux services financiers exercées par les établissements de crédit, lesquelles constituent pourtant une part substantielle de leur activité. En rapprochant le caractère insuffisant des sanctions prévues par la directive 2022/2464 de l'exclusion des activités d'investissement et de services financiers opérée par la directive 2024/1760, il est inévitable de conclure qu'en matière de durabilité dans le cadre de l'extraction du lithium en Amérique latine, les banques échappent à tout contrôle effectif de la part du cadre juridique de l'Union européenne. Ce constat rejoint les préoccupations exprimées par Sabine Michalowski et Bandar Choudhury, qui dénoncent une irresponsabilité juridique manifeste des acteurs financiers au regard des conséquences environnementales comme sur les droits des populations autochtones.

Toute de même, pour ce qui concerne les menaces et vulnérabilités au regard du

blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme, le paquet AML propose un cadre juridique plus strict. Le changement le plus remarquable est la création d'une nouvelle autorité européenne de surveillance : l'Autorité européenne de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (AMLA). Cette nouvelle autorité sera dotée d'un pouvoir de sanction ce qui permet d'harmoniser l'efficacité du paquet réglementaire contrairement aux deux directives précédentes. Cette autorité va se charger de surveiller toute transaction pouvant être jugée comme vulnérable aux risques BC-FT y compris pour celles ayant lieu entre Etats membres comme avec un pays tiers à haut risque figurant dans les listes du GAFI dont actuellement forme partie la Bolivie. Cette surveillance sera centralisée sur 40 entités sélectionnées en fonction de leur profil de risque. Cette sélection n'a pas encore eu lieu et elle va débuter en 2027. Si bien que cette directive propose un cadre harmonisé de vigilance ainsi que de sanction pouvant maximiser son efficacité, les résultats restent à être jugés vu que les mesures principales n'ont pas encore été mises en œuvre. Également, vu la nouveauté de l'ensemble des outils juridiques mentionnés, la CJUE n'a pas encore eu l'opportunité de se prononcer à cet égard ni de créer une jurisprudence à partir de ce cadre juridique.

La conclusion qui peut résulter de ce paquet réglementaire c'est qu'une responsabilisation des acteurs financiers au regard des conséquences de leurs investissements en matière de BC-FT et corruption a bien été engagée mais il est encore trop tôt pour évaluer son efficacité. En ce qui concerne le respect des droits de l'Homme et de l'environnement, le contrôle est moins développé puisqu'il manque

d'une véritable responsabilisation des acteurs et il faudra attendre qu'une réglementation, ayant les dispositions du paquet AML ou de la directive 2024/1740, soit mise en place en matière de durabilité. Cela est d'une grande importance puisque la protection de l'environnement et des droits de l'Homme figure parmi les valeurs de l'Union européenne et les droits protégés par la Charte des droits fondamentaux de l'UE. Écarter ces sujets de sa législation en matière de compliance et de supervision prudentielle va à l'encontre de son objectif de rayonnement et défense de ses valeurs à la fois dans son territoire comme à l'international. Pour l'instant, les investissements européens dans le contexte de l'extraction du lithium en Amérique Latine restent peu régulés mais la législation est en train d'évoluer vers un certain durcissement, cela indique que les problématiques d'aujourd'hui pourraient se transformer dans les contentieux de demain, les acteurs financiers devront rester très vigilants afin d'éviter les risques découlant de leurs investissements.

## DOSSIERS

# De la cybersécurité à la cyber-résilience : vers un nouvel impératif de compliance pour les acteurs critiques ?

<sup>111</sup> Centre d'analyse et de regroupement des Cybermenaces (CECyber) du Commandement du ministère de l'intérieur dans le cyberspace (COMCYBER-MI), *Publication du rapport annuel relatif à la cybercriminalité*, 16 juillet 2025.

Par Noémie LEBET SE TIAO

En 2024, 348 000 cyberattaques ont été recensées sur le territoire national, marquant une hausse fulgurante de plus de 74 % enregistrée en cinq ans<sup>111</sup>. Cette recrudescence place désormais la cybersécurité au cœur des préoccupations juridiques.

Selon l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information (ANSSI), celle-ci se définit comme « l'état recherché pour un système d'information lui permettant de résister à des événements issus du cyberspace susceptibles de compromettre la disponibilité, l'intégrité ou la confidentialité des données stockées, traitées ou transmises et des services connexes que ces systèmes offrent ou qu'ils rendent accessibles ».

Le risque cyber est devenu un enjeu majeur pour les particuliers, les entreprises, indépendamment de leur taille ou de leur secteur d'activité, et particulièrement pour les acteurs financiers, dont l'activité repose sur des infrastructures massivement dématérialisées. Néanmoins, les cyberattaques ne se limitent pas aux acteurs privés : les établissements de santé<sup>112</sup>, les établissements d'enseignement supérieur, les associations, les EPA, les EPIC, les collectivités territoriales, ou encore les entités gouvernementales peuvent en être les cibles.

Face à la transformation numérique constante, les acteurs sont confrontés à des cybermenaces de plus en plus sophistiquées, ce qui a conduit le législateur à redéfinir le cadre normatif de la

<sup>112</sup> Eliane KAN, « L'hôpital d'Oloron-Sainte-Marie se renforce après une cyberattaque », *Les Échos*, 6 septembre 2021.

cybersécurité. Cette évolution s'illustre par l'adoption, au niveau européen, d'un cadre juridique étendu : le Règlement européen 2022/2554 du 14 décembre 2022 sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier, dit « Digital Operational Resilience Act » (DORA)<sup>113</sup> applicable depuis le 17 janvier 2025, suivi par la Directive (UE) 2022/2555 dite NIS II « Network and Information Security »<sup>114</sup>.

Ces nouveaux textes partagent une vision harmonisée, privilégiant le partage d'informations, la responsabilisation et la transparence des entités assujetties. Ce changement de paradigme marque l'avènement d'un concept clé : la cyber-résilience.

## I. La cybersécurité face à la multiplication des cyberattaques

**Une sophistication croissante des cyberattaques.** Une cyberattaque vise à porter atteinte à un ou plusieurs systèmes informatiques, à savoir les ordinateurs, les serveurs, les équipements périphériques et les objets connectés, dans le but de satisfaire des intérêts malveillants.

Si les finalités varient, les cyberattaques à but lucratif dominent le paysage criminel, allant du « spoofing » au « phishing ». Le spoofing<sup>115</sup> consiste à utiliser délibérément l'adresse d'un autre système en lieu et place de la sienne. Le phishing vise à dérober des

identités ou des informations confidentielles (codes d'accès, coordonnées bancaires) par subterfuge : l'attaquant reproduit un site légitime à l'identique, et incite la victime à accéder à ce site frauduleux pour y communiquer des informations confidentielles.

Classé dans la catégorie des attaques dites « Big Game Hunting », le ransomware<sup>116</sup> « as a service » (RaaS) est un logiciel malveillant, tel que REvil, Pegasus et Mosaicloader, par lequel l'attaquant rend l'ordinateur ou le système d'information de la victime inutilisable de manière réversible. Ensuite, un message est envoyé à la victime, lui proposant, contre paiement d'une rançon, de lui fournir le moyen de déchiffrer ses données. Pour la seule année 2024, 144 compromissions par rançongiciels ont été rapportées à l'ANSSI<sup>117</sup>.

Au cours des dernières années, les entités françaises ont été les cibles d'offensives visant uniquement à les déstabiliser. Ces attaques cherchent à paralyser ou à dégrader fortement la capacité d'un système à fournir le service attendu, entravant ainsi la continuité des services essentiels. Le 31 décembre 2024, plusieurs sites Internet de départements français ont été rendus inaccessibles à la suite d'une attaque revendiquée par le groupe Noname<sup>118</sup>. Cette opération, menée en représailles au soutien français à l'Ukraine, démontre comment le cyberspace devient un prolongement des tensions géopolitiques. Bien que

<sup>113</sup> Règlement (UE) 2022/2554 du Parlement européen et Conseil du 14 décembre 2022 sur la résilience opérationnelle numérique du secteur financier et modifiant les règlements (CE) n°1060/2009, (UE) n°648/2012, (UE) n°600/2014, (UE) n°909/2014 et (UE) 2016/1011, dit « DORA » (« *Digital Operation Resilience Act* »).

<sup>114</sup> Directive (UE) 2022/2555 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 concernant des mesures destinées à assurer un niveau élevé commun de cybersécurité dans l'ensemble de l'Union, modifiant le règlement (UE) n°910/2014 et la directive (UE) 2018/1972, et abrogeant la directive (UE) 2016/1148 (directive SRI 2), dite « NIS 2 ».

<sup>115</sup> Véronique CHOCRON, « Les fraudes bancaires par usurpation d'identité en pleine recrudescence », *Le Monde*, 3 février 2022.

<sup>116</sup> Erick HAEHNSEN, « Rançongiciels : les entreprises sous la pression du cybercrime », *Les Échos*, 6 septembre 2021.

<sup>117</sup> CERT-FR, *Panorama de la cybermenace 2024* (Rapport n°CERTFR-2025-CTI-003), ANSSI, 11 mars 2025.

<sup>118</sup> *Le Monde*, « Plusieurs sites Internet de villes françaises, comme celui de Marseille, visés par des cyberattaques », 31 décembre 2024.

principalement portées par des groupes hacktivistes, cherchant à promouvoir une cause, ces opérations bénéficient parfois du soutien, tacite ou explicite, de structures étatiques. Certains États érigent l'usage de l'outil cyber comme un levier stratégique, transformant le cyberspace en un front d'espionnage<sup>119</sup> et de confrontation.

Enfin, l'émergence de l'Intelligence Artificielle (IA) accroît considérablement l'efficacité de ces cyberattaques, celles-ci permettant aux attaquants d'usurper l'identité de dirigeants, et même d'infiltrer les systèmes d'IA d'entreprises cibles<sup>120</sup>.

### **Les acteurs financiers face à la cybercriminalité boursière.**

La sophistication des cyberattaques s'étend également aux acteurs du monde financier : les bourses<sup>121</sup>, les banques, les sociétés cotées, les courtiers, les agences de notations, ou encore les régulateurs<sup>122</sup>. Un rapport publié par l'AMF définit trois cyberattaques boursières<sup>123</sup> : le cyber-manquement d'initiés, la cyber-diffusion de fausses informations et la cyber-manipulation de cours.

Le *cyber-manquement d'initié* consiste à s'introduire dans un système informatique pour subtiliser une information privilégiée (IP) - une donnée précise, non publique - qui, une fois rendue publique, serait susceptible d'influer sur le cours de la Bourse. Une fois l'information dérobée, l'attaquant la monétise de deux façons : soit en achetant directement les titres, soit en revendant ces IP sur des forums du Dark

Web. En 2017, après une intrusion dans le système de déclarations EDGAR de la SEC, les attaquants ont bénéficié d'un accès non autorisé à des informations confidentielles, qui ont pu servir de base à des manquements d'initiés<sup>124</sup>.

La *cyber-diffusion de fausses informations financières* est une technique de manipulation des marchés, par laquelle, les attaquants créent des sites Internet frauduleux, imitant un site légitime afin de propager de fausses rumeurs. L'objectif est de provoquer une variation artificielle du cours de la Bourse, en trompant la vigilance des investisseurs. Dans l'affaire Vinci du 22 novembre 2016, la diffusion d'un faux communiqué ou *hoax* alléguant de graves fraudes comptables a provoqué un effondrement du titre de 19 % en quelques minutes, la valeur de l'action étant passée de 61,81 euros à 49,93 euros<sup>125</sup>.

Au-delà de la simple diffusion de fausses informations, la désinformation sert fréquemment de moteur à une stratégie plus complexe : la *cyber-manipulation de cours*. Dans un premier temps, l'attaquant accumule un nombre important de titres obtenus à bas prix pour inciter d'autres investisseurs à en acheter massivement (pump), notamment via de fausses informations en ligne. Après avoir fait grimper le cours, l'attaquant revend brutalement tous ses titres, ce qui provoque l'effondrement immédiat du titre (dump). Cette stratégie avait d'ailleurs été utilisée par John David McAfee, qui profitait de sa

<sup>119</sup> Florian DEBES, « Les cyberattaques constituent l'autre front de la guerre en Ukraine », *Les Échos*, 24 février 2022.

<sup>120</sup> Frédéric BRILLET, « L'IA au service de la cybersécurité », *Les Échos*, 1<sup>er</sup> octobre 2024.

<sup>121</sup> Nessim AÏT-KACIMI, « Le piratage d'une Bourse fait chuter le bitcoin », *Les Échos*, 4 août 2016. <sup>12</sup> Nicolas RAULINE, « Le buzz des États-Unis : un nouveau vol de données massif », *Les Échos*, 8 septembre 2017.

<sup>122</sup> Edouard LEDERER, « Le régulateur bancaire européen victime de la cyberattaque visant Microsoft », *Les Échos*, 9 mars 2021.

<sup>123</sup> Alexandre NEYRET, « La cybercriminalité boursière : définition, cas et perspectives », AMF, 2019. <sup>15</sup> Leïla MARCHAND, « Des hackers ont infiltré le gendarme de la Bourse américaine », *Les Échos*, 21 septembre 2017.

<sup>124</sup> Aaron KATERSKY, « John McAfee accusé de fraude aux titres de 23 millions de dollars », *ABC News*, 5 mars 2021.

<sup>125</sup> Philippe JACQUÉ, « Comment le groupe Vinci victime d'un « hoax » a chuté en Bourse », *Le Monde*, 23 novembre 2016.

notoriété sur les réseaux sociaux pour influencer le cours des altcoins, avant de s'en désengager<sup>126</sup>.

**Les différents impacts résultant des cyberattaques.** Les conséquences d'une cyberattaque sont multiples et se révèlent parfois plus tard : arrêt de la production (black-out), chute du chiffre d'affaires, chute du cours des actions des sociétés cotées, fuite de données sur le Dark web<sup>127</sup>, altération de la réputation, ou encore perte de confiance des clients.

Le risque cyber revêt une dimension systémique : l'interconnexion croissante des infrastructures fait qu'une intrusion isolée peut, par un effet de contagion, déstabiliser l'ensemble d'un écosystème économique, à commencer par la chaîne d'approvisionnement (*supply chain*). En 2025, l'attaque par ransomware du logiciel d'embarquement MUSE, a affecté plusieurs aéroports européens, à savoir Berlin, Bruxelles, Dublin, Cork, Londres-Heathrow et Zaventem<sup>128</sup>. Ainsi, en ciblant un prestataire de services ou un sous-traitant critique, l'attaquant peut paralyser une multitude d'acteurs.

Par ailleurs, ces incidents attirent également l'attention des agences de notation<sup>129</sup> : l'agence Fitch considère qu'une cyberattaque peut influencer la note de crédit, bien que le risque cyber ne soit pas systématiquement déterminant pour dégrader la note d'un groupe bancaire.

**L'assurabilité du risque cyber : un défi juridique et économique.** Les victimes ne sont pas toujours indemnisées. Dans le cas du phishing, les banques peuvent refuser d'indemniser un client, qui a commis une négligence grave en répondant à un courriel comportant des indices permettant à un utilisateur normalement attentif de douter de sa provenance<sup>130</sup>. Concernant les rançongiciels, certaines compagnies d'assurance, à l'instar de Generali France<sup>131</sup>, ont même pu refuser de rembourser les rançons<sup>132</sup>, considérant que les victimes cédaient trop facilement<sup>133</sup>. De plus, le paiement de la rançon ne garantit pas toujours la restauration complète du système d'information<sup>134</sup>.

En pratique, la cyber assurance offre à l'assuré l'accès à un panel d'experts de la cybersécurité pour remédier à une cyberattaque. L'assureur prend alors en charge les frais d'assistance, notamment pour restaurer les données altérées ou détruites par une cyberattaque. En France, l'offre de couverture est largement dominée par les acteurs anglo-saxons (Beazley, Hiscox, Chubb), Allianz et AXA.

Par ailleurs, les assureurs peinent à absorber les dommages causés par des cyberattaques d'origine étatique, dont les conséquences seraient trop coûteuses à indemniser. Le Haut Comité juridique de la Place financière a relevé que le droit français n'a

<sup>126</sup> Aaron KATERSKY, « John McAfee accusé de fraude aux titres de 23 millions de dollars », *ABC News*, 5 mars 2021.

<sup>127</sup> Ingrid FEUERSTEIN, « Les banques suisses victimes d'une fuite de données après une cyberattaque », *Les Échos*, 19 juin 2025.

<sup>128</sup> *Les Échos*, « Une cyberattaque paralyse des aéroports européens », 20 septembre 2025.

<sup>129</sup> Romain GUEUGNEAU, « Face à la menace cyber, les banques doivent passer la vitesse supérieure », *Les Échos*, 25 mai 2021. <sup>21</sup> Cass., com., 24 novembre 2021, 20-13.767.

<sup>130</sup> Florian DÉBES, « Les entreprises accusées de céder trop facilement aux rançongiciels », *Les Échos*, 19 avril 2021.

<sup>131</sup> Solenn POULLENNEC, « L'assureur Generali tourne le dos au paiement des rançons », *Les Échos*, 1<sup>er</sup> février 2022.

<sup>132</sup> Solenn POULLENNEC, « Les cyberattaques fomentées par les États, un angle mort pour le droit des assurances », *Les Échos*, 23 février 2022.

<sup>133</sup> Florian DÉBES, « Les entreprises accusées de céder trop facilement aux rançongiciels », *Les Échos*, 19 avril 2021.

<sup>134</sup> *Le Monde*, « Les États-Unis : les oléoducs Colonial Pipeline ont versé une rançon de 4,4 millions de dollars à des hackers », 19 mai 2021.

pas été conçu pour faire face à des cyberattaques perpétrées par des États<sup>135</sup>.

## II. La compliance cyber : le passage de la cybersécurité à la cyber résilience

**Le renforcement de la cybersécurité au sein du secteur financier.** Le règlement européen DORA est un texte sectoriel définissant les règles en matière de cybersécurité et de gestion des risques informatiques dans le secteur financier<sup>136</sup>. Il énumère les entités assujetties<sup>137</sup> : les établissements de crédit, les entreprises d'investissement (sauf exemptions posées aux articles 2 et 3 de la directive MiFID<sup>138</sup>), les établissements de paiement, les établissements de monnaie électronique, les sociétés de gestion de portefeuille, les infrastructures de marchés, les dépositaires centraux de titres, ou encore les prestataires de financement participatif.

