

N° 471548, 471744  
Société H2O, MM. D. et F.

6<sup>ème</sup> et 5<sup>ème</sup> chambres réunies

Séance du 30 avril 2025  
Décision du 13 juin 2025

## CONCLUSIONS

**M. Nicolas AGNOUX, Rapporteur public**

L'affaire qui vous est soumise présente un caractère hors norme par son retentissement médiatique, les volumes financiers en cause et le nombre d'épargnants impliqués, comme le niveau sans précédent des amendes prononcées par la commission des sanctions, dont le montant cumulé avoisine les 100 millions d'euros.

La société H2O est une société de gestion de portefeuille de droit britannique<sup>1</sup>. A l'époque des faits qui lui sont reprochés, elle était la filiale du groupe Natixis qui en détenait 50,01 % du capital, le reste étant réparti entre 17 personnes physiques parmi lesquels ses cofondateurs, MM. D. et F. qui en étaient respectivement le directeur général et le directeur des investissements<sup>2</sup>. Environ la moitié de ses encours était placée dans 8 organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) français agréés par l'AMF, que la société britannique, titulaire du passeport européen, gérait sous le régime de la libre prestation de services.

Depuis sa création en 2010, la société s'était bâtie une réputation flatteuse en affichant des rendements très élevés, présentés comme la contrepartie de choix audacieux, comme celui d'investir dans la dette grecque en pleine crise de la zone euro. Ses encours sous gestion ont connu une croissance accélérée, passant d'un montant initial de 150 millions d'actifs à plus de 30 milliards en 2019. Selon les déclarations de la société H2O lors de son audition devant le rapporteur de la commission des sanctions, cette augmentation rapide aurait eu deux effets : le besoin de trouver de nouveaux investissements et la jalousie de ses concurrents anglo-saxons.

Le premier ne suffit pas à expliquer le choix des deux dirigeants d'investir massivement à partir de 2016 dans des actions et obligations du groupe allemand Tennor<sup>3</sup>, dirigé par un

---

<sup>1</sup> Prenant la forme d'une LLP (limited liability partnership), elle a été agréée le 17 décembre 2010 par la Financial Conduct Authority (FCA) notamment pour la gestion sous mandat et la gestion collective.

<sup>2</sup> A compter du 31 décembre 2020, date de sortie effective du Royaume Uni de l'Union européenne, la société H2O AM Europe, filiale de H2O située à Paris, est devenue la société de gestion des fonds français à la place de H2O.

homme d'affaires, Lars W..., dont la réputation était alors déjà très controversée à la suite de divers scandales financiers et condamnations pénales.

Le second n'est peut-être pas totalement sans lien avec le fait déclencheur de l'affaire. Le 18 juin 2019, le *Financial Times* publiait un long article soulignant l'exposition excessive des fonds H2O par rapport aux titres Tennor, les difficultés à valoriser correctement ces derniers en l'absence d'activité de marché pour ces actifs, et le risque de liquidité en résultant pour les épargnants. Citant en exemple la débâcle récente d'une autre société d'investissement ayant recouru à la même stratégie, l'article indiquait que « *ce n'est qu'au moment où les investisseurs ont tenté de retirer leur argent que le problème a été révélé* », générant ainsi une prophétie autoréalisatrice : dans les jours suivants, la société H2O faisait face à une demande massive de rachats (8 milliards d'euros en neuf jours) qu'elle n'a pu honorer qu'en se séparant de ses actifs les plus liquides ce qui, selon un cercle vicieux, a augmenté davantage les ratios de détention des actifs illiquides. Le 28 août 2020, pour la seconde fois de son histoire, l'AMF décidait de suspendre les souscriptions et rachats de parts pour trois des fonds, la société étendant d'elle-même la suspension aux trois autres fonds en raison des incertitudes sur leur valorisation. Les titres Tennor ont finalement été cantonnés dans des fonds fermés aux souscriptions et aux rachats (« *side pockets* ») qui le demeurent encore à ce jour, tandis que les fonds incluant les autres titres étaient à nouveau rouverts après un mois et demi de suspension.

Par ailleurs, l'AMF avait engagé un contrôle dès le mois de novembre 2019, à l'issue duquel, le 26 octobre 2021, le collège de l'Autorité a notifié à la société H2O et ses deux dirigeants une série de griefs en rapport avec l'acquisition des titres Tennor. Le 30 décembre 2022, la commission des sanctions a prononcé à l'encontre de la société H2O, de M. D. et de M. F., respectivement, une sanction de 75 millions d'euros assortie d'un blâme, une sanction de 15 millions d'euros assortie d'une interdiction d'exercer pendant cinq ans l'activité de gérant d'un fonds et une sanction de 3 millions assortie d'un blâme.

On notera qu'un collectif rassemblant plus de 8.000 personnes détentrices de parts dans les fonds cantonnés a engagé en parallèle des actions indemnitaires contre la société H2O qui sont en cours d'instance devant le tribunal de commerce de Paris. Ce collectif vous a fait parvenir de manière informelle des courriers qui, au vu de leur teneur, ne peuvent être regardés comme des interventions et dont il n'y a pas lieu de tenir compte dans les présentes instances.

Nous articulerons notre propos en quatre temps successifs, en commençant par la question, sans doute la plus délicate, de la compétence de la commission des sanctions à la suite du Brexit, puis en examinant ensuite les deux moyens de régularité externe concernant, d'une part, la composition de la commission des sanctions et, d'autre part, la notification du droit de se taire, avant d'en venir enfin au bien-fondé des griefs et au caractère proportionné des sanctions.

---

<sup>3</sup> au sein de 11 sociétés différentes du groupe : Chain Finance, Civitas Prop Fin, Degros Holding, Everest Medtech, Horizon One Finance, La Perla Fashion Finance, Rubin Robotics, Sapinda TR, SWB Finance BV, Tennor Finance et Trent Petroleum.

**1. Dès l'engagement de la procédure, les requérants ont contesté la compétence de la commission des sanctions *ratione temporis***, en faisant valoir que la notification des griefs ne leur a été adressée que le 26 octobre 2021 alors que le retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne (Brexit) avait pris effet, à l'issue de la période de transition, le 1<sup>er</sup> janvier précédent.

Aux termes du 7<sup>o</sup> *bis* du II de l'article L. 621-9 du code monétaire et financier et, par renvoi à cet article, des *a* et *b* du II de l'article L. 621-15, sont soumises au contrôle de l'AMF et relèvent de la compétence de la commission des sanctions « *les sociétés de gestion établies dans un autre Etat membre de l'Union européenne* » qui fournissent des services en France en gérant des OPCVM agréés conformément à la directive 2009/65/CE du 13 juillet 2009.

Les requérants en déduisent que la commission des sanctions n'était plus compétente pour notifier des griefs à une société britannique qui, après l'entrée en vigueur du Brexit, ne pouvait être regardée comme établie dans un Etat membre de l'Union au sens de ces dispositions.

Une bonne part des arguments mobilisés au soutien de leur démonstration ne nous paraissent pas opérants.

La lettre même de l'accord de retrait du Royaume-Uni<sup>4</sup> ne saurait être ici d'aucun secours. Son article 92 régissant les « procédures administratives en cours » ne traite que des procédures engagées par les institutions ou organes de l'Union, notamment celles ouvertes par l'Autorité européenne des marchés financiers<sup>5</sup>. Ni cet article ni aucune autre stipulation du traité ne concernent les procédures relevant des autorités nationales telles que l'AMF. Par ailleurs, contrairement à ce qui est soutenu, ce traité n'institue pas un principe général selon lequel, à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2021, aucune règle du droit de l'Union ni aucune disposition légale prise pour la transposition d'une directive ne pourrait être opposée aux ressortissants britanniques<sup>6</sup>.

Les précédents jurisprudentiels européens invoqués par les requérants ne sont pas davantage pertinents, en particulier l'arrêt *Galapagos* (CJUE 24 mars 2022, aff. C-723/20) rendu au sujet des procédures d'insolvabilité engagées en application du règlement 2015/848, lequel est expressément mentionné dans l'accord de retrait comme demeurant applicable aux procédures

---

<sup>4</sup> Accord sur le retrait du Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord de l'Union européenne et de la Communauté européenne de l'énergie atomique 2019/C 384 I/01.

<sup>5</sup> L'article 92 dispose que les institutions, organes et organismes de l'Union demeurent compétents pour les procédures administratives qui ont été ouvertes avant la fin de la période de transition en ce qui concerne le respect du droit de l'Union par des personnes morales résidant ou établies au Royaume-Uni, l'Union devant fournir dans un délai d'un ou trois mois selon le cas après la fin de la période de transition une liste de toutes les procédures administratives individuelles en cours. Il précise notamment qu'une enquête de l'Autorité européenne des marchés financiers sur certaines infractions est considérée comme ayant été ouverte au moment où ladite autorité a désigné un enquêteur indépendant. Mais on le voit, ces règles ne concernent que les procédures devant les organes de l'Union et non les organes nationaux.

