

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DEVAUPLANE**  
Associé,  
Kramer  
Levin Naftalis  
& Frankel

### ■ I. ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES



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

#### **Facilitation – Front running – Ordres client en attente d'exécution – Abus de marché – Opérations suspectes – Conformité.**

AMF, Commission des sanctions, 4 juillet 2011, MM. Pierre Heydacker, Christian Brévard, Jean-Marc Boutoux et société Natixis Securities.

Dans le cadre d'une activité de facilitation, il n'est pas possible d'intervenir en compte propre en anticipation d'une transaction qui, bien que non encore conclue avec un client, apparaît suffisamment certaine. Cela caractérise en effet un manquement, non seulement à l'article 314-66 du règlement général de l'AMF qui prohibe l'exploitation abusive des informations relatives à des ordres de clients en attente d'exécution, mais également aux articles L. 533-1 et L. 533-11 du Code monétaire et financier et 314-3 du règlement général qui obligent les prestataires de services d'investissement à agir d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché et serve au mieux les intérêts des clients.

En application de l'article 313-3 du règlement général de l'AMF, la fonction conformité doit disposer de l'autorité, des ressources et de l'expertise nécessaires et d'un accès à toutes les informations pertinentes.

Le fait que le département conformité ait considéré que des opérations sont susceptibles de constituer des abus de marché impose leur déclaration à l'AMF conformément à l'article L. 621-17-2 du Code monétaire et financier, à moins que cette qualification ne soit remise en cause au terme d'une procédure interne.

La décision rendue le 4 juillet dernier par la Commission des sanctions de l'AMF est intéressante à relever car elle éclaire, non seulement certains traits de l'activité de facilitation, mais également les conditions dans lesquelles la fonction conformité doit s'exercer en matière de services d'investissement.

Comme son nom l'indique, l'activité de facilitation a

pour objet de faciliter l'exécution d'un ordre de client par interposition sur tout ou partie de la quantité de titres demandée par ce dernier, du compte propre de l'intermédiaire, le solde éventuel étant quant à lui exécuté sur le marché. L'intérêt de ce mode d'exécution pour le client est de lui permettre, lorsque le volume de son ordre est important par rapport à celui échangé sur le marché, de ne pas supporter d'aléa quant au prix auquel son ordre sera exécuté : plus en effet il faut de temps pour exécuter un ordre, via des achats ou des ventes successifs sur le marché, plus le risque est fort que le cours décale dans un sens défavorable avec un prix final moyen de l'opération moins avantageux que celui escompté par le client à l'origine. Les clients sont aujourd'hui particulièrement demandeurs de telles techniques d'exécution qui, dans des marchés souvent marqués par une forte volatilité, sécurisent le cours d'exécution de leurs opérations puisqu'il est fixé en accord avec l'intermédiaire qui offre ce service. Bien évidemment, pour l'intermédiaire, la facilitation impose qu'il déboucle la position ainsi prise en compte propre, ce qui sera le plus souvent fait sur le marché, l'enjeu étant alors pour lui que le prix moyen auquel il réalise les différentes exécutions permettant ce débouclage soit tel que, par différence avec le prix auquel est conclue la transaction avec le client, il rémunère suffisamment son activité et le risque de marché pris à cette occasion. Dans ce contexte, deux opérations de facilitation sont examinées par la Commission des sanctions.

L'une concerne une vente pour compte propre déclenchée par l'opérateur en charge de l'activité de facilitation alors que le client n'avait pas formellement encore donné son accord sur le prix proposé et que l'examen des conversations téléphoniques entre cet opérateur et celui en contact avec le client révèle qu'il ne devait pas pouvoir ignorer que deux très gros ordres allaient très vraisemblablement être passés par ce client. La question est ainsi de déterminer d'abord si la vente pour compte propre est effectuée au regard de la possession de l'information privilégiée que constituait la connaissance de ces ordres, en contravention avec l'article 621-3 du règlement général de l'AMF qui prévoit que « pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, constitue également une information privilégiée toute information transmise par un