Les cryptomonnaies ne sont pas épargnées par la menace cyber. En février 2025, un groupe de pirates nord-coréens Lazarus a dérobé 400 000 Ethereum, soit 1,5 milliard de dollars, stockés sur la plateforme Bybit<sup>139</sup>. En 2022, ce même groupe avait déjà été accusé du vol de 540 millions de dollars sur le réseau Ronin<sup>140</sup>. En conséquence, le règlement DORA étend les obligations de cybersécurité aux prestataires de services sur crypto-actifs

(CASP) agréés en vertu du règlement européen MiCA<sup>141</sup>.

**L'extension de la cybersécurité aux acteurs européens au-delà du secteur financier.** La directive NIS 2 vise à renforcer la cybersécurité globale au sein de l'Union européenne. En adoptant une approche générale, la directive NIS 2 a considérablement élargi le champ d'application de la directive NIS 1<sup>142</sup>, qui ne concernait que six opérateurs de services essentiels (OSE). Désormais, la directive NIS 2 s'applique à environ six cents types d'entités régulées, réparties au sein de dix-huit secteurs, incluant des secteurs hautement critiques (banque, santé, énergie, infrastructure numérique et gestion des TIC, infrastructures des marchés bancaires et financiers, administration publique), ainsi que de nouveaux secteurs stratégiques (fournisseurs numériques, recherche, services postaux et d'expédition). La directive inclut également la chaîne d'approvisionnement au sein de ces écosystèmes.

Elle opère une distinction entre les entités essentielles (EE), qui emploient au moins 250 personnes ou ont un chiffre d'affaires annuel supérieur à 50 millions d'euros et un bilan annuel supérieur à 43 millions d'euros, et les entités importantes (EI), qui emploient au moins 50 personnes ou ont un chiffre d'affaires et un bilan annuel supérieur à 10 millions d'euros<sup>143</sup>.

<sup>135</sup> Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur l'assurabilité des risques cyber*, 28 janvier 2022

<sup>136</sup> Périnne CATHALO, « Cybersécurité et risques informatiques : les principales dispositions du Règlement « DORA », *Lexbase Affaires*, n°784, 6 février 2024.

<sup>137</sup> Art. 2, 1° Règlement européen DORA.

<sup>138</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

<sup>139</sup> *Le Monde*, « La plateforme d'échange de cryptomonnaies Bybit perd 1,5 milliard de dollars dans une cyberattaque », 24 février 2025.

<sup>140</sup> Martin UNTERSINGER, « Le FBI accuse la Corée du Nord du vol de 540 millions de dollars dans le réseau de cryptomonnaie Ronin », *Le Monde*, 15 avril 2022.

<sup>141</sup> Règlement (UE) 2023/1114 du Parlement européen et du Conseil du 31 mai 2023 sur les marchés de crypto-actifs, et modifiant les règlements (UE) no 1093/2010 et (UE) no 1095/2010 et les directives 2013/36/UE et (UE) 2019/1937.

<sup>142</sup> Directive (UE) 2016/1148 du Parlement européen et du Conseil du 6 juillet 2016 concernant des mesures destinées à assurer un niveau élevé commun de sécurité des réseaux et des systèmes d'information dans l'Union, dite « NIS 1 ».

<sup>143</sup> ANSSI, « Comprendre la directive NIS 2 », *Mon Espace MIS2*.

La directive NIS 2 prévoit un fonctionnement coopératif avec la Commission nationale de l'informatique et des libertés (CNIL), la Banque de France, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), ainsi que l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). L'ANSSI a également précisé que les dispositions de DORA s'appliquent préférentiellement à celles de NIS 2<sup>144</sup> en vertu de l'adage « *lex specialis derogat legi generali* ».

***L'architecture des nouvelles obligations de cyber-résilience.*** Ces textes ne se résument pas à la cybersécurité mais imposent un changement de paradigme : le passage de la cybersécurité à la cyber-résilience. Selon cette approche proactive, il ne s'agit plus seulement d'organiser la défense contre une cybermenace, mais désormais d'identifier les fonctions critiques des structures pour pouvoir garantir la continuité des activités, en dépit d'une cyberattaque, celles-ci étant désormais inévitables<sup>145</sup>.

Le règlement DORA repose sur un contrôle interne des entités financières, impliquant la gestion du risque lié aux TIC, la formation et l'information des dirigeants<sup>146</sup>, le reporting des incidents de cybersécurité<sup>147</sup>, la réalisation de tests de résilience (scans, tests d'intrusion, audits)<sup>148</sup> ou de TLPT (Threat Led Penetration Test)<sup>149</sup>, ainsi que la surveillance des prestataires tiers de services (Third party risk management), qui sont soumis à la supervision *ad hoc* des

autorités européennes (ESMA, EBA, EIOPA).

De plus, le règlement européen impose l'insertion de clauses obligatoires<sup>150</sup> dans les contrats relatifs à des prestataires tiers (la description des services fournis, les clauses encadrant la résiliation, l'obligation pour le prestataire de coopérer avec les autorités compétentes ou de résolution), ainsi que des clauses additionnelles à insérer lorsque le service constitue une fonction critique ou importante (la réalisation de tests et plans)<sup>151</sup>.

Enfin, le règlement DORA introduit un principe de proportionnalité, les établissements devront mettre en œuvre les exigences du règlement en tenant compte de leur taille, de leur profil-risque et de la nature de leurs activités<sup>152</sup>. Certaines entités financières peuvent bénéficier d'un régime simplifié ou être exemptées.

La directive dite NIS II<sup>153</sup> complète cette approche sectorielle en poursuivant trois objectifs : le renforcement des stratégies de gestion des risques cyber, la mise en place de plans de résilience nationaux, le renforcement des interactions entre États via un réseau de communication EU-CyCLONE (Cyber Crisis Liaison Organisation Network). Elle impose également des audits préventifs, une notification rapide des incidents, des rapports de suivi détaillés.

***L'avènement de la compliance cyber.*** Afin de garantir l'effectivité du règlement

<sup>144</sup> ANSSI, FAQ, « Comment la directive NIS 2 s'articule-t-elle avec le règlement Digital Operational Resilience Act (DORA) ? ».

<sup>145</sup> Emmanuel JOUFFIN, « La cyber-résilience des activités financières : bref aperçu de DORA et NIS 2 », *Bulletin Joly bourse*, Mars-Avril 2024.

<sup>146</sup> Art. 5, 2° Règlement européen DORA.

<sup>147</sup> Art. 17 et 18 Règlement européen DORA.

<sup>148</sup> Art. 25 Règlement DORA.

<sup>149</sup> Art. 24, 6° Règlement européen DORA.

<sup>150</sup> Art. 30 Règlement européen DORA.

<sup>151</sup> Jean-Baptiste POULLE, Lisa WANTIER, Camille HERVÉ, « Quels sont les changements introduits par DORA en matière contractuelle et comment les acteurs peuvent-ils se préparer ? », *Revue de droit bancaire et financier*, n°6, Novembre-Décembre 2023, LexisNexis.

<sup>152</sup> Art. 4 Règlement européen DORA.

<sup>153</sup> Directive (UE) 2022/2555 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 concernant des mesures destinées à assurer un niveau élevé commun de cybersécurité dans l'ensemble de l'Union, modifiant le règlement (UE) n°910/2014 et la directive (UE) 2018/1972, et abrogeant la directive (UE) 2016/1148 (directive SRI 2), dite « NIS 2 ».

DORA, les États membres doivent instaurer des sanctions administratives et des mesures correctives dissuasives appropriées en cas de non-conformité. Toutefois, le texte octroie une marge de manœuvre, en offrant à chaque État membre la liberté d'opter pour des sanctions pénales et/ou administratives.

En cas de manquement aux obligations posées par la directive NIS 2, le législateur a posé un cadre plus strict car il fait basculer la cybersécurité dans le droit répressif<sup>154</sup>. En France, l'ANSSI est habilitée à imposer des sanctions graduées selon la qualité de l'entité.

Pour les EE, les sanctions peuvent impliquer la suspension des certifications ou encore l'interdiction temporaire de l'exercice des fonctions de direction. Le volet financier de la directive se traduit par des amendes administratives sévères. Les EE peuvent être condamnées au paiement d'amendes administratives d'un montant maximal de 10 millions d'euros ou 2 % du chiffre d'affaires annuel mondial total de l'exercice précédent de l'entreprise, le montant le plus élevé étant retenu.

Pour les EI, celles-ci risquent une amende administrative allant jusqu'à 7 millions d'euros ou 1,4 % du chiffre d'affaires annuel mondial, le montant le plus élevé étant retenu.

Ces textes opèrent un renforcement de la responsabilité des entreprises en cas de manquement aux obligations de cyber-résilience. Les entités sont ainsi soumises à une véritable compliance.

Pour assurer le respect des normes de cyber-résilience, le législateur a assorti les textes de sanctions particulièrement dissuasives. Par conséquent, les entités sont incitées à percevoir les enjeux cyber et à se mettre en conformité, sous peine de s'exposer à des amendes administratives, mais également à une atteinte à leur réputation et crédibilité. La compliance s'affirme comme un outil stratégique contre les cyberattaques.

Toutefois, la multiplication des textes (loi Sapin 2<sup>155</sup>, RGPD<sup>156</sup>, CSRD<sup>157</sup>, NIS 2 et DORA) soumet les entités à une mise en conformité constante et onéreuse. Chaque nouvelle exigence législative se transforme en un risque de non-conformité, susceptible d'engager la responsabilité des entités.

## DOSSIERS

### Les fonds monétaires : un pilier du financement à court terme sous

<sup>154</sup> Nicolas CATELAN, « La cybersécurité à l'heure de « NIS II » : entre régulation et répression, quelle place pour le droit pénal ? », *Lexbase Pénal*, n°63, 27 septembre 2023.

<sup>155</sup> Loi du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

<sup>156</sup> Règlement (UE) 2016/679 du Parlement européen et du Conseil du 27 avril 2016, relatif à la protection des personnes physiques à l'égard du traitement des données à caractère personnel et à la libre circulation de ces données, et abrogeant la

directive 95/46/CE (règlement général sur la protection des données).

<sup>157</sup> Directive (UE) 2022/2464 du Parlement européen et du Conseil du 14 décembre 2022 modifiant le règlement (UE) n°537/2014 et les directives 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises.

# haute surveillance européenne.

Par Maxime DE LANGLE

## Introduction

Longtemps réservés à la gestion de trésorerie des entreprises et des investisseurs institutionnels, les fonds monétaires ont progressivement conquis le grand public. La crise financière de 2008 et la remontée des taux directeurs depuis 2022 ont récemment ravivé l'intérêt pour ces supports de placement<sup>158</sup>. À mi-chemin entre le compte bancaire et les marchés financiers, ils permettent de placer des liquidités tout en conservant une disponibilité quasi immédiate.

Ils occupent aujourd'hui une place stratégique dans la finance mondiale en participant au financement à court terme des États et des grandes entreprises, ce qui explique l'attention particulière que leur portent les autorités de régulation<sup>159</sup>.

## I. La genèse des fonds monétaires

**Définition.** Les fonds monétaires sont des organismes de placement collectif (OPC) investissant leurs actifs en titres de créance de courte maturité (maximum un an) d'États et d'entreprises. En droit français, ils prennent la forme de fonds communs de placement (FCP) ou de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et relèvent du Code monétaire et financier.

**Un double socle juridique : MMFR et AIFM.** Leur régime juridique est aujourd'hui structuré par deux piliers européens complémentaires :

1. **Le règlement (UE) 2017/1131 (dit « MMFR »)**, adopté à la suite de la crise de 2008 pour renforcer la stabilité du produit. Il distingue plusieurs catégories de fonds (CNAV, LVNAV et VNAV) et impose des règles strictes de diversification.
2. **La directive 2011/61/UE (dite « AIFM »)**. La quasi-totalité des fonds monétaires étant qualifiés de Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA), ils sont soumis à cette directive qui encadre non plus le produit, mais la **société de gestion**. Elle impose des obligations de transparence, de fonds propres et de supervision par l'AMF.

**La genèse.** Les fonds monétaires sont une création relativement récente dans l'histoire de la finance moderne. Ils apparaissent aux États-Unis au début des années 1970, dans un contexte marqué par une forte inflation et par un encadrement strict des taux d'intérêt bancaires (Regulation Q), qui plafonnait la rémunération des dépôts à vue et des comptes d'épargne. Les banques n'étaient alors pas en mesure d'offrir aux épargnants une rémunération compétitive face à la hausse rapide des taux du marché.

C'est pour contourner cette contrainte qu'est créé en 1971 le premier fonds monétaire, le Reserve Fund, par Bruce R. Bent. L'objectif était simple : proposer un support de placement liquide, peu risqué et

<sup>158</sup> BCE, *Monetary policy decisions*, 2022-2024

<sup>159</sup> Financial Stability Board, *Global Shadow Banking Monitoring Report*, 2023

offrant un rendement proche de celui du marché monétaire, tout en restant juridiquement distinct du dépôt bancaire. Le succès est immédiat, tant auprès des particuliers que des entreprises, qui y trouvent un moyen efficace de valoriser leurs liquidités sans renoncer à leur disponibilité.

En Europe, et notamment en France, les fonds monétaires se développent plus tardivement, principalement à partir des années 1980, dans le sillage de la montée en puissance des marchés monétaires. Ils deviennent rapidement des outils privilégiés de gestion de trésorerie pour les grandes entreprises, les collectivités publiques et les investisseurs institutionnels.

La crise financière de 2008 marque toutefois un tournant majeur dans leur histoire. La mise en difficulté de certains fonds monétaires américains révèle leur rôle systémique et conduit les autorités internationales à renforcer considérablement leur encadrement juridique et prudentiel. C'est dans ce contexte qu'a été adopté le règlement européen de 2017, qui structure aujourd'hui encore le régime des fonds monétaires au sein de l'Union européenne.

## **II. Le fonctionnement et la gestion des risques des fonds monétaires**

**Rendement.** Les fonds monétaires investissent dans des titres de créance à court terme émis par des États ou par des entreprises présentant (en général) une bonne qualité de crédit. Chaque fonds utilise une monnaie -unique- déterminée. Leur rendement dépend (pour l'essentiel)

directement des taux directeurs fixés par les banques centrales, la BCE par exemple pour les fonds monétaires en euro<sup>160</sup>. La brièveté de la maturité des titres entraîne un ajustement rapide du rendement en cas de modification de la politique monétaire.

À ces éléments s'ajoutent d'autres facteurs, tels que la structure du portefeuille, la qualité des émetteurs et les frais de gestion, qui influencent la performance nette pour l'investisseur.

Ils sont gérés par des sociétés de gestion de portefeuille, telles que Blackrock, Vanguard ou Amundi, et sont proposés par les banques aux particuliers via les comptes-titres.

L'évolution vers AIFM 2. La gestion de ces fonds connaît une mutation majeure avec la directive (UE) 2024/927, dite « AIFM 2 », dont la transposition doit s'être achevée le 16 avril. Cette réforme vient sécuriser la "promesse de liquidité" des fonds monétaires :

- Outils de gestion de la liquidité (LMT) : Les gestionnaires ont désormais l'obligation d'intégrer des mécanismes de plafonnement des rachats (les « gates ») ou des préavis de rachat. L'objectif est d'éviter un blocage total du fonds en cas de choc de marché, assurant une sortie ordonnée des investisseurs.
- Reporting accru : AIFM 2 renforce les données transmises aux autorités (AMF/ESMA), permettant une surveillance en temps réel du risque de liquidité à l'échelle européenne.

---

<sup>160</sup> BCE, *Transmission of monetary policy*, 2023

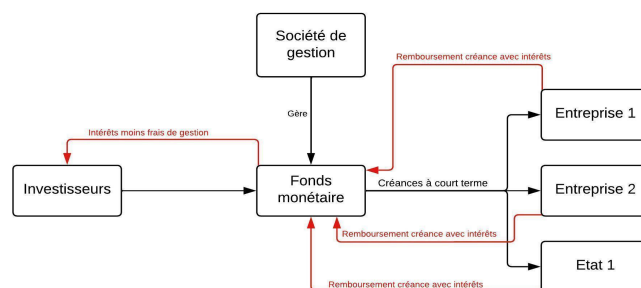
À l'échelle mondiale, les fonds monétaires connaissent un franc succès. Ainsi, ils représentent aujourd'hui plus de 10 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion, soit deux fois plus qu'il y a 10 ans<sup>161</sup>, dont près des deux tiers sont libellés en dollars américains<sup>162</sup>. Ils constituent ainsi un rouage essentiel du financement à court terme et un canal important de transmission de la politique monétaire<sup>163</sup>.

**Atouts.** Les fonds monétaires présentent trois atouts majeurs. D'abord, ils offrent un niveau de sécurité élevé grâce à la diversification de leurs actifs et à la courte maturité des titres détenus<sup>164</sup>. Ensuite, ils sont particulièrement liquides : les parts peuvent être revendues rapidement, souvent en quelques jours, ce qui en fait un outil privilégié de gestion de trésorerie<sup>165</sup>. Enfin, ils permettent une diversification monétaire efficace du patrimoine, en donnant accès à des placements libellés dans différentes devises.

**Limites.** Les fonds monétaires présentent toutefois certaines limites. En France, les revenus qu'ils génèrent sont soumis au prélèvement forfaitaire unique de 31,4% (12,8% d'impôt sur le revenu additionné à 18,6% de prélèvements sociaux), ce qui réduit leur rendement net. Par ailleurs, ils supportent des frais de gestion annuels, généralement compris entre 0,2% et 0,4% du montant investi, auxquels peuvent parfois s'ajouter des frais d'entrée ou de sortie. Cela rend les fonds monétaires peu attractifs lorsque les taux des banques centrales sont faibles. On peut aussi dire que les fonds monétaires ne sont pas adaptés aux petits patrimoines. En effet, un investisseur

avec peu de liquidités pourrait privilégier l'épargne réglementée car elle est défiscalisée (en France du moins) et que la diversification monétaire du patrimoine a un intérêt limité pour des petits montants. D'autant que certains fonds exigent aussi un montant minimal d'investissement élevé, voire très élevé (plusieurs centaines de milliers d'euros).

Les fonds monétaires apparaissent donc comme des instruments hybrides conciliant sécurité, liquidité et rendement modéré. Ils jouent un rôle central dans l'économie, tant pour les investisseurs que pour les États et les grandes entreprises. Leur attractivité demeure toutefois étroitement liée au niveau des taux directeurs et à la fiscalité applicable, ce qui invite à les envisager comme un outil de gestion de trésorerie plus que comme une solution d'épargne universelle.