<sup>6</sup> Selon l'article 50 du Traité sur l'Union européenne, l'entrée en vigueur de l'accord de retrait a pour conséquence que les traités cessent d'être applicables à l'État concerné.

ouvertes avant la fin de la période de transition (art. 67, paragr. 3, c) ou encore le jugement du tribunal de l'Union *Aquind* rendu au sujet de l'agence européenne pour la coopération des régulateurs de l'énergie, qui est au nombre des organes de l'Union spécifiquement visés à l'article 92 de l'accord<sup>7</sup>.

De même, les dispositions de la directive de 2009 sur les OPCVM, qui ont été entièrement transposées en droit interne, ne fournissent aucun élément utile sur la question de la compétence *ratione temporis* des autorités de sanction post-Brexit, qu'il s'agisse de l'article 108 selon lequel les autorités compétentes de l'État membre d'origine de la société de gestion et celles de l'État membre d'origine de l'OPCVM peuvent prendre des mesures à l'égard de la société de gestion en cas de violation par celle-ci des règles relevant de leur responsabilité respective ou de l'article 99 *quater* qui prévoit que les autorités de sanction des États membres coordonnent leurs actions afin d'éviter tout double emploi ou chevauchement. A supposer même que cette exigence de coopération entre États membres ne joue plus après l'entrée en vigueur du Brexit, cette circonstance ne retirerait pas au régulateur sa compétence pour sanctionner les opérateurs relevant de son champ de contrôle.

Il est également acquis que le Brexit en tant qu'accord international n'est pas assimilable à une loi pénale nouvelle plus douce qui retirerait *de manière rétroactive* à la société H2O sa qualité passée de « société de gestion établie dans un autre État membre de l'Union », ainsi que l'a déjà jugé la Cour de cassation pour apprécier l'état de récidive d'un prévenu au sens de l'article 132--23-1 du code pénal en vertu duquel sont pris en compte les condamnations pénales prononcées par les juridictions des autres États membres. La chambre criminelle a jugé que l'accord de retrait ne constituait pas une loi pénale nouvelle de sorte qu'une condamnation prononcée par la juridiction pénale d'un État membre de l'Union devait être prise en compte pour apprécier l'état de récidive, y compris lorsque ce pays a quitté l'Union postérieurement au prononcé du jugement (C. Cass. Crim. 14 avril 2021, F-P+I, n° 20-82.529)<sup>8</sup>.

L'accord de Brexit ne constitue pas davantage une loi de compétence qui, comme telle, s'appliquerait immédiatement à la répression des infractions commises avant son entrée en vigueur : ainsi il n'organise aucun transfert des instances en cours vers l'autorité des marchés financiers britannique (la *Financial Conduct Authority*, ci-après FCA). Les règles régissant la compétence de la commission des sanctions de l'AMF n'ont pas été modifiées ni affectées, le Brexit ayant pour seule conséquence que certains opérateurs ont perdu leur passeport européen et donc la qualité qui les rattachait jusqu'alors au champ de contrôle de l'AMF.

Dès lors, la question n'est pas de rechercher, *ratione temporis*, les modalités d'entrée en vigueur de nouvelles règles de compétence qui auraient été rendues applicables à l'organe de sanction mais d'apprécier, *ratione personae*, si ce dernier peut conserver son pouvoir de

---

<sup>7</sup> Tribunal 15 février 2023, aff. T-492/21.

<sup>8</sup> En revanche, il n'est pas possible de tirer pour la présente affaire plus d'enseignements de cette décision qui se fonde sur les stipulations de l'article 127 de l'accord sur le Brexit puisqu'elle porte sur une décision juridictionnelle rendue pendant la période de transition régie par cet article. En effet les dispositions du code pénal en litige faisaient obligation à la juridiction de « prendre en compte » (donc, à la date à laquelle elle statuait) les condamnations pénales prononcées par les juridictions des États membres de l'UE, ce qui impliquait donc de raisonner à raison de leur appartenance à l'UE à la date de la décision juridictionnelle.

sanction à l'égard d'une personne ayant perdu, postérieurement à la commission des manquements, la qualité qui justifie cette compétence.

A cette question générale, dont la portée dépasse donc la problématique du Brexit, nous vous proposons de répondre par l'affirmative en confirmant les motifs retenus par la décision attaquée et en jugeant que, sauf texte exprès contraire, la compétence de la commission des sanctions doit s'apprécier à raison de la date à laquelle les manquements ont été commis.

Ce raisonnement se fonde sur les termes mêmes des dispositions du code monétaire et financier qui définissent la compétence de la commission des sanctions par renvoi aux dispositions relatives à la supervision par l'AMF, le pouvoir de sanction étant donc conçu comme le corollaire des pouvoirs de supervision, ce qui implique le recoupement de leurs champs d'application respectifs. La société H2O ayant été soumise à la supervision de l'AMF durant la période en cause au titre des obligations professionnelles dans la gestion des OPCVM français, ce qui n'est pas contesté, elle demeure soumise, à ce titre, au pouvoir de sanction même si, à la date de notification des griefs, elle est sortie de l'orbite du contrôle de l'AMF.

Bien que ces précédents ne soient pas directement transposables, on relèvera en ce sens les jalons posés par votre décision *Sté Tullett Prebon Limited* qui, pour faire le partage entre catégories de personnes dont le contentieux relève de l'ordre judiciaire ou administratif, se fonde sur la qualité de la personne mise en cause « à la date des manquements ayant justifié la sanction » (CE 13 octobre 2023, n°457232, inédit) ou encore votre décision *Sté de gestion des fonds d'investissement de Bretagne et autre* (CE 17 février 2023, n° 445507, aux tables) qui énonce, alors que le code ne prévoyait cette faculté que pour une société, que le dirigeant d'une société ayant fait l'objet d'un retrait d'agrément peut être sanctionné pour des faits antérieurs à celui-ci.

Certes, en matière disciplinaire, prévaut le principe général selon lequel, selon les termes du président Odent, « *les personnes qui ont cessé d'avoir la qualité en raison de laquelle elles étaient soumises au pouvoir disciplinaire cessent par là même d'être soumises à ce pouvoir* »<sup>9</sup>. Ainsi, une personne qui perd la qualité d'agent public en cours de procédure disciplinaire ne peut plus faire l'objet d'une sanction disciplinaire, sauf texte contraire, comme vous l'avez jugé pour un agent contractuel dont le contrat a été résilié (CE 4 novembre 1955, *Sieur F...*, au recueil p. 517) ou plus récemment pour un professeur des universités-praticien hospitalier radié des cadres et admis à la retraite (CE 27 février 2024, *M. L.*, n° 470496, aux tables)<sup>10</sup>.

---

<sup>9</sup> R. Odent, *Contentieux administratif*, rééd. Dalloz 2007, t. II, p. 649.

<sup>10</sup> De même, vous jugez qu'il résulte des dispositions des articles 11 et 13 de la loi du 29 octobre 1975 qu'une fédération sportive n'est pas habilitée à prononcer une sanction disciplinaire à raison de faits qui, quelle que soit la date à laquelle ils ont été commis, l'ont été par une personne qui, à la date à laquelle il est statué par l'organe compétent de la fédération, n'avait plus la qualité de licencié de cette fédération (CE 4 novembre 1983, *Noulard*, n° 41775, au recueil p. 452). Si vous avez jugé, au sujet des sanctions prononcées contre des sportifs, que l'AFLD demeure compétente dans une telle hypothèse, c'est en vertu de dispositions législatives expresses (CE 25 mai 2010, *M. S...*, n°332045, aux tables).

Néanmoins ce principe ne joue pas de manière systématique et trouve notamment des exceptions en matière ordinaire : si une juridiction ordinaire ne peut infliger une sanction disciplinaire à raison de faits qui l'ont été par une personne qui, à la date à laquelle elle statue, n'avait plus la qualité de membre de cet ordre à la suite de la radiation infligée par l'ordre lui-même (CE 5 juillet 1985, *R...*, aux tables p. 754<sup>11</sup>), elle demeure en revanche compétente lorsque la radiation ne résulte pas de l'initiative de l'ordre mais du mis en cause (CE Sect. 31 mai 1963, *Sieur K...*, au recueil, p. 337; CE 29 juillet 1994, *Mme A...*, n° 144081, au recueil ; CE 1<sup>er</sup> avril 1998, *M. D...*, n° 158771, aux tables) ou qu'elle résulte d'une décision administrative (CE 19 novembre 1999, *Krief*, n° 181929, aux tables et aux conclusions de D. Chauvaux, s'agissant d'une radiation prononcée à la suite d'une fermeture administrative).