**BERTRAND DE SAINT MARS**  
Délégué  
général adjoint  
AMAFI



**JEAN-PIERRE BORNET**  
BPCÉ  
Professeur  
associé –  
Paris 11 (Sceaux)

client qui a trait aux ordres en attente de ce client, est d'une nature précise, se rapporte directement ou indirectement à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers et serait susceptible, si elle était rendue publique, d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés [...] ». La Commission considère à cet égard que si la nature précise de l'information est suffisamment établie, il n'est en revanche pas possible d'affirmer que sa connaissance publique aurait eu une influence sensible sur le cours : si elle retient qu'un « investisseur raisonnable aurait pu anticiper que l'exécution d'un ordre de cette taille était de nature à faire décaler significativement à la baisse la fourchette de cotation et aurait pu utiliser cette information comme l'un des fondements d'une décision de désinvestissement », elle relève toutefois également que le volume échangé au moment où a eu lieu la conversation téléphonique comme le volume total échangé le même jour relativise fortement la portée de cette information. Mais si elle écarte le manquement d'utilisation d'une information privilégiée, la Commission des sanctions retient en revanche la violation de l'article 314-66 du règlement général qui dispose que « le prestataire de services d'investissement ne doit pas exploiter abusivement des informations relatives à des ordres de clients en attente d'exécution et il est tenu de prendre toutes les mesures raisonnables en vue d'empêcher un usage abusif de ces informations par l'une quelconque des personnes concernées mentionnées au II de l'article 313-2 », parmi lesquelles figurent les salariés des prestataires de services d'investissement. Elle estime en effet que les opérations de vente par anticipation réalisées par l'opérateur en charge de la facilitation l'ont été sur la base d'informations concernant des ordres de clients en attente d'exécution, exploitées ici de manière abusive. Au demeurant, la Commission relève que cette vente contrevenait à des règles internes de l'établissement, interdisant d'agir, tant sur le marché avant l'acceptation du prix par le client, que pour compte propre lorsqu'un ordre de client est en attente d'exécution. En dernier lieu, la Commission des sanctions considère qu'il y a eu un manquement à l'obligation d'agir « d'une manière honnête, loyale et professionnelle, qui favorise l'intégrité du marché » « servant au mieux les intérêts des clients » au sens des articles L. 533-1 et L. 533-11 du Code monétaire et financier et de l'article 314-3 du règlement général : ont en effet été exécutés pour compte propre des ordres de vente alors qu'était détenu un quasi ordre de vente pour compte de tiers, et que ces ordres pour compte propre ont pu contribuer à faire décaler à la baisse la fourchette acheteur/vendeur au détriment du client vendeur, ce qui s'est d'ailleurs traduit par une modification à la baisse du prix proposé au client.

Ce dernier manquement est d'ailleurs également appliqué à la seconde opération examinée qui s'est elle aussi traduite par des interventions en compte propre en anticipation de la conclusion d'une transaction avec un client vendeur. Il est intéressant de noter toutefois qu'ici la Commission des sanctions ne fait pas valoir que le prix proposé au client aurait été modifié à la baisse du fait du poids exercé sur la fourchette de marché par les ventes pour compte propre ; en revanche, et alors que cela n'a pas été fait pour la première opération, elle souligne le caractère significatif du volume exécuté par anticipation,

car représentant la moitié de l'ordre attendu du client mais également près de 93 % du volume de marché réalisé sur la plage horaire concernée. Elle en déduit, mais de façon curieuse au regard des règles internes qu'elle a précédemment relevées puisqu'elles posaient des interdictions claires en la matière, que l'établissement ne pouvait ignorer que ce débouclage avant d'avoir obtenu l'accord du client était susceptible de peser sur le prix qui allait lui être proposé. Elle étend par ailleurs en application de l'article 315-73 du règlement général, ce manquement à l'opérateur en charge de la facilitation.

Mais au-delà, la Commission des sanctions examine plusieurs griefs relatifs aux conditions d'exercice de la fonction de conformité.