## BREVES

# La répression des montages « CumCum » : entre efficacité de la

<sup>161</sup> Investment Company Institute, *Investment Company Fact Book*, 2024

<sup>162</sup> Fed (FRED), *Money Market Funds – Total Financial Assets*, 2025

<sup>163</sup> IOSCO, *Policy Recommendations for Money Market Funds*, 2023

<sup>164</sup> ESMA, *Money Market Funds – Risk analysis*, 2022

<sup>165</sup> AMF, *Guide des OPC*, 2024

# Lutte contre l'évasion fiscale et impératif de sécurité juridique

Par Hussein ZEITOUN et Nicolas CELLIER

L'affaire CumCum est un scandale fiscal et financier d'actualité qui implique de grandes banques, à l'instar du Crédit Agricole<sup>166</sup> et d'HSBC<sup>167</sup>. Ce scandale a été mis en lumière et révélé au grand public en 2018 par « *CumEx Files* », qui représente un consortium de plusieurs médias internationaux, dont le média français Le Monde<sup>168</sup>.

## I. L'anatomie du mécanisme « CumCum » : entre transfert temporaire de titres et optimisation des dividendes

Les montages CumCum sont davantage connus sous l'expression française d'« *arbitrages de dividendes* », qui désignent des techniques fiscales visant à éluder l'impôt sur les dividendes en France. Ce terme original de « *CumCum* » provient du latin « *cum* » qui signifie en français « *avec* ». La traduction littérale est donc « *avec-avec* », qui s'interprète comme « *gagnant-gagnant* »<sup>169</sup>.

Cette interprétation est parfaitement cohérente avec l'esprit du montage.

Un non-résident fiscal, c'est-à-dire une personne étrangère n'ayant pas son domicile fiscal ou son siège en France, détient des actions françaises. Or les

dividendes<sup>170</sup> versés à des non-résidents sont en principe soumis à une retenue à la source<sup>171</sup> qui est par principe de 12,8%<sup>172</sup> pour les personnes physiques et de 25%<sup>173</sup> pour les personnes morales. Néanmoins, ce taux peut être modulé par les conventions fiscales bilatérales. À titre d'illustration, en vertu de l'article 10 de la Convention fiscale de 1994 conclue entre la France et les Etats-Unis, les dividendes versés par une société française à un résident américain sont imposés à un taux de 15% lorsque ce résident américain est une personne physique, mais à un taux de 5% lorsqu'il est une société qui détient notamment au moins 10% des droits de vote dans cette société française. Par conséquent, les non-résidents peuvent bénéficier selon les cas et selon les conventions fiscales d'un taux d'imposition sur les dividendes plus ou moins avantageux, et ce de manière totalement légale.

En droit français, les personnes morales non-résidentes peuvent bénéficier d'une exonération de retenue à la source si elles sont des sociétés ou des organismes soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de 25%, sous réserve de satisfaire trois conditions<sup>174</sup>. Premièrement, la personne morale doit avoir son siège de direction effective dans un Etat membre de l'Union européenne. Deuxièmement, elle doit revêtir l'une des formes énumérées à la partie A de l'annexe I à la Directive 2011/96/UE du 30 novembre 2011 concernant le régime fiscal commun applicable aux sociétés mères et filiales d'Etats membres différents, c'est-à-dire qu'elle doit notamment avoir la forme d'une

<sup>166</sup> J. Baruch, A. Michel, M. Vaudano, « Affaire « CumCum » : le Crédit agricole accepte de payer 88 millions d'euros pour s'éviter un procès », Le Monde, 8 sept. 2025

<sup>167</sup> K. Tachdjian, G. Nédélec, « HSBC s'apprête à son tour à payer une amende pour solder l'affaire des « cum-cum » en France », Les Echos, 10 déc. 2025

<sup>168</sup> M. Vaudano, J. Baruch, A. Michel, « « CumEx Files » : un pillage fiscal à 140 milliards d'euros, quatre banques françaises dans le viseur du fisc », Le Monde, 21 oct. 2021

<sup>169</sup> « Les « CumCum » : une fraude fiscale à trois milliards d'euros ? », France Info, 26 juin 2026

<sup>170</sup> CGI, art. 109 I

<sup>171</sup> CGI, art. 119 bis II

<sup>172</sup> CGI, art. 187 I 2°

<sup>173</sup> CGI, art. 219 (renvoi art. 187 I 1° et art. 119 bis II)

<sup>174</sup> CGI, art. 119 ter

société anonyme et relever d'un régime mère/fille. Troisièmement, elle doit détenir directement, de façon ininterrompue depuis 2 ans ou plus et en pleine propriété ou en nue-propriété, 10% au moins du capital de la personne morale qui distribue les dividendes, ou prendre l'engagement de conserver cette participation de façon ininterrompue pendant un délai de 2 ans au moins. Ainsi, les conditions d'exonération de la retenue à la source sont strictes. Les résidents fiscaux français sont quant à eux exonérés de retenue à la source sur les dividendes<sup>175</sup>.

Le montage CumCum exploite précisément ce régime de faveur. Le non-résident transfère ses actions à un résident, le plus souvent une banque, avant le « *détachement du dividende* », c'est-à-dire avant le versement de celui-ci. Par conséquent, le non-résident n'est plus soumis à l'impôt sur les dividendes puisqu'il n'est plus propriétaire des actions. Le résident, qui a reçu lesdites actions, reçoit par la même le dividende et peut être exonéré de cet impôt, sous réserve de respecter les conditions susmentionnées. Une fois le dividende versé, le résident restitue les actions au non-résident et lui reverse le dividende sans la retenue à la source. Toutefois, le résident conserve une partie du montant de la retenue à la source qui aurait dû revenir à l'administration fiscale. En effet, en contrepartie de la participation à ce montage, le résident perçoit une sorte de commission qui constitue la moitié de l'impôt élué. Ainsi, le non-résident bénéficie d'un dividende non imposé, ou du moins minoré par la contrepartie octroyée au résident.

## II. La qualification juridique des arbitrages : de l'ingénierie fiscale à la caractérisation de l'abus de droit

Le montage CumCum a généré des pertes fiscales considérables notamment pour la France (33 milliards d'euros), l'Allemagne (28 milliards) et les Pays-Bas (27 milliards)<sup>176</sup>, pays membres de l'Union européenne. Par principe, les transferts d'actions au sein de l'Union européenne sont licites et réalisés sans entrave en vertu de la libre circulation des capitaux<sup>177</sup>. Par conséquent, le transfert par un non-résident français (admettons qu'il soit résident allemand, donc résident d'un Etat membre de l'Union européenne) de ses actions à un résident français (donc également résident d'un Etat membre), qui les lui restituera ultérieurement, est parfaitement protégé par ce principe de libre circulation des capitaux. Pour poursuivre cet exemple, l'article 9 de la Convention fiscale de 1959 conclue entre la France et l'Allemagne prévoit notamment que lorsque les dividendes sont payés par un résident allemand personne morale à un résident français personne morale et qui détient au moins 10% du capital de ce dernier, la retenue à la source ne peut excéder 5% du dividende. Ainsi, les sociétés relevant de ces deux Etats peuvent élaborer et adapter des stratégies d'optimisation fiscale.

L'optimisation fiscale (ou planification fiscale) peut se définir comme l'ensemble des moyens et dispositifs légaux permettant à un contribuable de réduire le montant de ses impôts. L'optimisation fiscale « *agressive* », quant à elle, vise à tirer profit des subtilités d'un système fiscal ou des incohérences entre deux ou plusieurs

<sup>175</sup> CGI, art. 119 bis II, en effet le texte ne concerne que les non-résidents pour les produits visés aux articles 108 à 117 bis, et les dividendes sont prévus à l'article 109 I

<sup>176</sup> *Ibid* note 3

<sup>177</sup> TFUE, art. 63

systèmes fiscaux afin de réduire l'impôt à payer<sup>178</sup>. Or il est manifeste que les acteurs des montages CumCum utilisent les dispositifs légaux, à l'instar du régime français d'exonération de retenue à la source pour les résidents personnes morales et à l'instar des conventions fiscales, pour réduire voire éluder l'impôt sur les dividendes. Surtout, les transferts et transactions intervenaient juste avant et juste après le détachement du dividende, ce qui n'est à l'évidence guère anodin<sup>179</sup>.

*A priori*, le montage CumCum semble entièrement licite. En effet, le non-résident ne peut être assujéti à la retenue à la source puisqu'il n'est nullement le bénéficiaire du dividende. C'est le résident qui perçoit ce dernier, mais qui demeure non concerné par cette retenue. Or il s'avère que les actions sont restituées au non-résident après le versement du dividende, de sorte qu'il représente le bénéficiaire final.

Le « *bénéficiaire effectif* » est une notion cardinale du droit fiscal international, qui est centrale dans les travaux de l'OCDE, depuis son Modèle de convention fiscale de 1977, afin de promouvoir la transparence fiscale<sup>180</sup>. Selon l'OCDE, le bénéficiaire effectif est celui qui dispose du pouvoir d'utiliser et de jouir des revenus sans obligation juridique ou contractuelle de les retransférer. Or, dans un montage CumCum, le résident perçoit certes le dividende, mais ne l'utilise ou n'en jouit en aucun cas puisqu'il restitue les actions et le dividende au non-résident. Par conséquent, le résident ne peut être considéré comme le bénéficiaire effectif.

Les sociétés et les banques qui ont participé à ces montages CumCum ont exploité les législations et les conventions fiscales afin

de réduire ou d'éluder l'impôt sur les dividendes, et ont surtout détourné de leur finalité ces dernières, caractérisant ainsi un abus de droit voire une véritable fraude fiscale.

### III. La réponse des autorités et réaction normative

En suivant, les prémices d'une potentielle réaction de la part des autorités ont été engendrées par une prise de conscience progressive du phénomène. Initialement, CumCum prospérait dans les angles morts de la législation fiscale et l'approche consistant à faire primer la réalité juridique sur la réalité économique était adoptée. Ainsi, en l'absence de base textuelle claire, CumCum n'était pas mis en danger, et *a contrario*, le vide juridique était nettement exploité. Le CumCum a donc agi comme un révélateur des insuffisances du droit fiscal classique, contraignant les autorités à passer d'une approche formaliste à une approche économique, finaliste et anti-abus assumée. Toutefois, sous l'effet conjugué des révélations médiatiques, des rapports d'autorités européennes et de l'ampleur des pertes fiscales constatées, l'administration a progressivement infléchi sa position. Cette évolution se traduit par un durcissement de la doctrine administrative, notamment à travers les commentaires figurant au BOFiP<sup>181</sup>. Désormais, l'administration ne se limite plus à une analyse strictement formelle de la titularité des titres au moment du versement du dividende, mais s'attache à la réalité économique des opérations.

<sup>178</sup> Recommandation de la Commission européenne du 6 décembre 2012 relative à la planification fiscale agressive

<sup>179</sup> ESMA, « FINAL Report On Cum/Ex, Cum/Cum and withholding tax reclaim schemes », 23 Sept. 2020, p.12 (30.)

<sup>180</sup> OCDE, « Bénéficiaires effectifs et transparence fiscale – mise en œuvre et défis restants », 25 juil. 2024

<sup>181</sup> BOI-RPPM-RCM-30-30-10-10

Elle invite ainsi à examiner de manière concrète la chronologie des transactions et la brièveté de la détention des titres par le résident. Cette approche conduit à relativiser la portée du transfert temporaire de propriété lorsque celui-ci apparaît dénué de toute justification autre que fiscale. L'administration met également l'accent sur la notion de bénéficiaire effectif, estimant que le résident interposé ne saurait être regardé comme tel dès lors qu'il ne dispose d'aucune liberté d'utilisation ou de jouissance des dividendes perçus.

En parallèle, de nombreuses actions de contrôle ont été entreprises par l'administration fiscale et des redressements ont été mis en place pour des exercices antérieurs, remettant ainsi la question de la sécurité juridique sur la table, dans la mesure où les montages aujourd'hui sanctionnés avaient été mis en place dans un contexte d'incertitude.

De plus, cette analyse anti-abus a également été consacrée par la jurisprudence du Conseil d'Etat<sup>182</sup>. En effet, les juges viennent ici élargir leur analyse au-delà de la simple vérification formelle du montage, et s'attachent désormais au but poursuivi par l'opération, à l'absence de véritable justification économique et à l'identité du bénéficiaire du dividende. La jurisprudence française vient ainsi s'aligner sur les standards de l'OCDE.

En suivant, ce dispositif CumCum a connu une réponse législative, par le biais de la Loi de finances pour 2025<sup>183</sup> qui inclut un dispositif de lutte contre ce phénomène<sup>184</sup>, entrant en vigueur au 1<sup>er</sup> janvier 2026. Ainsi, une ancienne zone grise du droit se voit explicitement interdite et sanctionnée. Cela œuvre à protéger les recettes fiscales de l'Etat et à aligner le droit interne avec les

standards internationaux en matière de lutte fiscale. Ce dispositif participe donc à renforcer les conditions liées à la durée de détention, l'exposition réelle au risque et à l'absence d'obligation de restitution. Le législateur cherche ainsi à prévenir structurellement les montages CumCum.

En définitive, si la réponse normative à l'affaire CumCum marque une avancée décisive dans la lutte contre l'optimisation fiscale agressive, elle interroge néanmoins l'équilibre entre efficacité fiscale et sécurité juridique tout en alimentant une tension autour de la question de la libre circulation des capitaux.

---

#### BREVES

---

## **Scission Vivendi : la protection des minoritaires s'efface devant la souveraineté mathématique des droits de vote**

Par Paul MOTHES et Alexis BOUDIER-ALBRECHT

---

L'affaire Vivendi, initié par un projet de scission industrielle, a soulevé un contentieux majeur quant à la qualification juridique du « contrôle de fait ».

La problématique centrale consistait à déterminer si le groupe Bolloré SE, actionnaire minoritaire, exerçait un contrôle effectif sur Vivendi SE au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce. La caractérisation d'un tel contrôle conditionnait le dépôt d'une Offre Publique

---

<sup>182</sup> CE, 8 déc. 2023, n° 472587, Fédération bancaire française

<sup>183</sup> Loi n° 2025-127 du 14 février 2025

<sup>184</sup> LF 2025, art. 96 modifiant l'article 119 bis du CGI

de Retrait Obligatoire (OPRO) pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires.

Par un arrêt du 28 novembre 2025<sup>185</sup>, la Chambre commerciale de la Cour de cassation a cassé la décision de la Cour d'appel de Paris du 22 avril 2025, posant une définition stricte des critères du contrôle de fait.

***Un champ d'application restreint par une lecture littérale.*** Sans toutefois en modifier la lettre, la Cour de cassation semble fermer la porte à l'élargissement, au cas par cas, du champ d'application de la notion de contrôle de fait fondé sur l'influence. La Haute Juridiction s'est livrée à une exégèse de l'article L. 233-3, I, 3<sup>o</sup><sup>186</sup> du Code de commerce pour rappeler que ce texte ne reconnaît de contrôle que par les seuls droits de vote exprimés en assemblée générale.

Tous les actionnaires de référence sont concernés par ce rappel, dès lors qu'ils s'interrogent sur le franchissement de seuils ou l'obligation de déposer une offre publique de retrait. La Cour précise que le législateur a seul le pouvoir de fixer les critères du contrôle, interdisant ainsi au juge de s'appuyer sur des facteurs exogènes à la loi.

***L'établissement de critères cumulatifs permettant de déterminer l'existence d'un contrôle de fait.*** La Cour de cassation prend soin de rappeler la définition du contrôle de fait comme la capacité « à déterminer les décisions adoptées en assemblée générale par les droits de vote dont [une personne] dispose ».

Deux critères (ou cas de figure) permettent désormais d'établir de manière objective que le contrôle de fait a lieu :

- **La détention majoritaire constante** : Le fait de détenir, pendant une durée significative<sup>187</sup>, directement ou indirectement, plus de la moitié des voix exprimées en assemblée générale.
- **La détermination souveraine par le vote** : Le fait de déterminer, pendant une durée significative, le sens du vote par le seul exercice des droits de vote dont on dispose, compte tenu de l'absentéisme habituel.

L'invalidation de ces critères implique, en conséquence, l'absence de contrôle de fait. L'utilisation de ces critères cumulatifs représente une évolution sécurisante, car elle permet de faciliter l'identification de la situation pour les émetteurs, réduisant les difficultés d'appréciation liées à l'« impressionnisme » judiciaire.

***L'exclusion de l'influence personnelle comme critère de qualification du contrôle.*** Le contrôle de fait est à distinguer de la simple influence stratégique ou de la notoriété d'un dirigeant. C'est l'orientation du vote par le poids mathématique des voix, et donc une emprise arithmétique, qui détermine la qualification.

La Cour de cassation rejette fermement la méthode du « faisceau d'indices » retenue par les juges du fond<sup>188</sup>. Ces derniers s'étaient basés sur une liste de facteurs subjectifs, parmi lesquels figuraient la notoriété de l'actionnaire, son parcours professionnel ou son autorité personnelle au

<sup>185</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362 et 25-14.467, FS-B.

<sup>186</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362, §32.

<sup>187</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362, §33.

<sup>188</sup> CA Paris, pôle 5, chambre 7, 22 avril 2025, RG n° 24/19036.

sein des assemblées générales. La Cour de cassation estime que ces éléments, bien que réels économiquement, sont sans lien direct avec les droits de vote dont on dispose.<sup>189</sup>

***L'existence d'un lien avec les droits de vote.*** Il est précisé que la validation du critère est indifférente au caractère direct ou indirect<sup>190</sup> de la détention des titres. Les voix détenues via des filiales ou des sociétés contrôlées sont intégrées au calcul. En revanche, la Cour de cassation apporte une limite fondamentale en excluant l'agrégation de droits de vote appartenant à des tiers, même proches, sur la seule base d'un « concert familial ». Elle juge que pour caractériser un contrôle de fait exclusif, on ne peut ajouter aux actions du parent celles de ses enfants par le jeu de la présomption de concert<sup>191</sup>, l'existence d'un tel contrôle devant s'apprécier au regard des seuls droits de vote dont dispose la personne concernée. Le critère ne semble pas non plus pouvoir être validé par le simple constat de l'adoption systématique des résolutions soutenues par un actionnaire. Si une résolution est votée à 97 %, comme ce fut le cas pour la scission de Vivendi, cela traduit une adhésion massive des actionnaires plutôt qu'un contrôle de fait exercé par un actionnaire minoritaire.

***La nécessaire permanence du contrôle.*** Il faut entendre par contrôle une situation qui s'inscrit dans une « durée significative ». Cela implique que le prestataire ou l'actionnaire doit démontrer une capacité constante à imposer sa volonté sur plusieurs exercices.