Certes, au cas d'espèce, la société britannique H2O n'est pas sortie de l'orbite du contrôle de l'AMF de sa propre initiative, dans le but d'échapper à la sanction ou pour un autre motif. Le Brexit, par son extranéité et son caractère irrévocable, pourrait donc à première vue refléter, à l'égard du régulateur, une rupture similaire, dans ses effets, à la radiation des cadres pour un fonctionnaire qui, ayant coupé les liens avec le service, ne peut plus faire l'objet d'une sanction disciplinaire<sup>12</sup>.

L'analogie ne nous paraît néanmoins pas valide. Les sociétés de gestion britanniques ont, du fait du Brexit, perdu leur « passeport » pour opérer sur le marché européen sous le régime de la libre prestation de service mais n'en demeurent pas moins des opérateurs financiers en activité (d'ailleurs susceptibles de venir opérer en France par le biais de succursales) et il n'apparaît pas concevable, au regard des impératifs de protection de l'ordre public économique, que vous consacriez en leur faveur comme celle de leurs dirigeants, en l'absence de toute base textuelle expresse, un régime d'impunité assimilable à celui d'une loi d'amnistie.

En effet, et pour répondre ici à un autre argument des requérants, les manquements aux règles de gestion des fonds de placement français définies par le code monétaire et financier et le règlement de l'AMF ne pouvaient être sanctionnés, à défaut, par l'autorité de régulation de l'Etat où la société H2O avait son siège, la FCA, laquelle ne disposait pas, au moment de la commission des faits, de la compétence *ratione materiae*, conformément au partage de responsabilité rappelé à l'article 108 de la directive – et ainsi que le confirment au demeurant les motifs de l'avis en date du 2 août 2024, produit au dossier par la société H2O, par lequel la FCA a constaté une série de manquements certes en lien avec la gestion des mêmes fonds mais relevant de fondements législatifs et réglementaires distincts, mettant essentiellement en cause l'organisation et le fonctionnement interne de la société de gestion, en particulier en ce qui concerne l'existence de conflits d'intérêts – seule la question plus annexe des procédures de gestion des risques étant susceptible de se prêter à un recoupement.

---

<sup>11</sup> La décision *Krief* citée plus loin est fichée comme abjurant cette jurisprudence *R...* mais comme l'expliquait R. Chambon dans ses conclusions sur l'affaire *L.* précitée (CE 27 février 2024, n°470496, aux tables), ce fichage apparaît pour le moins contestable dès lors qu'était en cause dans l'affaire *R...* un praticien ayant été radié du tableau à l'initiative de l'ordre.

<sup>12</sup> Voir pour une analyse récente de la jurisprudence : A. Goin, L. Cadin, *Réflexions sur l'impossibilité de sanctionner un fonctionnaire retraité*, AJDA 2025.655.

Pour contester l'effet d'aubaine manifeste qui résulterait de l'incompétence de la commission des sanctions, les requérants opposent enfin l'inertie du régulateur et l'abstention du législateur.

Ils laissent d'abord entendre qu'il aurait été loisible à l'AMF d'agir avant l'échéance du Brexit, les griefs n'ayant été notifiés que deux ans après le début du contrôle. Cependant, dans la mesure où le champ de compétence de la commission des sanctions *ratione personae* doit être regardé, on l'a dit, comme recoupant celui de l'AMF dans l'exercice de ses pouvoirs de régulation, le seul enjeu doit être celui de la qualité des intéressés à la date du prononcé de la sanction. Or sur ce point, compte tenu de la nature des sanctions effectivement prononcées, la décision ne soulève aucune difficulté (voyez en sens inverse, pour l'annulation d'une sanction de démission d'office prononcée par la commission bancaire à l'égard du dirigeant d'une banque qui avait déjà démissionné à la date du prononcé de la sanction : CE Sect. 29 juillet 1994, *SNC Jean Guiraud*, n°115930, au recueil).

Les requérants invoquent ensuite, *a contrario*, le cadre législatif propre à une autre autorité de régulation financière, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), pour laquelle l'ordonnance du 16 décembre 2020 avait introduit en prévision du Brexit une disposition explicite dans le code monétaire et financier précisant que cette autorité est compétente pour exercer son pouvoir de sanction à l'encontre des personnes et pour les faits entrant dans le champ de son contrôle à la date de commission du manquement<sup>13</sup>. Néanmoins nous lisons ces dispositions comme une simple explicitation du principe, applicable même sans texte, que nous vous avons décrit : il ne pouvait d'ailleurs en être autrement, faute de toute base dans la loi d'habilitation<sup>14</sup> autorisant le Gouvernement à modifier le champ de compétence de l'autorité.

Au total, et dans le silence des textes, les considérations tenant à la protection des épargnants apparaissent suffisamment impérieuses pour que la répression disciplinaire ne puisse s'éteindre du seul fait que, à la date à laquelle la sanction est prononcée, la personne mise en cause a perdu la qualité au titre de laquelle les manquements ont été commis. C'est déjà en vertu de ces mêmes considérations que vous avez jugé que, sans méconnaître le principe de personnalité des peines, le Conseil des marchés financiers peut infliger une sanction pécuniaire à une société absorbante à raison de manquements commis avant la fusion par la société absorbée, eu égard à la mission de régulation des marchés de cette autorité (CE Sect. 22 novembre 2000, *Société Crédit Agricole Indosuez Chevreux*, n° 207697, au recueil et aux conclusions d'Alain Seban).

La circonstance que la société H2O ait perdu son passeport européen au 1<sup>er</sup> janvier 2021 ne pouvait donc l'exonérer de la responsabilité de ses manquements passés.

---

<sup>13</sup> Ordonnance n° 2020-1595 du 16 décembre 2020 tirant les conséquences du retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne en matière d'assurances, de placements collectifs et de plans d'épargne en actions

<sup>14</sup> Voir l'art. 59, I, 2° et 3° de la loi n° 2020-734 du 17 juin 2020 relative à diverses dispositions liées à la crise sanitaire, à d'autres mesures urgentes ainsi qu'au retrait du Royaume-Uni de l'Union européenne.

Nous ne croyons pas utile de saisir la Cour de justice d'une question préjudicielle, dans la mesure où l'affaire ne met pas en jeu une difficulté d'interprétation d'un texte de droit européen mais soulève en réalité une question plus large de compétence *ratione personae*.

## **2. Nous en venons à présent aux deux moyens de régularité externe invoqués, de façon plus opportuniste, au stade des mémoires en duplique.**

### **2.1. Le premier porte sur l'irrégularité de la composition de la commission des sanctions résultant de l'incompatibilité ayant affecté l'un des membres en cours de mandat<sup>15</sup>.**

Les requérants soutiennent que l'un des membres de la commission désigné en qualité de conseiller à la Cour de cassation, M. Guérin, ne pouvait siéger régulièrement dès lors qu'il était à la même date, en qualité de magistrat élu, membre du Conseil supérieur de la magistrature dans sa formation compétente pour les magistrats du siège et que, aux termes du deuxième alinéa de l'article 6 de la loi organique du 5 février 1994 sur le Conseil supérieur de la magistrature, issu de la loi organique n° 2017-54 du 20 janvier 2017 relative aux AAI et API : « (...) *Aucun membre ne peut, pendant la durée de ses fonctions, siéger au sein d'une autorité administrative indépendante ou d'une autorité publique indépendante* ».

Cette situation de cumul a perduré plus de quatre ans entre janvier 2019 et février 2023 sans jamais, à notre connaissance, avoir été invoquée à l'appui d'un contentieux dirigé contre les décisions prises par l'un ou l'autre de ces deux organes. Compte tenu des délais écoulés depuis lors, il est peu probable qu'elle le soit à l'avenir.

S'il faut reconnaître aux requérants une certaine perspicacité à avoir identifié une anomalie qui semble avoir échappé jusqu'aux organes intéressés eux-mêmes, nous ne croyons pas néanmoins qu'ils puissent utilement s'en prévaloir au soutien de leur requête<sup>16</sup>.

Pour tentante qu'elle soit, nous ne vous proposerons pas de retenir la voie d'une neutralisation par application, ou à tout le moins dans la lignée de la jurisprudence *Danthony*<sup>17</sup>, s'agissant d'un vice relatif à la composition même de l'organe délibérant qui, comme tel, ne se rattache pas à la procédure administrative mais à la compétence de l'auteur de l'acte<sup>18</sup>.

---

<sup>15</sup> La circonstance que les requérants n'aient pas fait usage en temps utile du droit de récusation à l'égard de l'intéressé (selon la procédure définie aux articles R. 621-39-2 et suivants du code monétaire et financier) est sans incidence sur la possibilité de demander sur ce fondement l'annulation de la décision de sanction (CE 22 février 2002, *M. Sarrazin*, n°343052, aux tables).