Le premier reproche se fondait sur une note interne du département conformité de l'établissement qui, suite à une réorganisation des postes de travail, ayant conduit à rapprocher vendeurs et facilitateurs, faisait valoir que cela nuisait à la traçabilité des opérations effectuées puisqu'elle permettait la transmission d'instructions orales entre les deux équipes, en contravention avec les dispositions visant à ce que l'établissement établisse et maintienne « opérationnelles des politiques, procédures et mesures adéquates visant à détecter tout risque de non-conformité [à ses] obligations professionnelles ainsi que les risques en découlant et à minimiser ces risques ». La Commission relève toutefois que deux semaines plus tard, le directeur général délégué avait « adressé un "bref rappel des bonnes pratiques applicables lors de demandes de prix et [des] conséquences qu'elles impliquent en matière de mode opératoire du traitement de ces demandes", dont chaque trader devait confirmer avoir pris connaissance, qui confirmait que "le débouclage d'une position obtenue à la suite de cette demande ne doit se faire qu'à partir du moment où le Sales Trader confirme formellement à la facilitation sur un support enregistré l'acceptation par le client de la transaction" ; qu'au demeurant, les faits ayant conduit à la présente affaire sont précisément fondés sur des enregistrements et que [l'une des opérations en cause] est antérieure au déménagement de la table de facilitation ». La Commission des sanctions souligne en outre que les procédures mises en place ont permis au département conformité d'être saisi et de procéder à une analyse complète des différentes opérations de facilitation dans lesquelles le débouclage avait été anticipé, ce qui a conduit à considérer que « la nuisance à la traçabilité des ordres » visée par les notifications de griefs n'est pas suffisamment établie. Dans ce cadre, on relèvera la qualification de « surprenante » attachée à la réaction du supérieur hiérarchique lors du processus « d'alerte éthique » déclenché par un collègue de l'opérateur de facilitation à l'occasion de la première opération en cause par lequel après avoir exprimé oralement sa désapprobation à cet opérateur, il en a fait part par courriel à ce supérieur. Il est en effet pour le moins étrange que la réponse de ce responsable, adressée le même jour par courriel également, lui indique que « son comportement est inacceptable car il a mis [l'opérateur concerné] et donc [son employeur] en situation de risque opérationnel important ».

Par ailleurs, trois autres reproches sont combinés en application des articles 313-1 et 313-3 du règlement général de l'AMF. Le premier concerne l'absence de

dispositions d'ordre organisationnel ou disciplinaire suffisantes, qui auraient créé les conditions pour que des opérations comme celles décrites puissent se reproduire. Le deuxième est relatif au préjudice porté à l'autorité du RCSI en « ne suivant pas les recommandations de son RCSI de prendre des sanctions disciplinaires pour des faits qualifiés de manquements caractérisés à plusieurs articles du règlement général de l'AMF ». Le dernier reproche a trait au défaut d'avoir mis « à la disposition de la fonction de conformité des moyens suffisants pour l'exercice de ses missions » comme de ne pas lui avoir « donné accès à l'ensemble des informations pertinentes ». En la matière, après avoir souligné qu'elle « n'est pas compétente » pour apprécier dans le cadre de l'examen de ce grief, l'adéquation des sanctions prononcées par l'établissement à l'encontre de l'opérateur en charge de la facilitation, la Commission des sanctions relève toutefois que « la fonction conformité ne disposait pas, au moment des faits, "de l'autorité, des ressources et de l'expertise nécessaires et d'un accès à toutes les informations pertinentes" au sens de l'article 313-3 du règlement général de l'AMF ».

Enfin, en violation de l'article L. 621-17-2 du Code monétaire et financier, il est reproché à l'établissement de ne pas avoir déclaré à l'AMF les opérations ici en cause, alors pourtant que des notes internes de son responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI) les avaient clairement désignées comme constitutives d'abus de marché, et que l'établissement n'avait pas remise en cause à la date du contrôle, ni d'ailleurs pendant l'instruction puis l'audience de sanction. Prenant appui sur ces notes et les conclusions d'une réunion interne, tenue quelques semaines après, dont il ne ressort pas que cette qualification ait été discutée mais que son objet était seulement de déterminer les éventuelles sanctions à infliger à l'opérateur concerné, la Commission des sanctions estime que le manquement est caractérisé. À cet égard, elle prend d'ailleurs soin de souligner que le fait que la notification de griefs n'ait pas pris en compte une éventuelle manipulation de cours et que la Commission n'ait pas retenu la qualification d'opération d'initié ne fait pas obstacle à cette constatation : cela ne peut faire de doute s'agissant d'une déclaration qui concerne des opérations dont les établissements « ont des raisons de suspecter » qu'elles pourraient constituer un abus de marché.

L'établissement est sanctionné à hauteur de 250 000 euros, tandis que les deux dirigeants responsables et l'opérateur en charge de la facilitation le sont à hauteur de 35 000 euros. L'homogénéité des sanctions appliquées aux personnes physiques peut étonner alors que l'un des dirigeants, en tant que président du Conseil d'administration, n'avait pas de rôle exécutif, et que l'opérateur a manifestement enfreint des procédures internes interdisant les opérations examinées ici.

## Initiés – Relations amicales entre un initié primaire et un initié secondaire – Analyse comportementale des opérations.

AMF, Commission des sanctions, MM H et J, 16 septembre 2011.