Le caractère mathématique requiert en outre que la démonstration ne soit pas hypothétique. Si un actionnaire à 25 % des droits de vote fait basculer une décision

uniquement à cause d'un absentéisme exceptionnel lors d'une séance unique, le critère de durée n'est pas rempli.

À l'inverse, une « emprise psychologique » n'est, par principe, pas constitutive d'un contrôle de fait, car elle ne repose pas sur un instrument juridique déterminé (le droit de vote). La présentation de l'influence comme étant un contrôle, alors qu'elle ne l'est pas mathématiquement, viole le principe de prévisibilité et de sécurité juridique.

***Une clarification jurisprudentielle aux effets contrastés.*** Cette décision envoie un signal fort aux investisseurs internationaux et aux grandes familles industrielles : la Place de Paris refuse désormais l'arbitraire judiciaire dans la qualification du contrôle. En garantissant que les règles du jeu ne changeront pas « en cours de route » pour les opérations de M&A ou les restructurations complexes, la Cour de cassation offre une victoire nette à la prévisibilité des émetteurs. On sait désormais précisément quand la ligne du contrôle de fait est franchie, sur la base de données vérifiables et non d'impressions cliniques.

Toutefois, ce gain de sécurité juridique marque un coup d'arrêt brutal pour l'activisme actionnarial. Si l'approche de la Cour d'appel visait à protéger les minoritaires face à la réalité du pouvoir économique, la Haute Juridiction rend la tâche des fonds comme CIAM beaucoup plus ardue : l'argument de l'« emprise psychologique » d'un actionnaire historique est balayé au profit d'une démonstration comptable rigoureuse sur une « durée significative ».

<sup>189</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362, §34 et 35.

<sup>190</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362, §27 et 29.

<sup>191</sup> Cass. com., 28 nov. 2025, n° 25-14.362, §40 et 42.

**Les conséquences normatives de la décision.** Au-delà de ses effets sur les stratégies contentieuses des investisseurs, la décision interroge l'articulation même entre le droit du contrôle et les mécanismes de protection issus du droit boursier. Lorsque, comme en l'espèce, une opération structurante est approuvée à plus de 97 %, l'absence de contrôle de fait mathématiquement établi prive mécaniquement les minoritaires du mécanisme de sortie automatique offert par le droit boursier.

Dépossédés du levier de l'offre publique obligatoire, ils se trouvent renvoyés aux voies de droit commun — abus de majorité, action ut singuli — dont l'effectivité est sensiblement moindre.

La charge de la preuve s'en trouve considérablement alourdie : à la démonstration arithmétique, objective et ex ante du contrôle se substitue une preuve complexe, ex post, d'une faute de gestion ou d'une atteinte à l'intérêt social. Enfin, en refusant de pallier les carences supposées du texte par une interprétation extensive de la notion de contrôle, la Cour de cassation assume un positionnement institutionnel clair et renvoie explicitement la responsabilité de l'évolution du droit au législateur. Si la notion d'influence dominante devait, à l'avenir, être saisie par le droit boursier comme un critère autonome de déclenchement des offres publiques, une telle inflexion ne pourrait résulter que d'une réécriture de l'article L. 233-3 du Code de commerce, et non d'une construction prétorienne.

**Un cadre retrouvé, une application à préciser.** L'arrêt du 28 novembre 2025 ne

met pas un terme définitif au contentieux Vivendi. La cour d'appel de renvoi devra se prononcer à nouveau, dans le cadre strict fixé par la Cour de cassation, en appréciant de manière objective l'exercice effectif des droits de vote sur une durée significative.

Si les critères du contrôle de fait sont désormais clairement balisés, leur application concrète reste délicate et pourrait conduire la juridiction de renvoi à affiner les modalités d'appréciation des éléments factuels du dossier. L'affaire illustre ainsi la tension persistante entre approche formelle du contrôle et réalité du pouvoir décisionnel, laissant ouverte la question de l'adéquation du droit positif aux pratiques de gouvernance contemporaines. Affaire à suivre.

#### BREVES

## La création de l'AMLA

Par Léo-Paul FORGUES et Paul SEROIN

Les autorités européennes prononcent aujourd'hui des sanctions record pour manquements aux obligations de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, comme l'amende de plus de 21 millions d'euros infligée en novembre 2025 à Coinbase Europe Limited pour de graves défaillances de surveillance des transactions<sup>192</sup>. Dans ce contexte de contentieux fréquents et de schémas de blanchiment toujours plus sophistiqués, notamment via les crypto-actifs, l'Union a choisi de se doter d'une autorité spécialisée, l'Anti-Money Laundering Authority (AMLA), placée au cœur du nouveau paquet législatif LCB-FT.

La création de l'AMLA a ainsi été consacrée par l'adoption du paquet LCB-FT en 2024,

<sup>192</sup>Central Bank of Ireland, "The Central Bank Takes Enforcement Action against Coinbase Europe Limited for Anti-Money Laundering Failures," press release, 6 November 2025

qui a été concrétisée par l'établissement effectif de l'autorité en février 2025. Son siège sera implanté à Francfort (Allemagne), aux côtés de la Banque Centrale Européenne, facilitant ainsi la coopération financière.

Par ailleurs, l'AMLA résulte du transfert de compétences en matière de LCB-FT autrefois attribuées à l'ABE (Autorité Bancaire Européenne). Subséquemment, une étroite collaboration entre ces deux institutions sera de mise. L'ABE reste toutefois en charge de la gestion des risques LCB-FT dans le cadre de son mandat prudentiel, et veillera, en outre, au bon contrôle des risques sur les marchés des crypto-actifs en vertu du nouveau règlement MiCA.

La lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme est une priorité ancienne de l'Union. Pourtant, malgré plusieurs directives et une abondante soft law, les scandales impliquant de grands groupes bancaires transfrontaliers ont révélé les limites d'un modèle fragmenté, reposant sur la transposition nationale et la seule supervision domestique. Les estimations du montant annuel des fonds blanchis au sein de l'Union européenne varient largement, allant de 117 à près de 750 milliards d'euros<sup>193</sup>.

Le « paquet AML » adopté en 2024 répond à ce constat. Il comprend un règlement établissant un corpus unique de règles directement applicables, le règlement (UE) 2024/1620 créant l'AMLA. Également, deux directives sur la supervision nationale et l'accès aux informations financières et aux registres de comptes bancaires ont vu le jour. En outre, ce nouveau paquet LCB-FT met en place de nouveaux points d'actions comme la mise en place dès 2027 d'un règlement (AMLR) imposant des exigences complémentaires en matière de lutte contre le blanchiment.

La création de l'AMLA vise à remédier aux insuffisances du cadre européen AML/CFT (I), à renforcer la supervision et la coordination entre autorités nationales (II), et à accompagner une intégration accrue soulevant des enjeux juridiques majeurs, notamment en matière de sanctions et d'harmonisation de la supervision financière (III).

## **I. La création de l'AMLA comme réponse aux insuffisances du cadre AML/CFT européen**

La création de l'AMLA répond à la fois à la fragmentation de la mise en œuvre du cadre européen AML/CFT entre autorités nationales (A) et à la nécessité d'assurer la transparence de flux financiers profondément transformés par la digitalisation et la complexification des circuits (B).

### **A. Une mise en oeuvre fragmentée du cadre AML/CFT à l'échelle européenne**

Jusqu'à présent, l'ensemble des règles visant à lutter contre le blanchiment d'argent repose sur des directives, conduisant à une transposition en droit interne différente en fonction des États membres. Leur autorité compétente en la matière étant autonome, une application différenciée de ces règles a ainsi pris forme, créant une réelle disparité dans la prononciation des sanctions au sein de l'Union Européenne. L'intervention de l'AMLA permettra de renforcer la protection des assujettis en rendant plus prévisibles les sanctions encourues.

Le champ d'application de ce contrôle s'étendra à davantage d'acteurs économiques. En effet, en France, les prestataires de crypto-actifs étaient déjà surveillés, mais celle-ci s'étendra, via l'action de l'AMLA, à l'ensemble de l'UE.

<sup>193</sup>Neil Hodge, « Europe's Dirty Money Problem », World Finance, 16 décembre 2025

De surcroît, les entités assujetties ne bénéficient pas toujours de garanties procédurales au sein de l'UE. Si les principes fondamentaux, tels que le droit d'être entendu, l'accès au dossier ou encore le respect d'un délai raisonnable, sont reconnus, leur mise en œuvre reste tributaire des pratiques nationales. Par conséquent, une entité européenne forte comme l'AMLA permettra d'assurer le respect uniforme des garanties procédurales essentielles.

A titre indicatif, l'article 24 du règlement AMLA prévoit qu'avant l'adoption de toute sanction, soit entendue l'entité par le conseil exécutif, disposition qui garantira le respect du droit de la défense. La transparence est aussi de mise puisque l'article 25 du même règlement impose à l'autorité européenne de publier ses décisions de sanction, en détaillant notamment la nature de l'infraction et le montant de la sanction infligée.

### **B. Une Institution rendue nécessaire pour garantir la transparence de flux en pleine mutation**

Conformément aux évolutions introduites par AMLD 6, la protection des investisseurs et des marchés financiers passe par une garantie de transparence des flux financiers. En l'occurrence, AMLD 6 impose un renforcement du devoir de vigilance et de déclaration pesant sur les entités surveillées. Selon Alex Clements<sup>194</sup>, responsable mondial de la LCB-FT et des sanctions chez TransferMate, de nombreuses entreprises fintech, regtech et crypto favorisent un onboarding rapide au détriment de contrôles robustes de connaissance du client (KYC), créant ainsi des failles exploitables par les réseaux criminels. Ainsi, dans le dernier avis de l'ABE<sup>195</sup>, publié en juillet dernier, est mis en relief le risque pour ce dernier

d'être dépassé par l'innovation et la croissance du secteur, réduisant l'efficacité de son contrôle.

Cette situation révèle non seulement les limites du dispositif européen actuel à détecter et signaler efficacement les opérations suspectes, mais aussi l'insuffisance des mesures préventives mises en œuvre par certaines professions non financières, telles que les experts-comptables, les conseillers fiscaux ou les cabinets d'avocats.

In extenso, ces nouvelles dispositions vont pousser les différents acteurs économiques à respecter davantage d'obligations. A titre d'exemple, les clubs de football ou encore les prestataires de crypto-actifs vont désormais entrer dans le périmètre de contrôle. Également, les transactions de crypto-actifs supérieures à 1000 euros entraîneront une vérification d'identité. Les registres publics seront par ailleurs plus complets, imposant aux entités étrangères achetant un bien immobilier dans l'UE de révéler leurs actionnaires réels. En parallèle, l'efficacité des réponses répressives demeure limitée : selon EUROJUST, seuls 2% des avoirs issus de la criminalité organisée sont confisqués chaque année en moyenne, malgré une hausse significative du nombre d'affaires traitées.

## **II. Des compétences d'attributions larges, venant en renfort aux autorités nationales**

Les larges compétences d'attribution reconnues à l'AMLA complètent, sans s'y substituer, l'action des autorités nationales. Elles se déploient à travers une supervision à la fois directe et indirecte des assujettis (A) et un rôle de coordination renforcée entre États membres, destiné à harmoniser les pratiques et éviter les divergences d'application du droit européen (B).

<sup>194</sup>Neil Hodge, « Europe's Dirty Money Problem », World Finance, 16 décembre 2025

<sup>195</sup>European Banking Authority. « A careless use of innovative compliance products can lead to money laundering and terrorism

financing risks, the EBA says in its Opinion ». Communiqué de presse, 28 juillet 2025

## A. La supervision directe et indirecte des différents assujettis

Comme cité précédemment, l'AMLA prendra ses fonctions progressivement, et sa compétence de supervision n'y fait pas exception. Il faudra attendre 2028 pour que celle-ci soit effective. Et pour cause, cette supervision s'appliquera à au moins une quarantaine d'établissements financiers, qui seront identifiés d'ici 2026. La sélection de ces entités repose sur des critères stricts tels que leur profil de risque, le type de produits complexes (crypto-actifs) concernés ou encore le caractère transfrontalier de l'activité. Ainsi, en cas de manquement, l'AMLA aura la compétence nécessaire pour infliger des amendes. Ces manquements pourraient être qualifiés en cas de « violations graves, systématiques ou répétées des exigences applicables »<sup>196</sup>.

Ces établissements sont divers et variés, et concernent en particuliers les banques, assurances ou encore les gestionnaires d'actifs. Ainsi, ces acteurs économiques se verront soumis à une supervision directe qui implique des contrôles sur place et sur pièce, imposer des mesures correctrices ou encore limiter certaines activités.

Toutefois, pour la majorité des assujettis, la supervision reste nationale, mais sous l'influence de l'AMLA. Cela concerne notamment les professions non financières : notaires, avocats, experts comptables, agents immobiliers, casinos, prestataires de services aux sociétés et fiducies. On parle alors de supervision indirecte qui repose essentiellement sur des lignes directrices, n'impliquant l'intervention de l'AMLA qu'en cas de défaillance d'une autorité nationale.

## B. L'AMLA comme moteur de coordination entre les Etats

La création de l'AMLA vise notamment à pallier l'application hétérogène des normes par les différents Etats de la communauté européenne. En effet, les sanctions pour blanchiment variant de manière significative d'un pays à l'autre, cette réforme s'imposait.

Ainsi, pour des manquements aux obligations de vigilances LCB-FT, l'autorité Autrichienne compétente (FMA) a infligé une amende de 60 000 euros<sup>197</sup>, tandis que l'autorité lettone (FCMC) a été beaucoup plus sévère, infligeant une amende d'1,2 millions d'euros<sup>198</sup>. Ipso Facto, l'AMLA mettra en place des normes pour définir « le niveau des amendes, les critères de risques ou les mesures de vigilance à appliquer »<sup>199</sup> au sein de l'UE.

Elle assurera également à ce que les cellules de renseignement financier (CRF), unités propres à chaque pays chargées de contrôler les flux suspects, collaborent entre elles. Ainsi, une véritable base de données verra le jour, pour une surveillance rapprochée des comptes bancaires et des comptes-titres par exemple.

Cela dit, cette collaboration peut avoir des limites. Elle peut amener à partager des informations sensibles, ce pourquoi certains états peuvent en refuser la transmission. Il faut qu'il y ait également un need to know (besoin d'en connaître), établi par les autres CRF pour autoriser cet échange d'information, préservant de facto la culture de la confidentialité.

## III. Une intégration renforcée, soulevant des enjeux juridiques

<sup>196</sup>Sénat. Ces dizaines de milliards qui gangrèment la société : Rapport n° 757 (2024-2025), tome I, déposé le 18 juin 2025. Rapport de commission d'enquête, Sénat.

<sup>197</sup>Financial Market Authority (FMA), « Announcement: FMA imposes sanction against bank99 AG for a breach of due diligence obligations for the prevention of money laundering and terrorist financing », communiqué de presse, 19 décembre 2025

<sup>198</sup>Diana Labori, « ACFCs December Regulatory Report: Banking, Securities Penalties Aplenty, FATF Grades U.K., and More », ACFCs: Association of Certified Financial Crime Specialists, 1er mars 2019

<sup>199</sup>Lefebvre Dalloz, « LCB-FT : création d'une autorité européenne de lutte contre le blanchiment (AMLA) », Formation Lefebvre Dalloz, 20 mars 2025

L'intégration renforcée de l'AMLA au sein de l'architecture européenne de supervision soulève des enjeux juridiques majeurs. Ils tiennent à la fois à l'ampleur de ses pouvoirs de sanction, qui appellent de solides garanties procédurales (A), et aux difficultés de l'harmonisation de la supervision financière à l'échelle de l'Union (B).

### **A. Des pouvoirs de sanction dissuasifs obligeant le respect des garanties procédurales**

Pour veiller au bon usage de ses attributions, l'AMLA est composée de deux conseils d'administration, au sein desquels sont représentés les 27 autorités nationales de l'UE. A titre d'exemple, la France sera représentée par l'ACPR pour le volet « supervision » tandis que Tracfin nous représentera dans le volet « CRF ». Ces représentants auront donc, en outre, une mission répressive.

En effet, dans le cadre de sa supervision directe, l'AMLA peut adopter des sanctions administratives, sous forme d'amendes, souvent calculées en pourcentage du chiffre d'affaires annuel ou en montants forfaitaires importants, sur un modèle comparable aux plafonds existants en matière LCB-FT, d'astreintes, ou de mesures correctrices. Ces mesures correctrices peuvent consister en des injonctions de renforcer les équipes de conformité, de modifier les procédures internes ou de limiter les relations avec certains clients ou produits. Dans les situations les plus graves, l'AMLA peut recommander des restrictions d'activité plus larges, voire un retrait partiel d'agrément, en coordination avec l'autorité nationale compétente.

Ces sanctions, pouvant être très élevées, auront potentiellement une coloration pénale au sens de la CEDH et de la Charte,

renforçant par voie de conséquence son aspect dissuasif. Enfin, celles-ci pourront coexister avec les sanctions nationales. Dès lors, le cadre juridique doit permettre d'organiser clairement l'articulation entre procédures européennes et nationales, afin d'éviter des doubles poursuites excessives et de respecter le principe ne bis in idem.

Compte tenu de ce pouvoir de sanction, l'AMLA devra respecter les garanties procédurales posées aux articles 41, relatif au droit à une bonne administration de la justice, et 47, concernant le droit à un recours effectif et accès à un tribunal impartial, de la Charte. Enfin, ses décisions de sanctions pourront faire l'objet de recours devant la Cour de justice, dans le cadre du recours en annulation.

### **B. Les défis de l'harmonisation européenne de la supervision financière**

L'eupéanisation de la supervision financière implique un effort considérable pour harmoniser les pratiques nationales. A ce titre, le « suspicious transaction report » (STR) nécessite une harmonisation qui, dans un processus décisionnel à 27, demeure long et complexe. De même, la « méthodologie fondée sur le risque », qui impose d'adapter la lutte anti-blanchiment en fonction du risque représenté par l'entité assujettie, implique la définition précise de critères de détermination des risques, contribuant à la lenteur du processus.