<sup>16</sup> En toute hypothèse, il paraît difficile de tirer parti, pour écarter l'opérance du moyen, de la distinction existant entre le collège de l'AMF et la commission des sanctions. Cette dernière nous paraît sans conteste devoir être regardée comme une AAI au sens et pour l'application des dispositions de la loi organique.

<sup>17</sup> Par ailleurs et pour mémoire, n'est pas susceptible de trouver ici application la théorie du fonctionnaire de fait, selon laquelle un fonctionnaire irrégulièrement nommé aux fonctions qu'il occupe doit être regardé comme légalement investi de ces fonctions tant que sa nomination n'a pas été annulée (CE Sect., 16 mai 2001, *Préfet de police c/ Ihsen Mtimet*, n° 231717, au recueil), qui ne joue pas lorsque l'auteur de l'acte attaqué est un organisme collégial dont le requérant soutient que certains de ses membres ont été illégalement nommés (CE 28 mai 1975, *Hospice Allart de Fourment*, n° 93664, au recueil ; CE, 2 mars 2010, *Réseau ferré de France*, n°32525, aux tables).

<sup>18</sup> Voir en ce sens les analyses de V. Daumas dans ses conclusions sur l'affaire d'Assemblée *Sté Métropole Télévision (M6) et a.* du 23 décembre 2013 (n° 363702, au recueil).

Si cette voie est tentante, c'est qu'à l'évidence la circonstance que l'un des membres de la commission des sanction siègeât à la même période au sein du CSM n'a pu, en aucune manière, affecter son impartialité ni plus généralement priver les requérants d'une garantie quelconque. On notera d'ailleurs que dans la version initiale de la proposition de loi organique émanant du Sénat, l'interdiction du cumul de mandats au CSM et dans une autorité indépendante était conçue comme le corollaire de la règle prévue au même article interdisant aux magistrats judiciaires de siéger au sein d'une autorité indépendante, sauf ceux désignés en cette qualité (la même règle étant prévue pour les magistrats administratifs dans la proposition de loi ordinaire présentée en parallèle). Cette option s'est heurtée à l'opposition de l'Assemblée nationale qui estimait notamment que l'apport de magistrats restait opportun au sein des commissions des sanctions de ces autorités<sup>19</sup>. Un compromis a été trouvé au cours de la navette pour ne viser que le « *collège* » d'une autorité indépendante. Mais ce recentrage n'a pu être étendu aux dispositions intéressant le CSM qui dans l'intervalle avaient été votées conformes.

Néanmoins, on l'a dit, une délibération prise par une autorité administrative collégiale irrégulièrement composée ne nous paraît se prêter à un raisonnement de type *Danthony* puisque, par construction, le vice affecte l'essence même de l'auteur de la décision et a donc nécessairement affecté le sens de sa décision, même s'il n'a privé l'intéressé d'aucune garantie.

En revanche, les requérants ne seraient fondés à invoquer l'irrégularité de la composition de la commission des sanctions que s'il était établi que M. Guérin ne pouvait y siéger valablement à la date de la délibération, soit que sa décision de nomination fût irrégulière – sa légalité pouvant être contestée par la voie de l'exception (CE 8 novembre 2017, *Université de Lorraine* n°394764, aux tables) – soit qu'il fût tenu de se démettre de ses fonctions en cours de mandat ou qu'une autorité ait été dans l'obligation de le démettre d'office.

Or l'ordre de priorité défini par la loi organique et la chronologie de l'affaire font que nous ne sommes ni dans l'un ni dans l'autre cas.

Pour les situations d'incompatibilité en cours à la date de promulgation de la loi organique du 20 janvier 2017, le second alinéa de l'article 6 ménageait un délai de trente jours à l'issue duquel, à défaut d'option, le président de l'autorité indépendante devait déclarer l'intéressé démissionnaire d'office. Cette disposition n'est pas applicable au litige puisque la situation de cumul est survenue en 2019<sup>20</sup>.

Les situations d'incompatibilité postérieures à la loi organique sont régies par le troisième alinéa de l'article 6 de la loi organique du 5 février 1994 relative au CSM : si le membre du CSM ne s'est pas démis de la fonction incompatible avec sa qualité de membre dans le mois

---

<sup>19</sup> Voir le rapport de M. Mézard pour la commission du Sénat.

<sup>20</sup> Son applicabilité à la commission des sanctions de l'AMF est du reste douteuse, dans la mesure où l'article 6 dispose que la démission d'office est prononcée par le président de l'autorité « *ou un tiers au moins des membres du collège de l'autorité lorsque l'incompatibilité concerne le président* », alors que la commission des sanctions est distincte du collège de l'AMF.

qui suit son entrée en fonctions, sa démission d'office est constatée par le président de la formation plénière du CSM. La règle d'incompatibilité se rapporte donc aux règles de composition du CSM.<sup>21</sup>

Par conséquent, la désignation de M. Guérin à la commission des sanctions de l'AMF, intervenue le 14 décembre 2018<sup>22</sup>, était bien valide *ab initio*<sup>23</sup> et, à défaut d'option de sa part dans le délai d'un mois suivant sa nomination ultérieure au CSM, la situation d'incompatibilité devait être dénouée par sa démission d'office prononcée par le président de la formation plénière du CSM, aucune règle ne lui imposant de quitter son siège à la commission des sanctions pour la durée du mandat restant à courir. La régularité de sa présence au sein de la commission ne saurait donc être contestée a posteriori au soutien d'un recours dirigé contre une de ses décisions.

Notons que vous avez déjà suivi ce même raisonnement tiré de l'ordre de priorité prévu par les textes pour juger, au sujet de l'incompatibilité entre les fonctions de parlementaire et de membre du Gouvernement, qu'il résultait des dispositions des articles 8, 23 et 25 de la Constitution que cette incompatibilité ne se résout que par le remplacement de l'intéressé dans son mandat parlementaire sans être susceptible d'affecter, par elle-même, l'exercice par celui-ci de ses fonctions gouvernementales, de sorte qu'une éventuelle situation d'incompatibilité ne saurait, avoir pour conséquence d'entacher d'incompétence les actes pris dans cet exercice (CE 18 octobre 2024, *Association de défense écologiste de la démocratie et des libertés et autres*, n° 496362, au recueil).

Le moyen sera donc écarté comme inopérant<sup>24</sup>.

A titre subsidiaire, la société H2O conteste encore la présence de M. Guérin au sein de la commission des sanctions en ce que, à la date de la décision attaquée, il n'était plus « membre de la Cour de cassation » au sens de l'article L. 621-2 CMF. A la date de sa nomination, en

---

<sup>21</sup> Si les requérants invoquent également le dernier alinéa de l'article 6 de la loi (ordinaire) du 20 janvier 2017 selon lequel « *Un membre d'une autorité administrative indépendante ou d'une autorité publique indépendante qui se trouve dans une situation d'incompatibilité met fin à celle-ci dans un délai de trente jours à compter de sa nomination ou de son élection* », il nous semble que ces dispositions ne s'appliquent pas aux incompatibilités mettant en jeu les mandats des membres du CSM, qui relèvent de la loi organique. En tout état de cause, elles ne pourraient trouver à s'appliquer que lorsque la situation d'incompatibilité est constatée à la date de la nomination ou de l'élection au sein du collège de l'AAI (et non postérieurement) puisqu'il est fait obligation à l'intéressé d'y mettre fin dans les trente jours suivant cette nomination ou cette élection.

<sup>22</sup> Il s'agissait d'un renouvellement, puisque l'intéressé avait désigné membre de la commission des sanctions de l'AMF par lettre du premier président de la Cour de cassation du 7 décembre 2017 (cf. avis relatif à la composition de la commission des sanctions de l'AMF, publié au JO du 1<sup>er</sup> février 2018).

<sup>23</sup> Pour leur part, les requérants prennent pour date de référence l'avis publié au JO du 25 janvier, mais qui ne nous semble pas pertinente puisque cet avis se borne à constater la désignation déjà opérée et ne constitue pas un acte de nomination.