**L'existence de relations amicales entre un initié primaire et un tiers, la date et les modalités des interventions, le processus de choix de l'investissement, et la simultanéité des transactions avec celles de l'initié primaire constituent autant d'indices précis et concordants permettant de caractériser un manquement d'initié.**

Cette décision fait suite à celle prononcée par la Commission des sanctions le 17 février 2011 à l'égard de sept des neuf personnes mises en cause sur des manquements d'initiés à l'occasion du projet d'offre publique d'achat sur les actions de la société X2 et pour laquelle la Commission avait décidé, pour deux des personnes mises en cause, de surseoir à statuer suite à un moyen de défense invoqué par ces deux personnes. En l'espèce, l'une de ces deux personnes avait fait valoir que l'un des indices retenus à son encontre au titre de la théorie du faisceau d'indices n'était pas pertinent en raison de l'habitude qu'il avait prise de passer systématiquement des ordres sur le compte qu'il détenait chez son intermédiaire lorsqu'il intervenait à titre personnel.

C'est ici la question des habitudes de comportement dans les stratégies boursières qui est au cœur des débats : dans quelles mesures des habitudes de comportement peuvent-elles écarter la qualification d'opérations d'initié ? Il s'agit là d'un vrai débat qui n'est pas simple car il touche celui de la finance comportementale. Chaque investisseur, chaque gérant, chaque intervenant sur les marchés financiers à une « signature comportementale » propre qui permettrait de l'authentifier. C'est d'ailleurs bien pour cela que de plus en plus les *traders* sont remplacés par des « robots *traders* » ou plus exactement par des algorithmes complexes. C'est pourquoi il convient d'apporter une attention toute particulière à cette décision, la Commission des sanctions ayant eu à connaître la même semaine d'une autre affaire portant sur la même question<sup>1</sup>.

De quoi s'agit-il ? On se souvient que l'affaire avait fait grand bruit à l'époque : des collaborateurs d'un grand cabinet parisien d'avocats étaient soupçonnés d'avoir utilisé une information privilégiée obtenue dans le cadre de ses fonctions, le cabinet conseillant la société X2 au moment des faits. À la suite de cette découverte, ces collaborateurs avaient quitté le cabinet et l'affaire en était restée là. De son côté, les services de l'AMF avaient diligenté leur enquête, laquelle avait conduit à notifier auprès de neuf personnes des manquements pour utilisation et/ou communication d'informations privilégiées, l'un des avocats ayant été condamné pour utilisation d'une information privilégiée. Les deux personnes ayant bénéficié d'un sursis à statuer sont le deuxième avocat, et l'une de ses connaissances, cette dernière personne n'étant en

1. Cf. H. de Vauplane, « Initiés : la théorie du faisceau d'indices de l'AMF à l'épreuve des liens amicaux ou familiaux », *Option Finances Droit & Affaires*, 12 oct. 2011, p. 8.

rien liée à la préparation du projet d'offre publique et résidant en dehors de France. Il est reproché à l'avocat d'avoir utilisé cette information et de l'avoir communiqué à sa relation, laquelle aurait alors utilisé à son profit cette information.

La présente décision s'inscrit dans le prolongement de cette précédente affaire. Elle fait sienne donc l'analyse des faits qui a conduit à qualifier d'information privilégiée la préparation par la société X1 du projet d'offre publique sur les titres de la société X2. La commission retient la responsabilité.

S'agissant de la première personne mise en cause, l'avocat, la Commission des sanctions relève que si elle n'a pas ouvert les fichiers relatifs au dossier X2 se trouvant dans la base de gestion électronique du cabinet, « il demeure [que cet avocat] appartenait au sein du département financier du cabinet, à la même équipe, composée d'une vingtaine de personnes, que M. E [lequel a été condamné]; qu'il lui était donc tout à fait loisible d'accéder au circuit de transmission de l'information privilégiée ». Elle constate ensuite que « la chronologie et les modalités d'acquisition [...] ne répondent à aucune logique, en dehors de celle tenant à la détention de l'information privilégiée ». Après avoir analysé les arguments de la défense, la commission des sanctions retient la responsabilité de l'avocat dans un considérant particulièrement clair qu'il convient de citer : « Considérant qu'ainsi la proximité de M. H (l'avocat mis en cause) avec les sources d'information, la date et les modalités de ses interventions, faites près de deux mois après la publication du chiffre d'affaires de X2 mais une semaine avant l'annonce de l'OPA et sans qu'il ait été procédé à une quelconque intervention préalable sur les titres, le processus de choix de cette société, l'importance des opérations faites simultanément pour le compte de son assistante [et oui !!!!] et la simultanéité de ses transactions avec celles de M. J. [la relation amicale de l'avocat] dont il a vainement tenté de faire croire qu'il les avait ignorées, constituent autant d'indices précis et concordants d'où il résulte que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer les acquisitions litigieuses ».