Par ailleurs, la montée en puissance de l'AMLA ne sera que progressive, et le mandat de son conseil exécutif ne durera qu'un an. Cette durée de mandat est, selon certains<sup>200</sup>, sujette à interrogation. En effet, la stabilité et la continuité de la gouvernance du conseil exécutif risquent d'être compromises à long terme. Également, le budget de l'AMLA, bien que significatif, reste toutefois limité au regard de l'étendue

---

<sup>200</sup>Neil Hodge, « Europe's Dirty Money Problem », World Finance, 16 décembre 2025

de ses missions. Financée à hauteur de 119 millions d'euros sur la période 2024-2027, l'institution peut espérer obtenir des ressources estimées à 92<sup>201</sup> millions d'euros pour 2028, tirées en grande partie de redevances et de financement par l'Union européenne. La création de l'AMLA, bien que nécessaire, pourrait toutefois se révéler être le centre d'un sempiternel débat, celui de la perte de souveraineté des Etats membres. Chaque état disposant de son propre système de supervision, celui-ci se trouvera potentiellement obsolète ou relégué au second plan. La doctrine se demande également si ces nouvelles réglementations ne vont pas « complexifier un système déjà compliqué »<sup>202</sup>.

En réaction à cela, l'AMLA a précisé que son rôle n'était que complémentaire, et qu'il n'avait, en aucun cas, pour objectif de se substituer aux autorités nationales.

## BREVES

# Le rôle de l'expert indépendant dans les OPR : l'exemple Tarkett (CA Paris, 20 novembre 2025)

Par Léo LACOMBE et Paul POISSON

## Introduction

L'offre publique de retrait (OPR) suivie d'un retrait obligatoire portant sur Tarkett a donné lieu à un contentieux typique des opérations de sortie de cote : un actionnaire minoritaire a contesté la décision de conformité de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF),

en ciblant le processus d'expertise indépendante et au fond, l'équité du prix. Par un arrêt du 20 novembre 2025, la cour d'appel de Paris rejette le recours et confirme la décision de conformité relative à l'OPR, tout en livrant une motivation particulièrement structurante sur la place « *stratégique* » de l'expert indépendant et sur l'office du juge lorsqu'il est saisi d'une contestation touchant à la méthodologie de valorisation.

## I. Le cadre français : l'expert indépendant comme instrument central de la protection des minoritaires

En droit français des offres publiques, l'expert indépendant est conçu comme un mécanisme de prévention des conflits d'intérêts et de garantie de l'égalité de traitement. Le règlement général de l'AMF (RGAMF) prévoit la désignation d'un expert indépendant<sup>203</sup> lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de l'organe compétent de la société visée, susceptibles de nuire à l'objectivité de l'avis motivé ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires. Cette logique irrigue tout le dispositif applicable aux OPR, lesquelles exposent structurellement les minoritaires à une contrainte de liquidité, puis à une expropriation au prix de l'offre en cas de retrait obligatoire.

Sur le contenu, l'expertise indépendante est encadrée de manière précise. L'article 262-1 du RGAMF impose que l'expert établisse un rapport sur les conditions financières de l'offre, dont la conclusion doit prendre la forme d'une attestation d'équité. Cette

<sup>201</sup> European Commission, Questions and Answers: The new EU Anti-Money Laundering Authority (AMLA), 24 avril 2024

<sup>202</sup> Lefebvre Dalloz, « LCB-FT : création d'une autorité européenne de lutte contre le blanchiment (AMLA) », Formation Lefebvre Dalloz, 20 mars 2025

<sup>203</sup> Article 261-1 du RGAMF

attestation n'est pas un simple avis opportun : elle constitue la pièce doctrinale et technique autour de laquelle s'organise la décision des organes sociaux, l'appréciation de l'AMF, et, in fine, le débat contentieux.

Une instruction de l'AMF<sup>204</sup> complète ce cadre en détaillant l'objectif et les attendus du rapport, notamment l'évaluation, l'analyse des travaux des conseils, la description des diligences et la conclusion sur l'équité des conditions financières. Cette articulation entre norme réglementaire et doctrine d'application permet de comprendre pourquoi, dans la pratique, l'expert indépendant devient un acteur déterminant de la robustesse juridique d'une OPR : son rapport est le support principal de la démonstration que le prix proposé respecte le principe d'égalité de traitement et qu'il repose sur une analyse objectivée.

Enfin, la procédure de désignation revêt elle-même une dimension protectrice. Le régime issu des articles 261-1 et 261-1-1 du RGAMF organise en principe une proposition par un comité ad hoc et, dans certaines hypothèses, une procédure de « *non-opposition* » de l'AMF à la nomination de l'expert. Cette séquence est importante : elle déplace une partie du contrôle, en amont, sur l'existence de garanties suffisantes, notamment d'indépendance, avant même que l'AMF ne se prononce sur la conformité de l'offre elle-même.

## **II. L'affaire Tarkett : de la décision de conformité à la contestation du processus d'expertise**

Dans l'opération Tarkett, la décision attaquée<sup>205</sup>, relative au projet d'OPR visant les actions Tarkett, emporte notamment visa de la note d'information de l'initiateur et de la note en réponse de la société visée intégrant le rapport de l'expert indépendant. Le requérant, actionnaire, a exercé dans le délai un recours en annulation (et a tenté de solliciter une « *réformation* »).

Le dossier met en lumière ce qui, en pratique, alimente le plus souvent les contestations minoritaires : l'apparente dissymétrie informationnelle et la perception d'une expertise « *verrouillée* » par l'initiateur et ses conseils. Les griefs portent ainsi sur la composition et le fonctionnement du comité ad hoc, sur l'indépendance de l'expert au regard de ses relations avec les banques présentatrices ou l'initiateur, sur le niveau d'honoraires et sur la réalité des diligences critiques conduites sur le plan d'affaires et les hypothèses de valorisation.

L'arrêt restitue, de façon notable, un élément de contexte révélateur du rôle opérationnel de l'expert : la prise en compte d'un volume important de courriers d'actionnaires minoritaires et l'établissement d'un addendum<sup>206</sup> (texte ou ensemble de textes ajoutés à un ouvrage pour le compléter), destiné à répondre aux contestations postérieures à l'attestation initiale et à réitérer la conclusion d'équité. Cette séquence illustre que l'expertise indépendante n'est pas seulement un « *rapport final* », mais un processus itératif, susceptible de se densifier sous le contrôle de l'AMF et sous la pression des objections minoritaires.

<sup>204</sup> Instruction AMF n°2006-08

<sup>205</sup> Décision de conformité n° 225C0943 publiée le 6 juin 2025

<sup>206</sup> Addendum du 22 mai 2025 à l'Attestation d'équité du 24 avril 2025

### III. L'office du juge : un contrôle de légalité, pas un "juge du prix"

L'un des apports de l'arrêt tient d'abord au rappel des pouvoirs de la cour d'appel dans ce contentieux spécialisé. Le requérant sollicitait une « réformation » de la décision de conformité, mais la cour juge la demande irrecevable en réaffirmant que, dans le cadre du contrôle des décisions de conformité de l'AMF en matière d'offres publiques, son pouvoir est un pouvoir d'annulation et non de réformation. Ce point n'est pas seulement procédural : il structure le degré de contrôle possible sur l'économie de l'offre, car il réduit mécaniquement l'espace d'une substitution d'appréciation judiciaire à l'analyse technique du régulateur.

Dans la même logique, la cour encadre l'intensité de son contrôle sur l'évaluation. L'arrêt rappelle que le prix d'une OPR doit respecter les garde-fous réglementaires, notamment l'exigence selon laquelle le prix ne peut être inférieur, sauf accord de l'AMF, à un prix déterminé par référence à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur une période donnée. Cette exigence, qui relève du « plancher » réglementaire, n'épuise cependant pas la question de l'équité au sens économique, laquelle est précisément l'objet du rapport de l'expert.

C'est ici que le rôle de l'expert devient stratégique. La cour articule la norme (article 262-1) et la doctrine (recommandation AMF DOC-2006-15) pour rappeler que l'évaluation doit reposer sur une approche multicritères, adaptée à la société et au contexte, et que l'expert doit expliquer clairement sa démarche, notamment lorsqu'il privilégie une méthode, relègue d'autres méthodes au rang secondaire ou

exclut certaines références de valorisation. L'arrêt consacre ainsi l'idée que le contentieux ne porte pas tant sur la « bonne » valeur que sur la robustesse d'une démarche explicitée, justifiée et cohérente.

### IV. Le contrôle de l'indépendance : une appréciation concrète mais exigeante pour le requérant

Sur l'indépendance, la cour d'appel adopte une démarche en deux temps. Elle prend acte, d'une part, de l'existence d'un débat relatif au comité ad hoc et à l'hypothèse dans laquelle la société visée recourt à la procédure prévue à l'article 261-1-1 du RGAMF, précisément lorsque la constitution du comité ad hoc conforme aux prescriptions applicables se révèle impossible. Elle relève, d'autre part, que le texte ne prévoit pas de délai imposant que cette procédure de non-opposition soit actionnée dans un laps de temps déterminé, ce qui conduit à neutraliser l'argument de « tardiveté » invoqué par le requérant. Autrement dit, la contestation procédurale échoue lorsque le requérant ne peut rattacher son grief à une exigence normative explicite.

La cour insiste également sur le contenu de l'information transmise à l'AMF dans le cadre de la non-opposition. Elle cite les exigences de l'instruction DOC-2006-08 relatives aux informations à communiquer (identité de l'expert, termes et modalités de mission, conflits identifiés, moyens, programme de travail, charge horaire et rémunération), et constate que la société visée a renseigné les informations requises. Cette motivation illustre une idée importante pour la pratique : la solidité du processus de désignation et la traçabilité documentaire

deviennent des éléments défensifs majeurs en cas de recours.

S'agissant de la dépendance financière alléguée vis-à-vis des établissements présentateurs, la cour rappelle l'exigence probatoire pesant sur le requérant. Elle rejette le moyen en considérant que le requérant échoue à démontrer un lien de dépendance financière et que la fréquence des interventions ne suffit pas, à elle seule, à caractériser un conflit d'intérêts. La décision montre ainsi que, si l'indépendance est une exigence cardinale, son contrôle contentieux ne se satisfait pas d'allégations générales : il suppose une démonstration circonstanciée, documentée et imputable.

Enfin, la question des honoraires et des échanges avec l'initiateur est traitée de manière pragmatique. La cour admet que la rémunération peut évoluer, à condition d'être justifiée, et elle retient que l'augmentation des diligences s'explique notamment par le nombre très élevé de courriers de minoritaires et par les analyses complémentaires requises. Elle ajoute que l'absence de « validation » des données n'équivaut pas à une absence d'examen critique, car l'expert n'est pas un auditeur : sa mission consiste à apprécier la cohérence et la vraisemblance des hypothèses, et non à certifier leur fiabilité comme le ferait un audit. Ce faisant, la cour trace une frontière nette entre l'expertise d'équité et une mission de contrôle comptable.

#### **V. Le contrôle de la méthodologie : la cour vérifie la cohérence, pas l'opportunité des choix**

Sur le fond, l'arrêt est particulièrement instructif quant au niveau de contrôle exercé sur les méthodes de valorisation. La cour

commence par exposer l'architecture de l'évaluation retenue : une méthode principale, le DCF (Discounted Cash-Flow), qui permet selon de rapport « *de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société Tarkett* », complétée par des méthodes secondaires (cours de bourse, comparables boursiers) et indicatives (transactions comparables, objectifs de cours des analystes). Cette présentation confirme que le juge se saisit de la logique multicritères (précisé par l'instruction AMF DOC-2206-15), non pas pour substituer sa propre valorisation, mais pour vérifier si la hiérarchie des méthodes et les justifications répondent aux exigences normatives et doctrinales.

Les critiques du requérant visaient notamment le recours à certains indicateurs, tels que l'EBITDA CAPEX, ainsi que la place accordée aux comparables transactionnels et certains retraitements. La réponse de la cour s'organise autour d'un critère de rationalité technique : elle vérifie que l'expert a expliqué les raisons de ses choix, en particulier lorsqu'il justifie qu'un indicateur permet de limiter des distorsions de comparabilité liées à l'intensité capitalistique ou aux référentiels comptables, et lorsqu'il motive l'exclusion de transactions trop anciennes ou insuffisamment documentées. Le juge contrôle ainsi la pertinence de la démarche au regard des difficultés de comparabilité, ce qui est au cœur des opérations sur sociétés.

L'arrêt apporte aussi un enseignement utile sur une confusion fréquente des requérants : l'assimilation des indicateurs de pilotage interne à des critères d'évaluation de la valeur d'entreprise. La cour souligne qu'un indicateur utilisé par la société dans sa communication financière ou pour les

covenants bancaires n'a pas vocation à s'imposer à l'expert dans une évaluation d'équité, dès lors que l'évaluation de la performance opérationnelle n'est pas l'évaluation des capitaux propres ou de la valeur d'entreprise. Cette distinction protège la liberté méthodologique de l'expert, tout en la conditionnant à une obligation d'explication.

Plus largement, la cour rejette l'argument selon lequel l'expert serait tenu à une « *permanence* » des méthodes d'une opération à l'autre. Elle affirme qu'aucune obligation n'impose de reprendre les critères d'évaluations antérieurs, ni ceux utilisés habituellement par la société cible, et que la « *permanence comptable* » n'est pas transposable à la mission de l'expert. Ce passage est central car il réduit fortement la portée des arguments comparatifs du type « le prix de 2021 était de 20 euros, donc le prix de 2025 doit être au moins équivalent », en replaçant l'évaluation dans une logique contextuelle, fondée sur les facteurs contemporains de valorisation.

## Conclusion

L'arrêt Tarkett du 20 novembre 2025 illustre, de manière très pédagogique, la fonction structurante de l'expert indépendant dans une OPR : il est à la fois le garant technique de l'équité, la pièce centrale de l'avis motivé et le pivot du contrôle de conformité exercé par l'AMF. En contentieux, la décision montre que la cour d'appel exerce un contrôle réel mais calibré : elle vérifie la régularité du processus de désignation, l'existence de garanties d'indépendance, la qualité de l'examen critique et la cohérence d'une

méthodologie multicritères, sans se transformer en juge du prix. Pour les minoritaires, la protection demeure donc substantielle, mais elle se joue d'abord dans la qualité du dossier d'expertise et dans la capacité à démontrer des insuffisances significatives, plutôt que dans l'espoir d'une revalorisation judiciaire du prix.

---

## BREVES

# Standard Chartered : le défi de la compliance face aux sanctions internationales et aux recours collectifs

Par Léna Gellez et Mégane DE SOUSA

---

Standard Chartered, banque britannique de dimension internationale, occupe une place stratégique dans le financement des marchés émergents, notamment en Asie, au Moyen-Orient et en Afrique. Cette implantation dans des zones géopolitiquement sensibles l'expose à des régimes de sanctions complexes, en particulier celles imposées par les Etats-Unis et le Royaume-Uni.

Depuis 2012, cette banque a été impliquée dans plusieurs affaires liées à des manquements aux sanctions américaines et britanniques, notamment à l'égard de l'Iran et du Soudan<sup>207</sup>. Ces infractions ont conduit à des amendes record et révélé des lacunes significatives dans ses dispositifs de contrôle interne

---

<sup>207</sup> Reuters, « Standard Chartered loses bid to reduce £1.5bn UK shareholder lawsuit over Iran sanctions », 25 Mars 2025

En 2025, l'affaire a pris une dimension nouvelle avec un recours collectif au Royaume-Uni, évalué à 1,5 milliard de livres sterling. Plus de 200 demandeurs, représentant environ 1 400 fonds d'investissement, ont accusé la banque d'avoir diffusé des informations trompeuses sur son respect des sanctions entre 2007 et 2019.

Au-delà du risque financier, cette action révèle une dimension humaine et sociale : de nombreux investisseurs institutionnels se sont sentis trompés et vulnérables face à une grande institution perçue comme fiable et respectueuse des normes internationales.

Dès lors, l'affaire Standard Chartered soulève une question centrale. *Dans quelles mesures les manquements de Standard Chartered aux sanctions internationales ont-ils fragilisé la transparence envers les investisseurs et déclenché des recours collectifs, révélant les limites de la compliance bancaire ?*

## **I- I. Standard Chartered et les manquements aux sanctions internationales : risques financiers et réputation institutionnelle**

### **A. Des violations de sanctions révélatrices de failles internes**

La banque Standard Chartered a été accusée d'avoir facilité des transactions impliquant des entités iraniennes et soudanaises, en violation des sanctions imposées par les États-Unis et le Royaume-Uni. Ces opérations utilisaient des mécanismes destinés à dissimuler l'origine ou la

destination des fonds, révélant des failles importantes dans les dispositifs de contrôle interne de la banque.

Ces pratiques traduisent une tension constante entre recherche de profits et respect des règles internationales. Les transactions litigieuses ont permis à la banque de générer des revenus substantiels à court terme, mais au prix de la légalité et de l'éthique. Chaque opération lucrative obtenue au mépris des sanctions représentait un gain immédiat<sup>208</sup>, mais creusait un risque latent de sanctions pouvant coûter des milliards.

Au-delà de l'aspect financier, ces violations ont exposé la banque à une dégradation de sa réputation institutionnelle, fragilisant la confiance des investisseurs et des partenaires. Elles révèlent également des failles structurelles dans le contrôle interne et la culture de compliance de l'institution.

Cette situation illustre la tension permanente entre la quête de rentabilité et le respect des obligations légales et éthiques, soulevant la question : jusqu'où une institution financière globale peut-elle tolérer des pratiques juridiquement contestables avant que les conséquences deviennent inévitables ?

Ces violations et failles internes n'ont pas seulement exposé la banque à des risques juridiques et éthiques ; elles ont également eu des conséquences financières et réputationnelles concrètes. Les sanctions imposées par les régulateurs américains et britanniques, ainsi que la perte de confiance des investisseurs, illustrent l'impact direct de ces pratiques sur la stabilité et l'image de

<sup>208</sup> Department of Justice, « Standard Chartered Bank Agrees to Forfeit \$227 Million for Illegal Transactions with Iran, Sudan, Libya, and Burma », 10 décembre 2012

Standard Chartered, préparant ainsi le terrain pour l'action collective de 2025.

### ***B. Les conséquences directes pour la banque et les investisseurs***

Les répercussions pour Standard Chartered ont été lourdes. Aux États-Unis, la banque a conclu en 2019 un règlement global d'environ 1,1 milliard de dollars pour mettre fin à des enquêtes menées par plusieurs autorités, dont le Department of Justice (DOJ), la Federal Reserve (Fed), le Department of Financial Services (DFS) de l'État de New York et l'Office of Foreign Assets Control (OFAC) du Département du Trésor<sup>209</sup>.

Le montant versé aux agences américaines s'élevait à 947 millions de dollars, auxquels s'ajoutent £102,16 millions d'amende imposée par la Financial Conduct Authority (FCA).