<sup>24</sup> Si les requérants invoquent encore les termes du règlement intérieur de l'AMF qui a cru pouvoir tirer de la loi organique de 2017 la règle selon laquelle « *aucun membre du Conseil supérieur de la magistrature ne peut, pendant la durée de ses fonctions, siéger au sein de l'AMF* » en prévoyant une procédure de démission d'office à l'initiative du président de l'AMF, ces dispositions ne sont en tout état de cause pas reprises dans le règlement intérieur de la commission des sanctions de l'AMF, seul applicable au litige, lequel se borne à faire référence aux incompatibilités instituées par cette loi organique sans plus de précision.

décembre 2018, ce dernier avait fait valoir ses droits à retraite mais était, par décret, maintenu en activité en surnombre pour exercer les fonctions de conseiller à la Cour de cassation jusqu'au 19 août 2019. Le fait qu'il ne siégeait, depuis cette date, qu'en qualité de magistrat honoraire ne le disqualifiait pas pour autant : vous l'avez déjà jugé au sujet de dispositions législatives prévoyant la désignation de conseillers d'Etat pour siéger à la section disciplinaire du conseil de l'ordre des médecins (CE 1<sup>er</sup> avril 1981, *M. B...*, n° 20088).<sup>25</sup>

Pour leur part, MM. D. et F. mettent enfin en cause l'impartialité subjective de M. Guérin en ce qu'il avait siégé trois ans plus tôt au sein de la commission des sanctions dans une affaire ayant donné lieu au prononcé d'amendes à l'encontre de certaines sociétés du groupe Natixis, ancien actionnaire majoritaire de la société H2O. Mais en tout état de cause, ils n'établissent aucun lien entre cette procédure et celle qui nous intéresse, de sorte qu'aucun préjugement n'est sérieusement allégué.

## **2.2. Le second moyen de régularité externe, moins original, porte sur le droit de se taire.**

Les requérants soutiennent, sans être contestés en défense, que durant la phase de contrôle par l'AMF puis, postérieurement à la notification de griefs, lors de l'audition devant le rapporteur et lors de leur comparution devant la commission, leurs observations ont été recueillies sans qu'ils aient été informés du droit dont ils disposaient de conserver le silence.

Ce moyen tardif, qui explique en dernier lieu la prolongation de l'instruction, est devenu un passage obligé du contentieux des sanctions depuis les décisions récentes du Conseil constitutionnel consacrant le principe selon lequel il résulte de l'article 9 de la Déclaration de 1789 le principe selon lequel nul n'est tenu de s'accuser, dont découle le droit de se taire – et la nécessité que l'intéressé en soit préalablement informé<sup>26</sup>. Ces exigences s'appliquent non seulement aux peines prononcées par les juridictions répressives mais aussi à toute sanction ayant le caractère d'une punition et notamment, ainsi que l'a jugé le Conseil constitutionnel dans sa décision n° 2025-1128 QPC du 21 mars dernier<sup>27</sup> sur laquelle nous allons revenir, à la commission des sanctions de l'AMF.

Par ailleurs, ce moyen de procédure peut être directement invoqué, dans le silence des textes législatifs, à l'appui d'un recours dirigé contre la sanction, sans passer par le détour d'une question prioritaire de constitutionnalité, ainsi que vous l'avez admis implicitement par votre décision de section *M. Serre*<sup>28</sup> du 19 décembre 2024 (n° 490952, au recueil).

Cette décision et la décision *O...* du même jour ont détaillé le régime procédural du droit de se taire en ce qui concerne, respectivement, la procédure devant les juridictions ordinaires et la procédure disciplinaire des agents publics.

---

<sup>25</sup> N'est pas ici invocable l'article R. 111-5 du code de l'organisation judiciaire qui autorise la désignation d'un magistrat honoraire pour une participation à une commission administrative ou à un jury de concours.

<sup>26</sup> Décision n° 2024-1105 QPC du 4 octobre 2024.

<sup>27</sup> Vous l'avez vous-même déjà jugé au sujet d'une autre autorité de régulation, l'ARCOM, par votre décision *Sté C8* évoquée plus loin.

<sup>28</sup> Voir sur ce point les conclusions de J.-F. de Montgolfier.

Les exigences sont plus souples dans le second cas : la notification relative au droit de se taire peut être apportée en une seule fois pour toute la procédure et le juge administratif en neutralisera la méconnaissance sauf si la sanction repose « de manière déterminante » sur les propos tenus par la personne intéressée. S’agissant des juridictions ordinaires, la notification doit être faite au stade de l’instruction – à défaut, la juridiction ne peut se fonder sur des propos recueillis durant l’instruction – et doit l’être encore au stade de la comparution devant l’organe délibérant – à défaut, la décision est entachée d’irrégularité sauf s’il est établi que la personne n’a pas tenu de propos susceptibles de lui préjudicier.

A ce jour, le « mode d’emploi » n’a pas encore été décliné pour les autorités indépendantes dotées d’un pouvoir de sanction. On notera néanmoins qu’au sujet de l’ARCOM, votre décision du 31 décembre 2024, *Sté C8* (n°484422, aux tables sur un autre point) avait, pour neutraliser l’irrégularité, fait application du critère « O... » en relevant que la sanction infligée ne reposait pas « de manière déterminante » sur des propos tenus lors de l’audition par l’autorité.

Nous vous proposons de confirmer cette approche, en respectant la *summa divisio* entre sanctions administratives et juridictionnelles.

Certes, les entités régulées ne sont pas placées, dans leur relation au régulateur, dans une situation assimilable à celle des agents publics, tandis que la composition collégiale et le caractère quasi-juridictionnel de la procédure applicable devant les autorités de régulation (distinguant phase d’instruction par le rapporteur et comparution devant l’organe de sanction) pourraient plaider en faveur d’exigences renforcées, s’agissant d’entités que vous avez regardées il y a vingt ans comme des tribunaux au sens de l’article 6§1 de la CEDH, notamment au sujet de la commission des sanctions de l’AMF (CE 4 février 2005, *Société GSD gestions et M. G.*, n° 269001, au recueil).

Néanmoins, ainsi que le rappelle cette dernière décision, la commission des sanctions n’est pas une juridiction au sens du droit interne, alors que sont ici en cause des exigences de nature constitutionnelle. Or, comme le soulignaient vos commentateurs autorisés, vos deux décisions de section du 19 décembre dernier sont venues, en différenciant les modalités selon lesquelles s’applique le principe du droit de se taire et les conséquences à tirer en cas de manquement à cette obligation, restaurer une gradation entre sanctions administratives, ordinaires et pénales<sup>29</sup> – gradation qu’il s’agit ici de respecter. On notera d’ailleurs que le régime procédural défini pour les agents publics par la décision *O...* a été dégagé dans le cas spécifique de la procédure disciplinaire d’un magistrat du parquet, qui empruntait elle aussi plusieurs traits quasi-juridictionnels. Enfin, la neutralisation ouverte par la décision *O...* s’inscrivait dans la lignée de votre jurisprudence *Danthy* propre aux procédures administratives, laquelle trouve également application aux autorités administratives indépendantes (v. par ex. au sujet de l’AFLD : CE 6 novembre 2021, *Mme Caron*, n°447436, aux tables).

---

<sup>29</sup> Voir la chronique d’A. Goin et L. Cadin, *Jouons au droit du silence*, AJDA 2025. 431.

Nous croyons donc que vous devrez faire application des critères de neutralisation définis par la décision *O...* en vous bornant à rechercher si les sanctions prononcées reposent « de manière déterminante » sur les propos tenus par les intéressés.

Le caractère sommaire du moyen dont vous êtes saisis vous dispense d'énoncer à cette occasion le mode d'emploi complet du droit de se taire propre aux autorités de régulation, et de trancher ce faisant la question de savoir, par exemple, si ce droit peut être notifié aux intéressés en une seule fois selon la logique *O...* ou encore dans quelle mesure l'application de cette garantie aux échanges avec le rapporteur peut être restreinte aux seuls échanges oraux<sup>30</sup>.

Nous vous proposons également de réserver, comme vous l'aviez fait par votre décision *Sté C8* précitée, la question de l'applicabilité de ces exigences au cas où la sanction frappe une personne morale. Si des considérations de lisibilité et l'opportunité d'un alignement sur la jurisprudence de la Cour de cassation<sup>31</sup> pourraient plaider pour une approche extensive, il semblerait préférable d'attendre que le Conseil constitutionnel se prononce sur ce point.

En revanche, vous pourrez juger, en tirant les conséquences de la décision rendue le 21 mars 2025 par le Conseil constitutionnel au sujet des visites domiciliaires réalisées par les enquêteurs de l'AMF, que les exigences constitutionnelles liées au droit de se taire ne trouvent à s'appliquer qu'au titre de la phase de la procédure postérieure à la notification des griefs et écarter par suite comme inopérant le moyen en tant qu'il concerne la phase de contrôle de l'AMF. En effet, le Conseil constitutionnel a jugé que les dispositions législatives contestées n'avaient pas pour objet et ne sauraient avoir effet de permettre le recueil par les enquêteurs des explications d'une personne sur des faits pour lesquels elle serait mise en cause. Ainsi que l'explique le commentaire aux Cahiers, « *la notification du droit de se taire ne s'impose constitutionnellement qu'à compter du moment où une procédure disciplinaire est effectivement engagée à l'encontre du professionnel mis en cause* ». Or « *tant que [le] collègue [de l'AMF] n'a pas décidé l'ouverture d'une procédure de sanction à l'encontre de la personne concernée, via la notification des griefs, cette personne n'est pas officiellement « mise en cause » pour les faits qui ont donné lieu à enquête.* »<sup>32</sup>

En ce qui concerne la phase postérieure à la notification des griefs, les requérants n'établissent ni même n'allèguent en quoi la commission des sanctions se serait fondée de manière déterminante sur les propos tenus lors de leur audition ou leur comparution. En tout et pour tout, MM. D. et F. se bornent à citer, dans une note de bas de page de leur mémoire en

---

<sup>30</sup> voir sur ce point les conclusions de M. Lange sur l'affaire *O...* qui souligne que la question de savoir si l'obligation d'information doit être restreinte aux phases d'oralité, ou bien si elle s'applique également au recueil d'observations écrites, n'a pas encore été tranchée par le Conseil constitutionnel.