Vient maintenant le cas de la relation amicale. Deux indices sont mis en avant par l'AMF. Le premier porte sur les nombreux contacts téléphoniques entre les deux amis au moment des faits alors que l'un d'entre eux avait reconnu aux enquêteurs qu'ils ne s'appelaient « peut être une fois toutes les deux semaines ou une fois par mois ». Comment expliquer alors ces coups de fil quasi quotidiens ? Le second indice est celui des comportements et habitudes d'investissement qui ne seraient pas cohérents avec la réalité des opérations. Comment expliquer ces achats massifs sur un seul titre à la fois au regard des revenus disponibles et du patrimoine ? Comment justifier le recours pour la première fois, au SRD et donc à l'effet de levier alors que jusqu'à présent les investissements réalisés l'étaient tous au comptant, dans une « stratégie plutôt long terme » ? Tous les arguments avancés pour sa défense par M. J. n'auront pas convaincu l'AMF : « il demeure que les explications de M. J. n'apportent aucune justification convaincante du volume considérable des achats réalisés, de leurs modalités et du titre sur lequel ils ont porté ». On sent, à travers la décision de la Commission, mais encore plus lors de l'audience publique, que les

deux personnes mises en cause ont vainement tenté de rationaliser leurs décisions *a posteriori* soit à travers des « stratégies long terme », soit à travers des analyses de comportement d'investissement. Il semble que l'élément qui a convaincu l'AMF soit celui de la fréquence des appels téléphoniques « multiples » au moment des faits, et que les déclarations lors de l'audience sur les commentaires de tel ou tel match de foot expliquant ces appels n'aient pas convaincu la Commission.

Cette décision doit être approuvée. Aucun des arguments avancés n'est convaincant. Reste toutefois deux regrets. Le premier tient à l'absence du cabinet d'avocats pendant la procédure, notamment au regard de l'organisation des murailles de Chine et de la prévention des opérations d'initiées. Le second tient à un argument juridique avancé par la défense de M. J. : dans quelle mesure, depuis l'arrêt de la CJUE *Spector*<sup>2</sup>, des initiés secondaires peuvent-ils être poursuivis sur la seule base d'éléments matériels ? Il s'agit là d'une question intéressante et il est dommage que la commission des sanctions ne l'ait pas traitée.

### **Fraude Madoff – Responsabilité du dépositaire de titres (non) – Qualité d'actionnaire de la banque teneur de comptes (non).**

Trib. Com. Paris, 9 septembre 2011, *Sofra c/ BNP Paribas*.

**Les titres inscrits chez un émetteur domicilié hors de France au nom des banques pour le compte de leurs clients ne sont pas la propriété de celles-ci. En conséquence, les pertes liées à cet investissement doivent être supportées par les investisseurs en leur qualité de propriétaire.**

On se souvient des débats juridiques nés à l'occasion de la fraude Madoff : certains investisseurs essayent de faire reporter les effets de cette fraude, et donc la perte résultant des investissements dans des fonds gérés par B. Madoff, sur leur banquier. Parmi les arguments développés par ces investisseurs, celui de la discordance entre les personnes inscrites en compte chez l'émetteur de la Sicav Luxalpha ou Groupement Financier Ltd (GFL) et celles qui étaient inscrites en compte chez leurs intermédiaires financiers. Seules les banques teneurs de comptes étaient en effet inscrites dans les registres nominatifs de ces OPCVM de droit étranger. La tentation a été grande alors de considérer pour ces investisseurs qu'ils n'étaient pas propriétaires de ces titres et que les intermédiaires teneurs de comptes avaient dépassé les pouvoirs qui leur avaient été confiés d'investir en leur nom et pour leur compte<sup>3</sup>.