Parallèlement, l'Office of Financial Sanctions Implementation (OFSI), autorité du Trésor britannique chargée de l'application des sanctions, a imposé une pénalité de £20,47 millions à Standard Chartered pour des violations des sanctions liées à l'Ukraine<sup>210</sup>.

Pour répondre à ces sanctions, la banque a renforcé ses dispositifs de compliance et procédé à des changements au sein de sa direction. Cependant, ces mesures correctives sont intervenues *a posteriori*, illustrant les limites d'une approche réactive.

En 2025, l'affaire a franchi une nouvelle étape avec un recours collectif estimé à 1,5 milliard de livres. Plus de 200 demandeurs, représentant environ 1 400 fonds d'investissement, ont poursuivi la banque à Londres, l'accusant d'avoir fourni des informations trompeuses et d'avoir omis des détails cruciaux sur sa conformité aux sanctions américaines contre l'Iran<sup>211</sup>. Selon eux, ces manquements les avaient conduits à investir sur la base d'informations incomplètes, entraînant des pertes financières importantes.

La High Court of England and Wales a refusé de rejeter l'action, estimant que la dépendance des investisseurs aux informations publiées par la banque devait être examinée de manière approfondie. Initialement prévu pour octobre, le procès a été réglé avant jugement, après que la Cour d'appel a confirmé que la banque devait divulguer certains documents sensibles, malgré ses préoccupations concernant la confidentialité et les risques de sanctions à l'étranger<sup>212</sup>.

Cet épisode met en lumière la responsabilité civile des banques et la pression croissante exercée par les investisseurs institutionnels pour garantir la transparence ouvrant la réflexion sur le rôle et les limites des recours collectifs dans la régulation bancaire.

### **I. Les recours collectifs face aux scandales financiers : entre outil de justice et limites de la compliance**

<sup>209</sup> Standard Chartered, « Standard Chartered resolves legacy conduct and control issues for \$1.1bn; monitorships terminated », 9 Avril 2019

<sup>210</sup> Better Regulation, « Imposition d'une sanction pécuniaire – Standard Chartered Bank », 31 mars 2020

<sup>211</sup> Financial Times, « Standard Chartered settles £1.5bn investor lawsuit over Iran sanctions », 25 mars 2025

<sup>212</sup> WorldECR, « Standard Chartered fails to cut £1.5bn lawsuit by shareholders for sanctions breaches », 27 mars 2025.

### **A. Le recours collectif comme mécanisme de protection des investisseurs**

Le recours collectif, aussi appelé “*class action*”, permet à plusieurs victimes subissant un préjudice similaire de se regrouper pour agir en justice contre un même responsable. Dans le cas de Standard Chartered, il vise à obtenir réparation pour les pertes subies du fait d’informations trompeuses et d’omissions relatives à la conformité de la banque aux sanctions internationales.

En théorie, ce mécanisme représente un levier puissant pour équilibrer le rapport de force entre investisseurs et grandes institutions financières. Il favorise l’accès à la justice, renforce les obligations de transparence et contribue à la responsabilisation des acteurs bancaires.

Pour qu’un recours collectif soit accepté au Royaume-Uni, la High Court doit certifier la procédure, en vérifiant que le préjudice est similaire pour l’ensemble des plaignants et que le recours collectif est le moyen le plus approprié pour obtenir réparation. Cette certification permet aux investisseurs institutionnels de mutualiser les coûts et d’accroître leur pouvoir de négociation face à une banque de grande taille.

En pratique, toutefois, l’efficacité des recours collectifs demeure limitée : les procédures sont longues et coûteuses, les indemnités peuvent rester modestes au regard du préjudice réel. De plus, il est souvent complexe d’établir la responsabilité exacte de la banque.

Cependant, l’affaire de 2025 montre que même une grande institution financière ne peut ignorer ses obligations de transparence et de conformité<sup>213</sup> : la procédure a conduit à la divulgation de documents sensibles et à des règlements financiers significatifs, même avant jugement.

La décision de la High Court de maintenir le recours collectif et l’accord trouvé avant procès envoie un signal fort au secteur bancaire britannique, mais interroge également sur la capacité de ces actions à transformer durablement les pratiques et la culture de compliance des banques.

### **B. Une portée dissuasive réelle mais insuffisante pour transformer le secteur bancaire**

Si les recours collectifs envoient un signal fort au secteur bancaire, leur portée reste néanmoins limitée.

Pour Standard Chartered, le recours collectif a accentué la pression financière et médiatique, soulignant les risques liés au non-respect des sanctions et à la diffusion d’informations trompeuses. Mais son impact dépasse rarement la seule banque : il ne modifie pas nécessairement la culture interne de compliance.

Ces actions restent ponctuelles et n’attaquent pas les causes profondes des violations, telles que la culture du profit à tout prix ou les failles persistantes dans les dispositifs de contrôle. Les recours collectifs apparaissent donc comme un outil utile pour la réparation et la dissuasion, mais insuffisant pour

---

<sup>213</sup> The Banker, « Standard Chartered faces £1.5bn investor class action over Iran sanctions », 27 mars 2025

transformer durablement les pratiques bancaires.

Pour prévenir efficacement les scandales et renforcer la compliance, il serait nécessaire de combiner ces actions avec des sanctions financières dissuasives, un encadrement réglementaire strict et coordonné à l'échelle internationale, ainsi qu'une responsabilité individuelle accrue des dirigeants.

En somme, si les class actions contribuent à renforcer la transparence et la responsabilisation des banques, elles doivent s'accompagner d'une régulation proactive et d'une responsabilité accrue des dirigeants pour transformer durablement la culture de compliance face aux sanctions internationales.

#### BREVES

---

## Néo-brokers : l'illusion de l'action fractionnée

Par Maythri SRIBALAN

---

Les néo-brokers, entendus comme des prestataires d'investissement à distribution principalement numérique, orientés vers la clientèle de détail et fondés sur des parcours fortement standardisés, ont popularisé l'action fractionnée, présentée comme un accès simplifié aux marchés.

Cette promesse repose sur l'idée d'investir de faibles montants dans des titres coûteux en achetant une fraction d'action cotée. En pratique, toutefois, l'expression recouvre des montages juridiques hétérogènes. Selon les cas, l'investisseur n'acquiert pas une action, mais un droit contractuel ou un instrument dérivé, ce qui modifie substantiellement la nature des droits

détenus et le niveau de protection applicable. L'illusion naît alors d'un décalage entre l'intitulé commercial et la réalité juridique du produit, dans un contexte où la distribution « *mobile-first* » et le marketing d'accessibilité propres aux néo-brokers accroissent le risque de confusion chez le client.

L'actualité est désormais réglementaire. L'ESMA a alerté la Commission européenne sur l'encadrement hétérogène des « *fractional shares* » dans l'Union et sur l'incertitude de leur qualification au regard de MiFID II. En France, l'article 13 de la loi du 13 juin 2024 habilite le Gouvernement à créer par ordonnance un régime de fractionnement, tandis que le HCJP a publié, le 15 mai 2025, un rapport de référence proposant un diagnostic et des recommandations.

Dès lors, comment les néo-brokers transforment-ils l'action fractionnée en risque de confusion juridique pour le client de détail, et quel encadrement permet d'y remédier ? Cette analyse conduit, d'abord, à examiner la nature juridique des actions fractionnées et la pluralité des montages (I), puis à mesurer leurs conséquences pratiques et juridiques en termes de droits, d'information et de risques (II), avant d'envisager les évolutions attendues au niveau européen et dans le cadre de la réforme française (III).

### I. Nature juridique des actions fractionnées : une qualification incertaine

Le droit des sociétés français pose le principe suivant : « à l'égard de la société, les titres sont indivisibles ». Ainsi, une action n'est pas, en tant que telle, fractionnable par un intermédiaire en une multitude d'actions qui confèreraient

automatiquement les prérogatives attachées au titre. Le rapport du HCJP insiste alors sur le fait que malgré son nom, la « *fraction d'action* » observée sur les plateformes n'est pas une division juridique de l'action<sup>214</sup>, elle repose sur un mécanisme contractuel entre l'intermédiaire et l'investisseur<sup>215</sup>. De ce fait, la question centrale n'est pas combien d'action l'utilisateur achète, mais quelle est la nature juridique du droit qu'il reçoit en contrepartie du paiement (action en conservation, titre de créance, instrument dérivé, etc.<sup>216</sup>).

Le HCJP décrit la pratique comme un investisseur qui paie une somme correspondant à une quote-part de la valeur de l'action, et qui reçoit au moins deux droits pécuniaires, mais ces droits naissent du contrat<sup>217</sup>. De ce fait, plusieurs qualifications sont possibles.

- **Le modèle dérivé** : l'offre est un instrument financier à terme dont la valeur suit celle de l'action sous-jacente. C'est ce que vise l'ESMA dans sa prise de position du 28 mars 2023, consacrée aux « *derivatives on fractions of shares* », en réaction à la commercialisation active auprès de clients de détail<sup>218</sup>.
- **Le modèle créance / titre de créance** : les droits de l'investisseur peuvent être constatés par une inscription en compte dans les livres du prestataire, et analysés comme une créance contre l'émetteur.
- **Le modèle de co-détention** : certains droits organisent une forme d'indivision ou de co-propriété de

l'action acquise par l'intermédiaire, ce qui modifie la nature du droit de l'investisseur. Le HCJP souligne cette diversité, notamment au regard de pratiques observées dans les droits étrangers<sup>219</sup>.

Ainsi, sous une même appellation commerciale, le client peut en réalité acquérir des instruments de nature très différente. L'analyse doit donc se recentrer sur le cadre du Code monétaire et financier, qui distingue les instruments financiers entre titres financiers et contrats financiers.

## II. Les conséquences pratiques et juridiques des actions fractionnées

L'AMF résume bien l'enjeu pour l'épargnant. Une action ordinaire ouvre notamment un droit de vote et un droit au dividende tandis qu'une fraction d'action n'accorde pas nécessairement ces prérogatives<sup>220</sup>, selon le montage et les conditions contractuelles. Dans de nombreux modèles, l'investisseur reçoit un équivalent économique qui sont des dividendes proratisés, mais ne participe pas à la gouvernance, car il n'est pas actionnaire au sens du droit des sociétés ou ne détient pas le titre en compte à son nom<sup>221</sup>. Cette dissociation justifie que les autorités demandent une information plus explicite

<sup>214</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

<sup>215</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

<sup>216</sup> *Code monétaire et financier*, art. L. 211-1 (définition des instruments financiers), version en vigueur depuis le 1er octobre 2016, Légifrance

<sup>217</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

<sup>218</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), *Public Statement – On derivatives on fractions of shares* (ESMA35-43-3547), 28 March 2023

<sup>219</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

<sup>220</sup> Autorité des marchés financiers, « *Les fractions d'actions : points d'attention et pièges à éviter* », 27 mai 2021

<sup>221</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

sur la qualité exacte du droit détenu : action en conservation, créance, dérivé<sup>222</sup>.

Du côté du droit positif français, le point d'ancrage est très opérationnel. L'article L. 533-12 du Code Monétaire et Financier impose que toutes les informations, y compris promotionnelles, adressées par un prestataire de services d'investissement, aient un contenu « *exact, clair et non trompeur* ». Appliqué aux fractions d'action, cela signifie que la présentation commerciale doit éviter toute confusion entre :

- L'achat d'une action (avec les droits d'actionnaire) ;
- L'achat d'un instrument dont la valeur suit l'action, mais dont les droits et risques sont différents.

C'est précisément l'objet de la position de l'ESMA qui dispose que lorsqu'un produit s'analyse en réalité comme un dérivé, il doit relever du régime MiFID II applicable aux dérivés et ne peut être présenté au client comme une action. De plus, les plateformes mettent souvent en avant une tarification « *sans frais* ». L'AMF rappelle toutefois que l'absence de commission n'épuise pas le coût réel<sup>223</sup>.

Sur le plan européen, MiFID II et ses textes d'application organisent précisément la transparence des coûts et la qualité d'exécution, devenant particulièrement sensible quand l'investisseur ne traite pas une action sur un marché, mais un instrument intermédié par la plateforme<sup>224</sup>.

En outre, le rapport du HCJP met en évidence trois risques principaux pour l'acheteur : le risque de marché, lié aux

variations de l'action sous-jacente ; le risque de contrepartie, tenant à une éventuelle défaillance de l'intermédiaire qui organise le mécanisme et assure le règlement ; et un risque de liquidité, la fraction n'étant pas nécessairement revendable sur un marché comme une action, mais le plus souvent selon les modalités fixées par la plateforme<sup>225</sup>.

C'est ici que l'illusion est la plus concrète car si le droit détenu est une créance ou un dérivé, l'investisseur dépend plus fortement de son intermédiaire. A l'inverse, si le mécanisme organise une détention plus forte de l'action sous-jacente, le profil de risque se rapproche davantage d'un investissement d'action classique, même si les droits politiques restent souvent hors de portée tant que l'action entière n'est pas reconstituée<sup>226</sup>.

### III. Vers un encadrement renforcé des actions fractionnées

Dans sa lettre à la Commission, l'ESMA souligne une situation fragmentée<sup>227</sup> où selon les Etats et les montages, un même produit peut être traité comme une action mais aussi comme un dérivé, produisant de l'incertitude sur les obligations applicables. L'ESMA demande donc une clarification de la classification des fractional shares sous MiFID II<sup>228</sup>, afin d'assurer une cohérence de supervision et un niveau comparable de protection dans l'Union.

<sup>222</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), *Public Statement – On derivatives on fractions of shares* (ESMA35-43-3547), 28 March 2023

<sup>223</sup> Autorité des marchés financiers, « *La bourse sans les frais, trop beau pour être vrai ?* », 15 décembre 2021

<sup>224</sup> Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers (MiFID II)

<sup>225</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

<sup>226</sup> France Post-Marché, *Fractionnement des titres – Analyses et position*, 11 octobre 2024

<sup>227</sup> ESMA, *Letter to the European Commission on the classification of fractional shares under MiFID II* (ESMA75-1505669078-7105), 4 April 2025

<sup>228</sup> A&O Shearman | FinReg, « *ESMA calls for clarity on the qualification of fractional shares* », 9 April 2025

Ce mouvement est cohérent avec la position de 2022<sup>229</sup> : l'ESMA vise déjà la commercialisation de « *so-called fractional shares* » sous forme de dérivés, en rappelant que l'information doit permettre au client de comprendre qu'il n'achète pas une action.

En droit français, l'article 13 de la loi du 13 juin 2024 trace une feuille de route structurée. Il prévoit la définition des modalités de fractionnement, la détermination du régime de propriété et des droits attachés, ainsi que l'adaptation des règles de commercialisation, de négociation et, plus largement, du dispositif de protection des investisseurs.

Dans ce cadre, le rapport du HCJP propose une solution pragmatique qui est d'accepter l'existence de ces produits, mais les soumettre à un socle minimal reposant autour de trois idées<sup>230</sup> :

- Une information précontractuelle claire sur la nature du droit et les risques
- La détention de l'action sous-jacente par l'intermédiaire qui vend les fractions
- La possibilité de transférer l'action entière au client lorsqu'il a reconstitué une action complète par accumulation de fractions.

Le Royaume-Uni illustre une approche différente. La FCA rappelle, au titre du Consumer Duty, que les offres de fractional shares doivent être conçues et distribuées de manière à produire de bons résultats pour les consommateurs. Elle invite en conséquence les acteurs à analyser les caractéristiques de leurs modèles susceptibles d'affecter ces résultats<sup>231</sup>.

---

<sup>229</sup> European Securities and Markets Authority (ESMA), *Public Statement – On derivatives on fractions of shares* (ESMA35-43-3547), 28 March 2023

<sup>230</sup> HCJP, *Rapport sur les produits financiers vendus sous la dénomination de « fractions d'action »*, 15 mai 2025

## Conclusion

L'essor des actions fractionnées illustre une tension classique entre innovation commerciale et sécurité juridique. Derrière une appellation unique, l'investisseur peut acquérir une action conservée, un droit de créance ou un dérivé, avec des droits et des risques qui ne se valent pas. L'enjeu, pour les autorités comme pour les acteurs de marché, est donc moins d'accompagner une démocratisation affichée que de garantir une qualification cohérente des produits et une information réellement intelligible pour le client de détail. La clarification attendue devrait permettre de réduire l'ambiguïté actuelle et de sécuriser ces offres, à condition que la transparence sur la nature du droit, les coûts et le risque de contrepartie devienne un standard de marché.

---

## BREVES

### La lutte contre les abus de marchés à l'heure du trading algorithmique

Par Louis MONTANIER

---

L'architecture des marchés financiers a changé au fil du temps. En effet, le marché est devenu un écosystème où la décision humaine s'est supplantée par l'apparition des programmes informatiques. En 2025, le trading automatique représente ainsi plus de 60% des transactions quotidiennes sur les marchés mondiaux<sup>232</sup>. Sur certaines classes d'actifs comme les actions en Europe, le

<sup>231</sup> Financial Conduct Authority (FCA), « *Fractional shares* », 1 December 2023

<sup>232</sup> *Admiral Markets, "Le Top Logiciel de Trading Automatique en 2025"*, oct. 2025

Trading à Haute Fréquence (THF) représente jusqu'à 40% du volume quotidien<sup>233</sup>. Cette nouvelle technologique, si elle a permis une réduction drastique des écarts de prix, a parallèlement engendré des opportunités de fraude d'une complexité sans précédent. Le défi pour les autorités de régulation consiste désormais à encadrer juridiquement des comportements qui s'exécutent en quelques microsecondes, rendant la détection de l'intention frauduleuse particulièrement compliquée.

### **I. La mutation technologique des abus de marché**

Un abus de marché est un comportement illégal qui relève du délit d'initié et de la manipulation de marché. Le délit d'initié consiste à négocier des actions d'une société (ou des produits dérivés sous-jacents) en ayant accès à des informations confidentielles ou non publiques concernant la société. Ces abus historiquement fondés sur la manipulation de l'information ou du cours par des actions physiques, s'est dématérialisé pour devenir une guerre de données. Les algorithmes permettent de masquer des intentions frauduleuses derrière une complexité technique inédite, notamment via le *"spoofing"*. Cette technique consiste à injecter massivement des ordres sans intention de les exécuter pour simuler une demande artificielle. Le *"Flash Crash"* de 2010 demeure la référence historique : un seul trader, Navinder Singh Sarao, a été accusé d'avoir utilisé des algorithmes pour placer des ordres de vente massifs, contribuant à une chute de près de 1 000 points du Dow Jones en quelques minutes.