<sup>31</sup> C. Cass. Crim. 24 mai 2016, n° 15-82.516, D. 2016. 1202.

<sup>32</sup> Pour cette raison, il ne nous semble pas nécessaire de réserver, comme vous l'avez fait dans votre décision *O...*, l'hypothèse d'un « détournement de procédure » commis lors de la phase d'enquête préalable à l'engagement des poursuites. Les irrégularités susceptibles d'avoir été commises durant cette phase peuvent déjà être appréhendées dans le cadre tracé notamment par votre jurisprudence du 15 mai 2013, *Société Alternative Leaders France*, n°356054, aux tables, qui exige qu'il ne soit pas porté à ce stade une « atteinte irrémédiable aux droits de la défense des personnes auxquelles des griefs sont ensuite notifiés ». C'est donc le cas échéant dans ce cadre et non sur le terrain de la protection du droit de se taire, qui ne trouve pas ici application, que des critiques pourraient être utilement invoquées.

duplique, le paragraphe 83 de la décision qui indique que les deux dirigeants « *selon leurs propres déclarations devant le rapporteur, avaient plus de 20 ans d'expérience dans la gestion d'actifs* ». Ces propos anodins n'ont pu avoir aucune influence dans l'appréciation des manquements. Vous pourrez donc écarter le moyen.

### **3. Il est temps désormais d'examiner les cinq griefs retenus par la décision attaquée<sup>33</sup>.**

**3.1.** Le premier, qui est également à tous égards le principal, met en cause l'investissement des fonds dans six titres du groupe Tendor (cinq obligations et une action) en tant qu'ils ne présentaient pas **les garanties de liquidité nécessaires**.

Il est reproché à la société d'avoir, en méconnaissance respectivement des 2° et 7° du I de l'article R. 214-9, d'une part, acquis des titres dont la liquidité compromettrait la capacité de l'OPCVM à honorer les demandes de rachat des porteurs à la valeur liquidative et, d'autre part, omis de mettre en place à cette fin un processus approprié de gestion des risques.

S'agissant du premier point, il n'est pas contesté que le niveau de liquidité de ces titres non cotés était très faible, la société H2O leur ayant d'ailleurs attribué la note minimale de 7 sur une échelle de 1 à 7. Mais le débat porte sur le point de savoir s'il compromettrait la capacité des fonds à honorer les demandes de rachat, alors que ce seuil n'est pas explicité dans les textes ni le règlement ou la doctrine de l'AMF.

Contrairement à ce que soutiennent les requérants selon lesquels la liquidité des titres ne pourrait être examinée qu'*ex ante*, sur la base des éléments du dossier disponibles à la date de leur acquisition, nous croyons que c'est à bon droit que la commission des sanctions s'est fondée aussi, *ex post*, sur les difficultés massives auxquelles la société H2O a été confrontée à partir de juin 2019 pour se séparer de ces actifs, au point d'entraîner la suspension puis le cantonnement partiel des fonds. Cette déconfiture révèle que la société s'était effectivement exposée à un risque d'illiquidité très élevé la mettant hors d'état d'honorer toutes les demandes de rachat à la valeur liquidative, conformément aux obligations propres aux OPCVM qui sont par nature des fonds ouverts dont les investisseurs peuvent racheter leurs parts à tout moment. Si la société requérante souligne qu'elle a été en mesure de satisfaire les premières demandes en se séparant des titres les plus liquides, ce résultat n'a été possible qu'au prix d'une surpondération des titres Tendor et donc d'un manquement au respect du plafond réglementaire qui fait l'objet du quatrième grief.

Les requérants ne sauraient utilement se prévaloir de ce que la réglementation autorise les OPCVM à investir dans des titres<sup>34</sup> non cotés jusqu'à hauteur de 10 % de leur actif (art. R. 214-11, II), cette faculté ne les dispensant pas de respecter les exigences de liquidité.

Ils ne sauraient davantage présenter la publication de l'article du *Financial Times* comme un événement imprévisible à l'origine de leurs difficultés ; s'il s'agit de l'événement

---

<sup>33</sup> Le bien-fondé des griefs est contesté par la société H2O ; M. D. et F. indiquent reprendre à leur compte ces mêmes critiques.

<sup>34</sup> titres de capital émis par les sociétés par actions ou titres de créance mentionnés aux 1 et 2 du II de l'article L. 211-1 CMF.

déclencheur, cet article n'a fait que mettre en lumière une fragilité structurelle des fonds H2O imputable à leur stratégie d'investissement. Cette fragilité ne saurait davantage être masquée par l'impact de la crise sanitaire qui a affecté l'ensemble des marchés financiers à partir de mars 2020 sans entraîner pour autant des mesures de suspension ou de cantonnement.

S'agissant du second volet plus « procédural » du grief, il résulte des pièces du dossier et notamment des procès-verbaux du comité des risques et conformité et du comité d'investissement, que la société n'a procédé à aucune diligence particulière préalable à l'acquisition des titres Tenor pour analyser leur impact sur le profil de liquidité des fonds. Les analyses et échanges informels évoqués par les requérants ne sauraient être assimilés à un processus « approprié » au sens du code monétaire et financier. Or cette lacune n'avait ici rien de véniel : s'agissant de titres non cotés, faisant l'objet de très peu de transactions et difficiles à évaluer, une attention toute particulière était de mise – qui a fait défaut en l'espèce.

**3.2.** Le deuxième grief est tiré de ce que l'acquisition des titres Tenor méconnaissait la **politique d'investissement définie par les prospectus** qui conditionnaient l'acquisition de nouveaux titres à leur notation préalable par une agence de notation financière.

En vertu du 6° du I de l'article R. 214-9, l'acquisition des titres financiers éligibles doit être compatible avec les objectifs de gestion ou la politique d'investissement de l'OPCVM, tels qu'exposés dans les documents d'information destinés aux souscripteurs. Or le prospectus propre à cinq des fonds en litige prévoyait la possibilité d'investir dans trois catégories d'obligations émanant d'entités au sein de l'OCDE présentant un profil de risque croissant : celles émises par les Etats, sans limite de notation ; dans certaines limites, celles émises par des sociétés et au moins notées « *investment grade* » au moment de leur acquisition (c'est-à-dire entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's) ; enfin, dans certaines limites également, celles notées « *speculative grade* » au moment de leur acquisition (c'est-à-dire entre BB+ et D). Les prospectus précisaient également que, « *en cas d'émission non notée, la note de l'émetteur [c'est-à-dire attribuée à l'émetteur] sera prise en compte* ».

La commission des sanctions a estimé que ces notes « *investment grade* » ou « *speculative grade* » ne pouvaient s'entendre que de notes décernées par une agence de notation financière. Or il est constant que la société H2O a investi dans onze titres de créance Tenor qui ne disposaient, pas davantage que leur société émettrice, d'une telle notation et n'avaient fait l'objet que d'une évaluation menée par H2O elle-même. Il ne saurait être sérieusement soutenu, au prétexte que le prospectus ne précisait le sens de l'échelle de notation des trois agences de notation financière qu'au sujet de la deuxième catégorie d'obligations (« *investment grade* »), que la référence à la notation « *speculative grade* » utilisée pour la troisième catégorie pouvait s'entendre comme d'une notation purement interne à la société gestionnaire, sauf à faire une lecture artificiellement tronquée du prospectus.

Au prisme de la protection des intérêts des épargnants, l'apport tiré d'une notation par une agence indépendante pouvait au premier abord sembler secondaire, dans la mesure où le prospectus autorisait l'acquisition de titres les moins bien notés, la lettre « D » correspondant aux sociétés en situation de défaut de paiement. Cependant il ne nous paraît pas erroné de voir

dans cette notation externe, comme l'a estimé la commission des sanctions, une garantie de transparence, faisant obstacle à un investissement dans des supports totalement opaques.

**3.3.** Le troisième grief a trait au **défaut de valorisation de cinq titres** Tennor non cotés ayant fait l'objet de 172 opérations d'acquisition entre 2016 et 2020.