Aujourd'hui, ces pratiques se sont sophistiquées avec le *"quote stuffing"*, visant à saturer les serveurs d'une place boursière pour ralentir les concurrents. Cette forme de déni de service financier exploite le fait que le marché est désormais composé à 85% de places boursières entièrement électroniques. Dans ce contexte, la fraude ne réside plus dans le mensonge verbal, mais dans la création d'une apparence de marché trompeuse, rendant la preuve de la mauvaise foi de l'auteur extrêmement complexe à établir pour les régulateurs.

### **II. Un cadre juridique européen fondé sur la transparence et la responsabilité**

Pour lutter contre ces dérives, le législateur européen mis en place des instruments juridiques autour du règlement (UE) n° 596/2014, dit règlement *"MAR"*, et de la directive MiFID II. Le règlement MAR constitue la pierre angulaire de la lutte contre les abus en incluant explicitement les *"stratégies algorithmiques"* qui perturbent le fonctionnement normal du marché<sup>234</sup>. Cette approche répressive est complétée par l'article 17 de la directive MiFID II, qui impose aux firmes de trading algorithmique des obligations de contrôle interne rigoureuses : tests préalables des algorithmes dans des environnements isolés, mise en place de *"coupe-circuits"* (« *circuit breakers* ») et traçabilité totale des ordres pendant cinq ans.

La mise en place de ce cadre a permis de sanctionner les auteurs des abus de manière massive. Le rapport annuel de l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) publié en novembre 2025 révèle que les sanctions administratives dans l'UE ont

---

<sup>233</sup> IG France, *"Tout connaître sur le trading haute fréquence"*, 2024

<sup>234</sup> Règlement (UE) n° 596/2014, Article 12

atteint 100 millions d'euros en 2024, contre 71 millions en 2023<sup>235</sup>. L'Allemagne a notamment illustré cette sévérité en infligeant une amende de 12,75 millions d'euros à une firme pour un défaut technique de ses algorithmes, prouvant que le simple manquement aux obligations de test est désormais lourdement sanctionné, indépendamment de toute intention de nuire.

### III. La nécessaire réponse jurisprudentielle

La jurisprudence des années 2024 et 2025 a apporté des précisions cruciales sur l'interprétation de ces textes. En France, l'affaire **EcoR1 Capital** (Décision SAN-2024-12 du 13 décembre 2024) a marqué les esprits. La Commission des sanctions de l'AMF a lourdement sanctionné un fonds pour des interventions massives en fin de séance, qualifiées de "*marking the close*". Cette jurisprudence confirme que l'utilisation d'algorithmes agressifs pour fixer le cours à un niveau artificiel constitue une manipulation, même si les ordres sont réellement exécutés. Plus récemment, le 3 février 2025, l'AMF a sanctionné trois investisseurs pour des manipulations sur Euronext Growth, impliquant des ordres fictifs pour un montant de 1,5 million d'euros<sup>236</sup>.

Au niveau européen, un tournant majeur a été pris avec l'arrêt **Dun & Bradstreet Austria** de la Cour de Justice de l'Union européenne<sup>237</sup>. Bien que traitant du crédit scoring, cet arrêt consacre un "*droit à l'explication*" que les régulateurs financiers appliquent désormais au trading. L'arrêt précise que la complexité d'un algorithme ne

peut servir de bouclier juridique, les firmes doivent être capables de fournir une explication intelligible de la logique de leur programme en cas d'enquête. Cette décision vient renforcer l'arrêt **Schufa**<sup>238</sup>, qui exigeait déjà une transparence accrue pour toute décision automatisée produisant des effets juridiques ou financiers importants.

### IV. L'arrivée de l'IA comme nouveaux défis pour les instances de régulation

L'intégration massive de l'Intelligence Artificielle générative dans le trading algorithmique, dont le marché est estimé à 18,73 milliards USD en 2025<sup>239</sup>, pose un problème juridique inédit : la collusion tacite. Des algorithmes apprenants (Machine Learning) peuvent "*apprendre*" de manière autonome à stabiliser les prix à un niveau élevé au détriment des investisseurs, sans qu'un accord humain ne soit jamais conclu. Pour le juriste, la difficulté réside dans l'absence de "*mens rea*" (intention criminelle). La jurisprudence européenne commence toutefois à évoluer. Dans des conclusions récentes de janvier 2025, la CJUE a rappelé que l'algorithme est considéré comme une "*main prolongée*" de l'entreprise. Si un programme a été entraîné pour réagir aux prix des concurrents d'une manière qui élimine l'incertitude du marché, la responsabilité de l'entreprise est engagée, même sans prise de position formelle<sup>240</sup>. Ce cadre est désormais renforcé par l'entrée en vigueur de l'**AI Act**<sup>241</sup>, qui classe certains systèmes financiers parmi les applications "*à*

<sup>235</sup> ESMA, "Annual Report on Sanctions and Measures 2024", nov. 2025

<sup>236</sup> AMF, Décision SAN-2025-02

<sup>237</sup> CJUE, 27 février 2025, C-203/22

<sup>238</sup> CJEU, 7 décembre 2023, C-634/21

<sup>239</sup> Mordor Intelligence, "Algorithmic Trading Market Size 2025-2030

<sup>240</sup> Revue de l'OFCE, "Algorithmes de prix et risques de collusion", mai 2025).

<sup>241</sup> Règlement UE 2024/1689

*haut risque*", exigeant une journalisation stricte et une supervision humaine constante.

### **Conclusion**

La lutte contre les abus de marché à l'ère algorithmique est passée d'une surveillance des comportements à une surveillance d'infrastructure. Si les règlements MAR et MiFID II ont posé les bases d'une responsabilité des acteurs technologiques, l'émergence de l'IA autonome force les régulateurs à repenser les concepts de faute et d'intention. L'AMF utilise désormais sa plateforme ICY pour analyser des milliards de données quotidiennes, mais l'asymétrie de moyens demeure un point de vigilance. En 2025, l'intégrité des marchés ne repose plus seulement sur le droit, mais sur la capacité des régulateurs à maintenir une parité technologique avec les algorithmes, garantissant que la vitesse ne devienne jamais un vecteur d'impunité.

### **BREVES**

---

## **Monte dei Paschi prend le contrôle de Mediobanca : l'émergence d'une banque universelle sous tension juridique et capitalistique**

Par Zoé DELLA VEDOVA

---

*La prise de contrôle de Mediobanca par la banque publique Monte dei Paschi (MPS), finalisée à l'automne 2025 avec plus de 86 % du capital, marque un tournant majeur dans la consolidation du secteur bancaire italien. Au-delà d'une offre publique*

*d'échange validée par les autorités, l'opération interroge les modèles bancaires, la montée en puissance d'un capitalisme familial actif et l'articulation entre droit boursier, supervision prudentielle et gouvernance.*

L'opération MPS-Mediobanca ne saurait être comprise sans une lecture structurelle des modèles bancaires en présence ni sans le contexte propre à MPS (la plus ancienne banque du monde encore en activité) qui sortait d'une longue période de fragilisation marquée par des crises de crédit, des scandales financiers et plusieurs interventions publiques. MPS demeure historiquement une banque commerciale, centrée sur la collecte des dépôts, le crédit aux particuliers et aux entreprises, et fortement dépendante de la marge d'intérêt. Recapitalisée par l'État italien en 2017, MPS a ensuite fait l'objet d'un désengagement progressif des pouvoirs publics, la participation étatique est passée d'environ 68 % en 2017 à près de 12 % début 2025. Traduisant la volonté des autorités de réintroduire durablement des capitaux privés dans l'actionnariat de la banque. À l'inverse, Mediobanca s'impose comme une banque d'affaires et de gestion de patrimoine, dont l'objet social intègre le conseil en fusions-acquisitions, le financement structuré, le crédit spécialisé, la gestion d'actifs ainsi que la détention de participations stratégiques.

Le rapprochement opéré conduit à la constitution d'un groupe bancaire universel, combinant banque de détail, banque d'investissement, gestion de fortune et exposition assurantielle. Cette opération s'inscrit dans la stratégie des autorités italiennes visant à accompagner la sortie de l'État du capital de MPS par l'émergence de partenaires privés capables de soutenir sa

transformation. L'intégration d'une banque d'affaires au sein d'une banque commerciale modifie en profondeur la cartographie des risques du groupe, ce qui justifie un encadrement prudentiel renforcé et une gouvernance apte à arbitrer entre logiques commerciales, financières et patrimoniales. Le rachat de Mediobanca participe ainsi à la constitution d'un acteur bancaire national intégré, dont la robustesse repose moins sur la taille que sur la diversification de ses activités.

Afin de saisir la portée de l'opération MPS–Mediobanca, il convient d'envisager successivement la manière dont la prise de contrôle a été structurée par le droit boursier et les exigences d'information du marché (I), puis la façon dont l'opération a été conditionnée par la supervision prudentielle et la recomposition du pouvoir actionnarial, au cœur des enjeux de stabilité et de gouvernance (II), avant d'examiner, enfin, l'appréciation concurrentielle de l'ensemble, fondée sur une segmentation des marchés limitant les risques d'atteinte à la concurrence (III).

### **I. Une prise de contrôle structurée par le droit boursier et l'information du marché**

Dans le contexte européen, cette évolution s'inscrit dans la ligne défendue par la Banque centrale européenne (BCE), à savoir : des établissements plus diversifiés, moins dépendants des cycles de taux et capables d'absorber les chocs macroéconomiques.

Sur le plan strictement juridique, l'opération repose sur une offre publique d'échange volontaire, régie par le *Testo Unico della Finanza* (TUF). MPS n'ayant pas encore franchi le seuil de 30 % du capital de

Mediobanca, aucune offre obligatoire n'a été déclenchée d'office. MPS a donc librement initié l'offre (Articles 102 et 106 du TUF) pour l'acquisition de toutes les actions ordinaires de Mediobanca.

La structure de l'offre – initialement en titres, via une augmentation de capital réservée avec suppression du droit préférentiel de souscription – illustre une pratique désormais classique des opérations bancaires de grande ampleur. La parité d'échange initialement fixée à 2 300 actions MPS pour une action Mediobanca, valorisant cette dernière à près de 16 € par action sur la base des cours indicatifs de janvier 2025, s'inscrivait dans une logique de création de valeur fondée notamment sur l'optimisation des crédits d'impôt différés de MPS.

L'approbation du document d'offre par la Consob (l'autorité de régulation des marchés financiers en Italie), le 2 juillet 2025, confirme la centralité du principe d'information loyale et complète du marché. L'autorité s'est limitée à un contrôle ex ante de la qualité et de l'exhaustivité de l'information fournie, sans se prononcer sur l'équité économique de la contrepartie, laissant aux investisseurs la responsabilité de l'arbitrage. Quant à la période d'acceptation, ouverte du 14 juillet au 8 septembre 2025, elle a été strictement encadrée par le droit italien des offres publiques.

Les ajustements intervenus en cours d'offre – révision de la parité à 2 533 actions MPS pour tenir compte du détachement du dividende, puis ajout d'une composante en numéraire de 0,90 € par action Mediobanca décidée le 2 septembre 2025 – illustrent la capacité de l'initiateur à adapter les termes de l'offre dans le respect du cadre juridique

applicable. Encadrées par les exigences de transparence et d'égalité de traitement des actionnaires, ces évolutions visaient à atteindre le seuil d'adhésion requis de 66,7 % sans remise en cause de la structure juridique de l'offre.

## **II. Contrôle prudentiel et recomposition actionnariale : la condition de stabilité et de gouvernance**

La transformation de MPS en groupe bancaire universel a rendu incontournable l'intervention de la BCE, compétente au titre du Mécanisme de supervision unique (MSU). En tant qu'établissement significatif, MPS a dû obtenir une série d'autorisations prudentielles structurantes. La BCE a ainsi validé, le 8 avril 2025, le projet d'augmentation de capital, en confirmant l'éligibilité des actions nouvelles en fonds propres. Elle a ensuite autorisé, le 25 juin 2025, l'acquisition du contrôle effectif de Mediobanca et de ses principales filiales, notamment Mediobanca Premier et Compass Bank, conformément au cadre prudentiel européen applicable aux acquisitions de participations qualifiées, tel que transposé dans le *Testo Unico Bancario*.

Cette approbation était assortie de l'obligation de soumettre à la BCE, dans les mois suivant la prise de contrôle, un plan d'intégration détaillé portant sur le capital, la gouvernance et les systèmes d'information. L'opération soulevait également des enjeux sectoriels spécifiques en raison de l'exposition indirecte de MPS au secteur assurantiel. L'acquisition de participations qualifiées dans Assicurazioni Generali, via Mediobanca et ses filiales – sans contrôle direct par MPS – a nécessité l'intervention de l'IVASS (l'autorité italienne de contrôle

des assurances), compétente au titre du contrôle des participations significatives dans les entreprises d'assurance. Par une décision du 20 mai 2025, l'autorité a donné son accord préalable, après avoir apprécié l'impact de l'opération sur la gouvernance, la solvabilité et la stabilité du secteur, illustrant la porosité croissante entre banque, assurance et gestion de patrimoine au cœur du modèle européen de bancassurance.

En parallèle, le gouvernement italien a été saisi au titre du mécanisme de protection des intérêts stratégiques nationaux (*golden power*). Par une décision rendue en avril 2025, la Présidence du Conseil des ministres a choisi de ne pas exercer ces prérogatives, considérant que l'opération s'inscrivait dans une logique de consolidation et de renforcement du système financier national, sans porter atteinte aux intérêts stratégiques de l'État.

L'un des apports majeurs de l'opération réside dans la recomposition du pouvoir actionnarial au sein du capitalisme financier italien. Mediobanca incarnait historiquement un modèle de capitalisme « sans capital », fondé sur des participations croisées et une influence exercée sans détention majoritaire. La montée en puissance de groupes familiaux tels que Delfin (famille Del Vecchio) et Caltagirone marque une rupture nette avec cette tradition, en consacrant un actionnariat stratège assumant une logique de contrôle de long terme.

Cette configuration, caractérisée par la détention de participations croisées significatives entre MPS et Mediobanca, a suscité une vigilance accrue des autorités de marché. Elle active en effet les mécanismes juridiques relatifs aux parties liées et aux

situations potentielles d'action de concert, tels que prévus par le *Testo Unico della Finanza* (notamment l'article 101 et les dispositions relatives aux obligations d'offre publique). Conformément aux bonnes pratiques de gouvernance, MPS a mis en place des comités d'administrateurs indépendants et sollicité des avis motivés de conseillers externes afin de prévenir les conflits d'intérêts susceptibles de naître de cette structure actionnariale.

### **III. Le contrôle de la concurrence : segmentation des marchés et compatibilité structurelle**

À l'automne 2025, des soupçons de coordination non déclarée ont émergé dans le débat public et judiciaire, laissant entendre l'existence d'une possible concertation entre MPS et certains de ses investisseurs dans le cadre de l'offre sur Mediobanca, susceptible d'influencer indirectement Generali, sans déclencher d'obligations d'offre distinctes. La Consob, après examen des éléments dont elle disposait, a indiqué qu'aucune preuve d'un pacte informel ou d'une action de concert non déclarée n'avait été relevée à ce stade, sans pour autant constituer une décision définitive ou une sanction. L'enquête judiciaire conduite par le parquet de Milan se poursuit par ailleurs pour examiner d'éventuels manquements au droit pénal des marchés financiers. Cet épisode souligne néanmoins la vigilance extrême des autorités face aux structures capitalistiques complexes et confirme que la transparence constitue une condition essentielle de légitimité des stratégies d'influence actionnariale.

Du point de vue du droit de la concurrence, l'autorisation sans condition délivrée par l'Autorité garante de la concurrence et du

marché (AGCM) repose sur une segmentation précise des activités concernées. MPS demeure essentiellement positionnée sur la banque commerciale et le financement des entreprises, tandis que Mediobanca conserve une spécialisation marquée en banque d'affaires, crédit à la consommation et gestion de patrimoine. Cette répartition fonctionnelle limite les chevauchements horizontaux et réduit les risques de position dominante prohibée. L'intégration verticale résultant de l'opération a été jugée compatible avec le maintien d'une concurrence effective sur les marchés pertinents.

Au-delà de son ampleur économique – plus de 16 Md€ de valorisation pour MPS et une prise de contrôle de 86,3 % du capital de Mediobanca – l'opération constitue un précédent structurant pour le droit bancaire et financier italien. Elle illustre la capacité des cadres juridiques existants à absorber une opération de consolidation de grande envergure par l'articulation cohérente du droit des offres publiques, de la supervision prudentielle européenne et du contrôle des concentrations, sans remise en cause de la stabilité du système financier.

L'absence de contrôle communautaire des concentrations, confirmant l'ancrage national de l'opération, n'en atténue pas la portée systémique. Le rapprochement MPS-Mediobanca révèle une mutation du M&A bancaire européen : recomposition autour du modèle de banque universelle, intégration accrue entre banque commerciale, banque d'investissement et gestion de patrimoine, et montée en puissance d'actionnaires stratégiques capables d'influencer durablement la gouvernance.

À moyen terme, cette opération pourrait servir de référence pour d'autres projets de consolidation, nationaux ou transfrontières, dans un secteur encore fragmenté. Elle confirme que le droit bancaire et financier ne se limite plus à un rôle d'encadrement ex post, mais constitue un levier central de structuration du paysage bancaire, sous la surveillance conjointe des autorités prudentielles, de marché et de concurrence.

#### VULGARISATIONS

## La vente à découvert

Par Milan THOMAS

En anticipant la dépréciation de la livre sterling en 1992, George Soros s'est fait connaître comme « *l'homme qui a fait sauter la Banque d'Angleterre* ». Pour l'investisseur américain, profiter d'une telle baisse a été possible grâce au mécanisme de la vente à découvert.

La vente à découvert, position courte ou « *short selling* », consiste en une opération où un investisseur parie sur la baisse d'un actif. Si la valeur baisse, il réalise un gain tandis que si le prix monte il subira une perte. Juridiquement, cela se traduit tout d'abord par l'emprunt de titres financiers par un investisseur. La nature fongible de ces titres lui offre un droit de propriété sur ceux-ci et lui permettra de les revendre dès leur acquisition à un prix donné ( $x$ ). La baisse du prix de l'actif qu'aura anticipé l'investisseur lui permettra de racheter les mêmes titres à un prix inférieur ( $y$ ). A ce moment, il lui sera alors possible de restituer les titres du prêteur

et garder la plus-value résultant de la différence entre les deux achats ( $x - y$ ).

Cette opération a son lot d'avantages et d'inconvénients tant pour l'investisseur que pour le marché.