Il s'agit cette fois d'un manquement aux exigences définies à l'article R. 214-9 (I, 3°, b) qui autorisent un OPCVM à investir dans des titres financiers non cotés à condition de faire l'objet d'une évaluation fiable établie périodiquement à partir d'informations émanant de l'émetteur ou provenant d'un service d'analyse financière.

Il n'est pas sérieusement contesté que, avant juin 2019, la société H2O ne disposait pas d'informations, ou pas d'informations fiables, pour valoriser ces titres, la requérante ayant indiqué se fonder sur les cotations diffusées sur le terminal Bloomberg ou, lorsque celles-ci n'étaient pas disponibles, sur les cotations indicatives données par certaines contreparties auxquelles elle appliquait une décote jusqu'à 30% en fonction de divers facteurs. Il ressort des procès-verbaux du comité de valorisation qu'aucune cotation Bloomberg n'était disponible pour ces titres ou que les informations fournies sur les prix n'étaient assorties d'aucune précision sur le volume de titres négocié. La « méthode » mise en œuvre dans le mois qui a suivi la parution de l'article du Financial Times ne reposait pas davantage sur des bases fiables puisqu'il s'agissait uniquement de tenir compte des prix auxquels la société a dû commencer à brader les titres. Enfin, si la société a formalisé une nouvelle méthode après juillet 2019, elle ne repose pas davantage sur des informations fiables, ce qui explique d'ailleurs pourquoi les titres ont dû être cantonnés.

Il ne saurait par ailleurs être reproché à la commission des sanctions d'avoir souligné ici que le manquement était d'autant plus grave qu'il était susceptible de porter atteinte à l'intérêt des porteurs des fonds.

**3.4.** Le quatrième grief est tiré du dépassement, pour quatre des fonds en litige, **du seuil de 10 % de titres issus du même émetteur** que peut détenir un OPCVM. Plusieurs dépassements ont été constatés entre juin et décembre 2019, parfois dans des proportions importantes puisque ce ratio d'emprise a atteint jusqu'à 32 %.

Le manquement n'est pas contesté, il est en partie la conséquence mécanique de la vente des actifs les plus liquides pour honorer les demandes de rachat qui ont surpondéré les titres Tennor, ainsi que des opérations de « ventes et rachat » faisant l'objet du dernier grief. Les requérants se bornent à contester l'affirmation de la commission selon laquelle son absence de diligence et de réactivité pour y remédier constituait un élément aggravant ; cependant il ressort des mentions des rapports de contrôle et des échanges internes produits au dossier que les dépassements n'étaient pas, ou pas sérieusement, pris en considération. Enfin, la circonstance que certains dépassements temporaires résultent de décisions prises en urgence dans l'intérêt des porteurs pour faire face aux retraits massifs ne saurait exonérer les intéressés de leur responsabilité dans le manquement constaté – qui apparaît comme l'une des conséquences directes et inévitables de l'exposition excessive des fonds H2O dans des titres ne présentant pas les garanties de liquidité suffisantes.

**3.5.** Le dernier grief se rattache à l'acquisition de titres Tennor réalisée, entre janvier 2017 et janvier 2020, dans le cadre de 873 **opérations dites de « vente et rachat »** (« *buy and sell back* »), consistant à utiliser les liquidités disponibles des fonds pour acheter immédiatement un titre Tennor en convenant que le vendeur le rachète à une date ultérieure à un prix convenu, le titre acheté jouant le rôle de garantie pour le cas où l'engagement de rachat ne serait pas respecté. Il s'agissait bien souvent du groupe Tennor lui-même et quand ce groupe s'est retrouvé à court de liquidités à la suite de l'article du Financial Times, la société H2O a décidé de proroger la durée de plusieurs de ces contrats plutôt que de céder les titres Tennor avec une décote de 89 % comme le lui proposaient certaines banques.

Ces opérations sont au nombre des « *techniques et instruments employés aux fins d'une gestion efficace du portefeuille* » autorisés par le code monétaire et financier (art. R. 214-18) mais ne dispensent pas les gestionnaires du respect du critère de liquidité, s'agissant de titres dont les fonds deviennent propriétaires ; or pour les mêmes raisons que celles indiquées précédemment, la société H2O n'a pas pris en compte de façon appropriée le risque de liquidité propre aux titres Tennor. En outre, ces mêmes titres n'ont pas fait l'objet d'une évaluation financière propre et quotidienne, ainsi que l'exige la doctrine de l'AMF<sup>35</sup>. Cette même doctrine impose que la qualité de crédit des émetteurs des actifs reçus en garantie soit « excellente », ce qui n'était pas le cas pour les titres Tennor ; ici encore, la société H2O ne saurait s'exonérer du manquement en faisant valoir que ces opérations auraient été financièrement préférables à une solution consistant à brader les titres Tennor auprès d'opérateurs tiers.

Par ailleurs, il n'est pas sérieusement contesté que 93 de ces opérations ont été effectuées sans avoir fait l'objet d'une convention-cadre, en violation de l'obligation définie à l'article R. 214-18 (III, 2°) ; la circonstance que cette lacune n'ait affecté que 11% du total des opérations ne saurait la faire regarder comme vénielle.

C'est également en méconnaissance des prescriptions définies à l'article R. 214-18 (III, 3°) que les conventions-cadres conclues au titre des autres opérations ne prévoyaient pas la possibilité pour les fonds H2O de dénouer ces opérations à tout moment : l'annexe dédiée, dont les termes prévalent le cas échéant sur les autres stipulations de l'accord, excluent expressément cette faculté.

C'est enfin en méconnaissance du plafond fixé à l'article R. 214-21 (I) que la société a exposé les fonds au risque de contrepartie sur un même cocontractant à hauteur de plus de 5%. Il importe peu, ici encore, que les opérations de vente et rachat réalisées après juin 2019 avec le groupe Tennor aient été effectuées dans l'intérêt des porteurs en alternative à une cession avec une très forte décote, dans la mesure où cette situation est la résultante directe d'une exposition antérieure excessive à des titres intrinsèquement illiquides.

---

<sup>35</sup> Position AMF n°2013-06, §34 et 35.

**3.6.** Enfin, MM. D. et F. soutiennent qu'à les supposés caractérisés, ces cinq griefs ne pourraient **leur être personnellement imputés en leur qualité de dirigeants** sur le seul fondement de la combinaison des articles L. 621-9 et -15 CMF.

Il est constant que les dispositions de l'article 313-6 du règlement de l'AMF qui régissent spécifiquement la responsabilité des dirigeants<sup>36</sup> ne sont pas applicables aux sociétés de gestion établies dans un autre État membre. Cependant, cette circonstance ne fait pas obstacle à ce que les manquements commis par la société qu'ils dirigent leur soient imputés, ainsi que l'a estimé la commission des sanctions, sur le fondement direct de l'article L. 621-15 qui habilite la commission à prononcer des sanctions à l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité ou agissant pour le compte d'une des personnes morales mentionnées à l'article L. 621-9 au titre de tout manquement à leurs obligations professionnelles définies par les textes.

Vous avez déjà interprété ces dispositions comme impliquant que les obligations qui pèsent sur les prestataires habilités pèsent, du même coup, sur les personnes qu'elles emploient, dans une hypothèse similaire où les dispositions plus précises du règlement de l'AMF faisaient défaut, par une décision du 19 mars 2003, *Hannoun*, au recueil et aux conclusions du président Mattias Guyomar (n°240718). Ainsi que l'indiquait votre commissaire du Gouvernement, la double compétence disciplinaire de l'autorité, à l'égard des personnes morales et des personnes physiques, n'a de sens que si les obligations qui s'imposent aux prestataires de service d'investissement s'imposent par nature aux personnes qu'ils emploient – ce qui vaut *a fortiori* pour leurs dirigeants. Les requérants ne sauraient donc invoquer une méconnaissance des principes de prévisibilité de la loi répressive et de non-rétroactivité de la loi répressive plus sévère.

Il n'en résulte pas pour autant une imputabilité « automatique », contrairement à ce que MM. D. et F. avaient fait valoir à l'appui de la question prioritaire de constitutionnalité qu'ils avaient dirigée contre ces mêmes dispositions législatives et que votre 6<sup>ème</sup> chambre n'a pas renvoyée<sup>37</sup>, puisque les dirigeants mis en cause peuvent apporter tous éléments utiles pour renverser la présomption réfragable qui naît de leurs responsabilités particulières. Au cas d'espèce, il n'est pas sérieusement contesté que les deux dirigeants étaient les personnes qui, au quotidien, échangeaient et négociaient directement, et personnellement avec M. W..., les opérations litigieuses liées aux titres Tennor et validaient en dernier ressort les décisions d'investissement. La décision attaquée est par ailleurs suffisamment motivée sur ce point.