Tout d'abord, elle permet à l'investisseur de se couvrir contre une baisse anticipée de ses actifs. Le cas échéant, ses positions longues pourront être protégées d'une chute de valeur par compensation avec des positions courtes. Mais aujourd'hui la vente à découvert est aussi devenue un outil de spéculation pour les investisseurs les plus avertis. Car en effet, la vente à découvert a comme inconvénient d'être une opération risquée. Car, si une position pariant sur la hausse d'un actif ne peut jamais subir de perte de plus de 100%, la vente à découvert peut théoriquement amener à des pertes illimitées.

Pour le marché aussi, la vente à découvert peut être vertueuse comme être un vecteur de risques. Cela dans la mesure où elle apporte des liquidités au marché<sup>242</sup> même dans les hypothèses de baisse de celui-ci. Toutefois, dans les cas les plus extrêmes, cela peut avoir pour effet d'accentuer les crises financières<sup>243</sup>.

C'est en considération de ces dangers que la vente à découvert a largement été encadrée par le règlement européen n° 236/2012 du 14 mars 2012, notamment, par des mesures d'interdiction, de transparence et d'intervention.

Premièrement, le règlement interdit la vente à découvert « *à nu* »<sup>244</sup> qui, à la différence d'une vente à découvert classique, repose sur une promesse de vente et non sur un emprunt

<sup>242</sup> V. Propos introductifs du règlement UE n° 236-2012 (5)

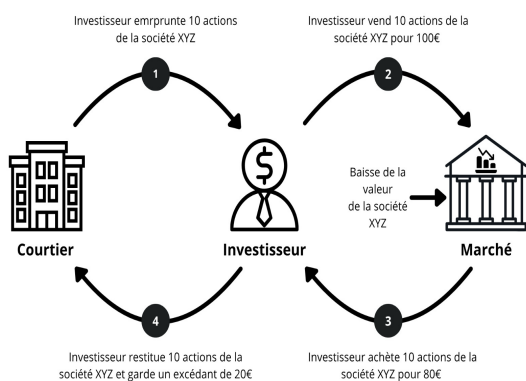
<sup>243</sup> V. notamment communiqué de presse de l'AMF 17 mars 2020 durant la crise de la COVID 19

<sup>244</sup> Article 12 du règlement UE n° 236-2012

de titres. Autrement dit, le vendeur vend des titres sans les posséder dans l'idée de les racheter à moindre coût pour les livrer.

Deuxièmement, il impose des obligations de transparence auprès de l'Autorité des marchés financiers<sup>245</sup> : toute position courte supérieure à 0,1% du capital d'une société cotée sur les marchés européens doit être déclarée, et au-delà du seuil de 0,5 %, rendue publique.

Troisièmement et enfin, le règlement prévoit des prérogatives d'intervention des institutions de régulation<sup>246</sup> qui peuvent disposer temporairement de pouvoirs leur permettant d'exiger une plus grande transparence<sup>247</sup> ou d'imposer des restrictions à la vente à découvert.



## VULGARISATIONS

# Le phénomène du *rug pull*

Par Yanis LAFFONT

Le développement fulgurant de la finance décentralisée (DeFi) et des jetons non fongibles (NFT) a vu l'émergence d'une pratique frauduleuse singulière, le « *rug pull* » (littéralement « *tirage de tapis* »).

Qu'il s'agisse de l'effondrement du « *Squid Coin* »<sup>1</sup> ou des plaintes visant des personnalités comme Amaury Leveaux<sup>2</sup>, le mécanisme est toujours le même, une levée de fonds spectaculaire suivie d'un retrait brutal des liquidités par les émetteurs. Ainsi, constituant une « *exit scam* » (en français « *escroquerie de sortie* ») l'expression peut se résumer par celle de « *partir avec la caisse* ».

A la croisée de l'innovation technologique et de la délinquance astucieuse, le rug pull met à l'épreuve la capacité du droit français mais aussi européen à se saisir de ces nouvelles formes de spoliation.

## Une qualification délicate en droit pénal, la quête de l'infraction juste

Le rug pull n'est pas une infraction autonome, mais il mobilise plusieurs piliers du droit pénal. L'adaptation des normes est une nécessité face à cette « *délinquance astucieuse* »<sup>3</sup>. Ainsi, trois qualifications pivots existent.

Premièrement, l'escroquerie (art. 313-1 CP), où les manœuvres frauduleuses résideront dans la mise en scène numérique (« *bots* » venant augmenter le volume du crypto-actif). Le défi sera probatoire et d'essayer de démontrer l'intention de tromper dès l'origine du projet, à ne pas confondre avec un projet qui serait simplement non fructueux. Puis, l'abus de confiance (art. 314-1 CP) sera pertinent lorsque les fonds seront détournés de l'usage prévu par le livre blanc. Enfin, les pratiques commerciales trompeuses (art. L. 121-1 C. conso), qui viennent sanctionner l'écart entre les promesses de la *roadmap* et la réalité technique

<sup>245</sup> Article 6 du règlement UE n° 236-2012

<sup>246</sup> Chapitre V du règlement UE n° 236-2012

<sup>247</sup> V. notamment décision ESMA 2020-525

### **La responsabilité limitée des banques**

Faute de pouvoir identifier les auteurs souvent anonymes, les victimes se tournent vers les banques. Cependant, la jurisprudence française protège fermement les établissements au nom du principe de non-immixtion<sup>4</sup>.

#### **VULGARISATIONS**

---

## **Le plan d'épargne retraite**

Par Assia ZENASNI

---

Face à l'incertitude croissante du système de retraite par répartition, confirmée par la réforme de 2023, la constitution d'une épargne personnelle est devenue indispensable. Créé par la loi PACTE de 2019, le Plan d'Épargne Retraite (PER) s'est imposé comme le véhicule privilégié pour cette stratégie de long terme. Fin 2024, il comptait déjà plus de 11 millions de titulaires. Comprendre son architecture est essentiel pour en exploiter les avantages fiscaux, tout en restant vigilant sur les frais de gestion.

### **Une architecture unifiée et flexible**

Le PER a été conçu pour remplacer les anciens dispositifs (PERP, Madelin, PERCO) par un produit unique et portable. Il centralise l'épargne au sein de trois compartiments : les versements volontaires, l'épargne salariale et les cotisations obligatoires d'entreprise. Cette structure garantit une portabilité totale : un épargnant peut regrouper tous ses contrats au sein d'une seule enveloppe tout au long de sa carrière. Le contrat peut être souscrit sous forme d'assurance ou de compte-titres bancaire.

Par défaut, la gestion est « *pilotée à horizon* » : l'allocation d'actifs est automatiquement sécurisée à mesure que l'âge de la retraite approche, réduisant progressivement la part des actifs risqués.

### **Une liquidité et une sortie renforcées**

Contrairement aux anciens plans très rigides, le PER offre une souplesse de sortie accrue. L'innovation majeure réside dans la possibilité de débloquer l'épargne par anticipation pour l'acquisition de la résidence principale. Au moment du départ à la retraite, la flexibilité est totale : l'épargnant peut choisir de récupérer son capital (en une fois ou de manière fractionnée), d'opter pour une rente viagère, ou de combiner les deux.

### **Un levier fiscal et patrimonial**

L'attrait principal du PER est son mécanisme de défiscalisation. Les versements volontaires sont déductibles du revenu imposable, dans la limite de plafonds spécifiques. Pour 2025, un salarié peut déduire jusqu'à 10% de ses revenus professionnels, avec un maximum de 37 094 €. L'économie d'impôt est proportionnelle à la Tranche Marginale d'Imposition (TMI) : plus elle est élevée, plus l'avantage est conséquent.

Sous sa forme assurantielle, le PER est également un outil de transmission efficace. Si le titulaire décède avant 70 ans, chaque bénéficiaire profite d'un abattement de 152 500 € sur les sommes perçues.

### **Le défi de la maîtrise des frais**

Le principal frein à la performance réside dans l'accumulation des frais (versement, gestion, arbitrage). Pour maximiser son rendement, l'épargnant doit être proactif et comparer les offres, notamment celles en ligne qui proposent souvent des frais réduits

et l'accès à des supports comme les ETF. Enfin, la loi garantit un droit au transfert : après cinq ans, transférer son PER vers un contrat moins onéreux est totalement gratuit.

#### VULGARISATIONS

---

## La mobilité bancaire : un changement de banque enfin simplifié, mais encore perfectible

Par Mathilde GERAUD

---

Changer de banque a longtemps été perçu comme une démarche complexe et risquée. Pour lever ces freins, le législateur a instauré, avec la loi Macron de 2015<sup>248</sup> (effective depuis 2017), un dispositif de mobilité bancaire destiné à faciliter le transfert d'un compte bancaire vers un autre. Gratuit pour le client, ce mécanisme vise à renforcer la concurrence entre établissements et à redonner aux consommateurs une véritable liberté de choix.

Concrètement, la mobilité bancaire permet à un client qui change de banque de confier l'ensemble des démarches à son nouvel établissement. Par la signature d'un mandat unique, la nouvelle banque se charge de récupérer auprès de l'ancienne les informations relatives aux virements et prélèvements récurrents (salaires, loyers, factures), puis d'informer automatiquement les organismes concernés. Le tout est strictement encadré par des délais légaux<sup>249</sup> afin d'assurer la continuité des paiements et d'éviter tout incident bancaire. En revanche, le dispositif ne s'applique qu'aux comptes

courants et exclut les crédits et la plupart des produits d'épargne.

Au-delà de la simplification administrative, la mobilité bancaire poursuit un objectif de protection du consommateur. Les banques sont tenues de fournir une information claire sur les délais, les responsabilités et les recours possibles en cas de dysfonctionnement. La sécurisation des données bancaires constitue également un enjeu majeur : la transmission automatisée d'informations sensibles impose des normes élevées de sécurité et de confidentialité, condition essentielle pour instaurer la confiance des usagers.

Sur le plan économique, la mobilité bancaire a contribué à dynamiser le marché. Depuis son entrée en vigueur, plusieurs millions de dossiers ont été ouverts (plus de 9 millions depuis le lancement selon Fédération bancaire française) et une part croissante des Français a changé de banque, notamment au profit des banques en ligne et des néobanques. Ces nouveaux acteurs, grâce à des services dématérialisés, rapides et peu coûteux, séduisent une clientèle plus jeune et mobile. Toutefois, l'impact du dispositif reste contrasté. Les crises récentes, comme celle du Covid-19, ont freiné les changements de banque, les consommateurs privilégiant alors la stabilité.

Par ailleurs, des limites structurelles persistent. De nombreux clients continuent de gérer eux-mêmes leur changement de banque, sans recourir au service automatisé, par méconnaissance ou par méfiance. En effet, les trois quarts des Français ayant changé de banque entre juin 2023 et juin 2024 l'ont fait par leurs propres moyens<sup>250</sup>. De plus, l'exclusion des crédits et de l'épargne réduit l'intérêt du dispositif pour

---

<sup>248</sup> Loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques

<sup>249</sup> Article L.312-1-7 du Code monétaire et financier

<sup>250</sup> Etude Panorabanques, juin 2024

certains profils. Du côté des banques traditionnelles, la mobilité bancaire accroît la volatilité de la clientèle et entraîne des coûts importants d'adaptation, notamment en matière de systèmes informatiques et de stratégies de fidélisation.

Ainsi, si la mobilité bancaire a marqué une avancée notable en facilitant le changement d'établissement et en stimulant la concurrence, son potentiel reste partiellement inexploité. Son efficacité future dépendra d'une meilleure information des consommateurs, d'une digitalisation accrue et, peut-être, d'un élargissement du champ de la portabilité bancaire.

#### VULGARISATIONS

---

## Le paiement fractionné : la fin du crédit par inadvertance

Par Benjamin MONTGOMERY

---

L'option de paiement en plusieurs fois s'est imposée comme une pratique incontournable de l'e-commerce, offrant la possibilité de souscrire des facilités de paiement avec une simplicité qui ferait presque oublier la réalité de la dette contractée. L'efficacité redoutable de cet instrument de vente reposait sur une singularité juridique : un crédit qui s'affranchissait des contraintes réglementaires courantes en raison de sa forme. Ce régime d'exception, dérogeant au champ de l'article L. 312-4 du Code de la consommation, touche désormais à sa fin. Sous l'impulsion de la Directive européenne

2023/2225 et de sa transposition par l'ordonnance du 27 novembre 2024, le paiement fractionné entre désormais dans le droit commun.

Au-delà de l'aspect technique, le succès de ce modèle repose sur un levier psychologique : en fractionnant le prix, on réduit la vigilance de l'acheteur. Naturellement, les enseignes en ont fait un instrument de vente majeur et ont, ce faisant, banalisé l'acte d'emprunt. Une telle facilité d'octroi reposait sur une tolérance juridique ; à condition de rester sous le seuil stratégique des 90 jours, les prêteurs pouvaient s'affranchir de l'examen de solvabilité et du formalisme lourd du crédit classique<sup>251</sup>. Cette souplesse a toutefois contribué à une nouvelle forme de surendettement, reposant non pas sur le montant élevé d'un contrat unique, mais sur son invisibilité systémique. Un utilisateur pouvant multiplier les engagements auprès de prestataires différents sans déclencher d'alerte, créant un passif fragmenté que le nouveau cadre législatif entend régulariser.

La réforme met un terme à cette asymétrie réglementaire : c'est désormais la nature de l'engagement qui détermine la règle, et non plus sa durée. En soumettant les délais courts au régime général, le législateur impose un retour aux standards usuels en matière d'octroi de crédit. L'évaluation de la solvabilité redevient une obligation légale impérative, nécessitant un contrôle documenté de la capacité de remboursement. Le nouvel article L. 312-16 du Code de la consommation impose notamment de s'appuyer sur des données actualisées, mettant fin à l'opacité des méthodes de

---

<sup>251</sup> Sur l'utilisation des exceptions prévues à l'article L. 312-4, 5° du Code de la consommation (opérations de moins de trois mois sans frais ou à frais négligeables) pour s'affranchir du régime

protecteur du crédit à la consommation, cf. M. Roussille, « Paiement fractionné : une question de crédit », *RD bancaire et fin.* n° 3, mai 2021, alerte 51

scoring purement internes des prestataires. D'autre part, le retour de l'information précontractuelle et du droit de rétractation introduit une friction nécessaire dans le parcours d'achat qui tend à tempérer la quête de fluidité totale des Fintechs, privilégiant l'intégrité du consentement sur la seule vitesse de conversion.

Cette réforme impose donc au juriste de s'impliquer dans l'ingénierie même des parcours de vente, son rôle est de veiller à ce que l'interface garantisse le plein discernement de l'emprunteur, afin que le droit reprenne l'ascendant sur les techniques de ventes<sup>252</sup>. Désormais, le défaut de vérification de la solvabilité ne constitue plus un aléa opérationnel, mais un manquement légal au titre de l'article L. 341-2, exposant le prêteur à la déchéance du droit aux intérêts. En restaurant les principes de droit commun, l'ordonnance du 27 novembre marque la fin d'un modèle où l'optimisation de la conversion justifiait de fermer les yeux sur le risque de crédit, rappelant que la valeur d'une transaction ne se mesure pas à sa seule célérité, mais à la viabilité de l'engagement.

#### VULGARISATIONS

## Greenwashing dans la finance : La réglementation SFDR

Par Nicolas DUCAMIN

Le greenwashing consiste en la présentation d'un produit financier comme « durable »

<sup>252</sup> Sur la nécessité d'adapter les processus de vente numériques aux nouvelles exigences de lisibilité et de hiérarchisation de l'information (notamment l'exigence de la "première page"), voir M. Gillouard, "Vers une nouvelle réglementation du crédit à la consommation", *Revue de Droit Bancaire et Financier* n° 1, janv.

ou « vert » tout en occultant ses incidences négatives sur l'environnement. Dans un objectif de mettre un terme à cette pratique contraire aux considérations écologiques de l'UE, le Règlement SFDR (« *Sustainable Finance Disclosure Regulation* ») fut inauguré en 2021.

Depuis, les « participants aux marchés financiers » doivent répertorier les produits qu'ils proposent selon leur degré d'engagement ESG (Environnement, Social, Gouvernance). En ligne de mire, l'Article 6 du règlement traite des produits sans objectif de durabilité, l'Article 8 des produits visant certains objectifs environnementaux, et l'Article 9 des fonds ayant comme seuls objectifs des investissements durables. Cette classification permet d'hierarchiser les acteurs selon des critères éthiques. Elle impose une cohérence entre le discours marketing et la réalité des placements. Cependant, une étude de l'AMF en 2023 a tout de même critiqué l'absence de distinction réelle entre les catégories proposées - soulignant que les fonds « Article 8 » représentaient 50% des encours malgré une exposition aux énergies fossiles souvent identique à celle des fonds classiques<sup>253</sup>.

Comme son nom l'indique, le Règlement SFDR emporte également une obligation de transparence. Les gestionnaires de fonds doivent publier des PAI (« *Principal Adverse Impacts* »), détaillant les principales incidences négatives en matière de durabilité en se référant à des indicateurs standardisés tels que les émissions de gaz à effet de serre ou la consommation d'énergie. Fini le sémantisme ambigu, place à une vision

2024, dossier 1, n° 21

<sup>253</sup> J. Moulin, Règlement SFDR - Classification des fonds en vertu du règlement SFDR : les doutes persistent en dépit d'une lecture plus libérale, juin 2023

claire et tangible sur des stratégies d'investissements durables.

4 ans après son entrée en vigueur, l'application du SFDR a tout de même engendré des effets inattendus, notamment un phénomène de green-bleaching. Les acteurs, par peur d'être accusés de greenwashing se rétrogradent eux-même à l'Article 8 au lieu de l'Article 9. Résultat : en 2023, seuls 2% des fonds européens, soit 220 fonds au total, se déclaraient Article 9. La reclassification massive effectuée par Amundi en 2023 de près de 45 milliards d'euros d'actifs reste l'exemple le plus marquant de ce phénomène. Pour les acteurs, le choix d'une étiquette moins ambitieuse est une prudence réglementaire destinée à se protéger face à l'arsenal de sanctions à la disposition de l'AMF.

La Commission européenne envisage d'inaugurer une refonte qui remplacera la classification controversée des articles 8 et 9 par 4 nouvelles catégories dotées d'un seuil minimal d'investissements de 70% pour garantir la crédibilité des fonds<sup>254</sup>. Reste à savoir si l'introduction de seuils et le passage à une « *logique produit* » marquera une rupture sincère avec les pratiques passées, ou si cet allègement des exigences de transparence ne constitue qu'une énième métamorphose du greenwashing.

---

<sup>254</sup> J. Moulin, Finance durable - Premières vues sur la réforme du règlement SFDR, novembre 2025