#### **4. Reste, enfin, la question de la proportionnalité des sanctions.**

On rappellera au préalable, alors que les requérants font valoir ici différents faits et événements postérieurs à la décision attaquée, qu'il vous appartient, pour vous prononcer sur la légalité de la décision, de vous situer à la date à laquelle la décision a été prise ; c'est seulement si vous deviez entrer en voie de réformation qu'il y aurait lieu de tenir compte de

---

<sup>36</sup> Dont les dispositions sont désormais reprises à l'art. 321-35.

<sup>37</sup> CE 6<sup>e</sup> jjs 7 août 2023, n°471744.

circonstances nouvelles (CE 13 juillet 2011, *Sté Edelweiss Gestion et autres*, n° 327980, aux tables).

Les sanctions prononcées sont d'une sévérité exceptionnelle : 75 millions d'euros pour la société H2O, 15 millions et 3 millions d'euros pour MM. D. et F., assorties respectivement d'un blâme, d'une interdiction d'exercer l'activité de gérant pendant cinq ans et d'un blâme, avec publication durant cinq ans sur le site de l'Autorité – alors que les amendes prononcées par l'AMF dont vous avez eu à connaître ne dépassaient pas quelques centaines de milliers d'euros pour les personnes physiques ni n'atteignaient la moitié de celle retenue ici pour les personnes morales<sup>38</sup>.

Nous ne croyons pas néanmoins qu'elles puissent être regardées comme disproportionnées eu égard à la gravité, exceptionnelle elle aussi, des manquements constatés, des préjudices causés aux épargnants et de l'atteinte portée à la confiance des investisseurs.

Les manquements que nous venons d'examiner sont particulièrement graves en ce qu'ils procèdent, ou sont la conséquence directe, d'une stratégie délibérée visant à investir dans des titres hautement illiquides, en violation d'une règle cardinale de gestion de ces fonds : répétons-le, il ne s'agit ici de fonds d'investissements alternatifs mais d'OPCVM, ouverts notamment à des particuliers. Ces manquements ont été répétés et durables : ils concernent plus de 1.200 opérations sur une période de plus de trois ans. En générant une exposition aux titres Tennor à hauteur d'environ 1,5 milliards d'euros, ils ont fragilisé la liquidité de fonds dont l'encours total représentait plus de dix milliards d'euros.

Il en est résulté un préjudice conséquent pour des dizaines de milliers de porteurs dont l'épargne a été bloquée, d'abord en totalité pendant un mois et demi, puis pour partie pendant une durée indéterminée mais qui dépassait déjà trois ans à la date de la décision attaquée. Ce préjudice ne saurait être compensé par la supposée bonne performance des fonds « miroirs » rouverts en octobre 2020, alors au demeurant que les fonds cantonnés ont pour leur part perdu 75 % de leur valeur en trois ans. Si les parties au litige s'opposent sur le chiffrage total du préjudice (l'AMF allant jusqu'à avancer le chiffre de 4,7 milliards d'euros), ce montant est en toute hypothèse supérieur à la somme de 250 millions d'euros que la société H2O entend consacrer à l'indemnisation de l'ensemble des souscripteurs qui renonceraient à engager une action contentieuse à son encontre (en plus des sommes à reverser provenant de la liquidation des actifs détenus par les fonds cantonnés).

Les volumes en jeu sont tels, s'agissant au surplus de la filiale d'un des principaux groupes financiers français, que ces manquements ont été de nature à affecter plus largement la confiance des investisseurs, ce qui justifiait une sanction exemplaire, sauf à saper la crédibilité même du régulateur et de la place financière de Paris.

---

<sup>38</sup> Voir votre décision *Sté Natixis* du 6 novembre 2019 (n°414659), pour une sanction de 35 M€ ramenée à 20 M€. L'AMF relève cependant l'existence d'une sanction de 14M€ prononcée à l'encontre d'une personne physique relevant d'une catégorie dont le contentieux appartient au juge judiciaire (C. Cass 2 octobre 2019, n°17-28.462).

Les sanctions prononcées tiennent correctement compte de la situation et de la capacité financière des intéressés. Pour la société H2O, l'amende de 75 millions d'euros est à mettre au regard d'un résultat annuel égal, respectivement pour les trois dernières années connues à la date de la décision attaquée, à 466, 115 et 23 millions d'euros. Les amendes de 15 et 3 millions d'euros infligées à MM. D. et F. sont pour leur part à rapprocher d'un patrimoine personnel important, estimé en valeur nette respectivement à 45 et 31 millions d'euros : à cette aune, elles n'apparaissent pas excessives à l'égard des deux dirigeants, cofondateurs et actionnaires de la société H2O, qui ont personnellement pris les décisions d'investissement en cause.

Contrairement à ce qui est soutenu, l'écart important entre les amendes infligées aux deux dirigeants ne caractérise pas une contradiction de la part de la commission des sanctions qui a suffisamment motivé sa décision sur ce point. D'une part, leurs capacités contributives diffèrent nettement, tant en termes de patrimoine (celui de M. D. est supérieur de moitié à celui de M. F.) que de revenu annuel: ainsi que le relèvent les requérants eux-mêmes, chacune des deux amendes égale à peu près dix fois le dernier revenu connu de l'intéressé. D'autre part, la commission a pu tenir compte du niveau de responsabilité supérieur de M. D. s'agissant de manquements portant sur des choix stratégiques.

Nous n'évoquerons pas ici les éléments figurant dans l'avis de la *FCA* précité produit par les requérants, qui révèlent l'existence de conflits d'intérêts matérialisés par les relations personnelles étroites entretenues par les deux dirigeants avec M. W..., incluant divers cadeaux et séjours d'agrément : ces éléments éclairent peut-être les décisions d'investissement en litige mais n'avaient pas été portés à la connaissance de la commission des sanctions.

La commission des sanctions a également tenu compte à sa juste hauteur, conformément à l'article L. 621-15, des mesures de réparation mises en œuvre par la société et tenant à la mise en œuvre d'un fonds d'indemnisation en faveur des épargnants lésés.

Si les requérants se prévalent de faits plus récents – inutilement, donc – en mettant en avant le relatif succès de l'offre transactionnelle qui aurait abouti il y a quelques mois à la conclusion de plus de 76.000 dossiers d'acceptation, la mesure était loin d'être concrétisée à la date de la décision attaquée : l'existence d'un compte séquestre destiné à l'indemnisation des épargnants, alors doté d'un montant de 200 millions d'euros, n'avait pas été mise en avant par la société H2O (peut-être dans l'espoir de minimiser sa capacité financière) ; elle a seulement révélée en séance par la représentante du collège de l'AMF. Il ressort des motifs de la décision attaquée que la commission des sanctions n'en a pas moins pris en compte cet engagement parmi les « mesures de réparation » propres à atténuer la rigueur de la sanction ; nous sommes d'ailleurs enclins à voir dans cet effort financier la raison pour laquelle, à la différence du sort réservé au directeur général, l'amende infligée à la société n'a pas été portée au plafond légal de 100 millions d'euros mais minorée d'un quart.

En revanche, cet engagement, encore peu circonstancié à la date de la décision attaquée, ne justifiait pas de minorer davantage l'amende prononcée. Dans leurs dernières écritures, les requérants vous y invitent néanmoins, en faisant valoir que le gain résultant d'une éventuelle minoration de l'amende sera intégralement reversé aux épargnants lésés ; cependant vous ne

pourrez pousser trop loin cette logique qui négligerait la finalité répressive de la sanction. S'ils ajoutent encore que la *FCA* a pour sa part été sensible à cet argument, puisque c'est notamment pour ce motif qu'elle a dispensé la société H2O de toute sanction financière, ils omettent de préciser que l'autorité britannique – qui en tout état de cause n'était pas saisie des mêmes manquements – s'est également fondée sur l'engagement de la société à renoncer à toute activité au Royaume-Uni, ainsi que sur l'existence de l'amende déjà prononcée par le régulateur français<sup>39</sup>.

Enfin, les requérants ne sont pas davantage fondés à invoquer une disproportion de la sanction en ce que la commission a assorti ces amendes, respectivement, d'un blâme et d'une interdiction temporaire d'exercer les fonctions de gérant, et décidé la publication de la décision.

**PCMNC** au rejet des deux requêtes et à ce qu'une somme de 3.000 euros soit mise à la charge de la société H20, d'une part, et de MM. D. et F., d'autre part, au titre des frais d'instance.

---

<sup>39</sup> On notera que la *FCA* n'a engagé de poursuites que postérieurement à la décision de la commission des sanctions, de sorte qu'il ne saurait en tout état de cause en résulter aucune difficulté sur la légalité de cette décision en termes de cumul des poursuites ou de cumul des sanctions.