En l'espèce, la société SOFRA est une société familiale qui a pour objet tout investissement et opérations financières ; en clair une sorte de « family trust ». Elle a souscrit à des parts d'OPCVM du fonds GFL de droit

2. CJUE 23 décembre 2009 : cette chronique, *Banque & droit* n° 129, janvier-février 2010, p. 27.

3. Sur l'ensemble de ces questions, cf. « Affaire Madoff : les belles questions de droit posées par la propriété des titres Luxalpha », *JCP G*, 2011, Études 434, p. 206 et suiv.

des îles Vierges Britanniques. Les ordres de souscription ont été passés par BNP Paribas qui dispose d'un compte titres dans cette banque, laquelle a transmis cette instruction à sa filiale au Luxembourg (BPSS) qui les a elle-même transmis à UBS Fund Services. Les actifs de GFL étaient investis auprès de Bernard Madoff Investment Securities. Sofra a assigné BNP Paribas au motif que la banque n'a pas exécuté les ordres d'achat qu'elle a donné puisque seule BPSS est inscrite dans les livres du fonds et que BPSS est propriétaire en lieu et place de Sofra des parts d'OPCVM de GFL. Elle demande à la banque la restitution des fonds.

Les juges consulaires déboutent Sofra de ses demandes.

À l'appui de ses prétentions, Sofra considérait que BNPP, dans le cadre de la relation de mandat qui existait, aurait dû l'alerter en l'informant des « anomalies graves du mode opératoire de souscription » et qu'il résulte des règles statutaires de GFL que seule BPSS est le propriétaire des titres. Le tribunal constate en premier lieu que « Sofra est un investisseur avisé ; que c'est en toute connaissance de cause qu'elle a souhaité investir dans le fonds GFL ; qu'il lui appartenait en tant qu'investisseur avisé, si elle le souhaitait avant de passer ses ordres, de se documenter sur le fonds, ses statuts et ses procédures, et la nature des titres émis dont elle a spécifiquement demandé la souscription ». Il s'agit là de l'application de la jurisprudence Buon de l'opérateur averti. Mais si ce critère de l'investisseur professionnel permet d'écarter le devoir de mise en garde du banquier, il ne résout pas la question de déterminer qui de BPSS ou de Sofra est le propriétaire des parts d'OPCVM, et donc doit en supporter la perte ? Pour ce faire, les juges constatent d'abord que la documentation de l'OPCVM prévoyait la souscription au nom de la banque pour le compte de ses clients et que dès lors, « il n'appartenait pas à BNPP et BPSS, lors de l'exécution des ordres, de vérifier si, en éditant ce mémorandum à l'intention des souscripteurs, GFL respectait ou non ses propres règles et le droit des Îles Vierges Britanniques ». BNPP et BPSS ont agi en qualité de commissionnaire et non de mandataire, et qu'en conséquence, « en souscrivant des titres nominatifs sous son nom dans les livres de GFL, BPSS a sous son nom pour le compte de Sofra, et non pas en qualité de mandataire de Sofra ». Cette analyse est celle que la doctrine, dans sa très grande majorité, partage depuis longtemps. Le Tribunal procède ensuite à une analyse, certes un peu sommaire, mais qu'il convient de citer *in extenso* : « attendu que, selon l'article 42 (1) du Business Companies Act des Îles Vierges Britanniques, l'inscription du nom d'une personne dans le registre des membres en tant que détenteur d'une part dans une société, constitue une présomption (prima facie evidence) que cette personne dispose d'un titre juridique sur cette action ; attendu que cette simple présomption peut être renversée ; que ni BNPP, ni BPSS, ni UBS **en qualité de administrative agent du fonds**, n'ont jamais dénié à Sofra la propriété des parts de GFL acquises suite aux ordres passés par Sofra ; attendu en conséquence que BNPP et BPSS n'ont pas souscrit pour leur compte mais en qualité de commissionnaire de Sofra ; qu'il n'y a donc pas lieu de restituer à Sofra les fonds qu'elle a versés pour ses souscriptions ».

Il convient d'approuver sans réserve cette décision, tant au point de vue juridique qu'au point de vue de l'équité.

Il aurait en effet été particulièrement inéquitable de faire porter la responsabilité de l'investissement dans les fonds Madoff à la banque teneur de comptes, laquelle, il convient de le rappeler, n'a nullement conseillé ses clients dans l'investissement en cause ! C'était là la porte ouverte aux abus en tout genre : pile, le client gagne, face, la banque paye ! Le cas d'espèce est particulièrement intéressant en ce que le rôle de la banque se limitait à celui de dépositaire/teneur de comptes. Sans doute en serait-il allé autrement si la banque avait agi au titre d'un mandat de gestion. Mais ce serait alors sa responsabilité qui aurait été engagée, et non sa qualité d'actionnaire « apparent ». Plus sérieusement, la question posée par l'investisseur était intéressante. Elle souligne les difficultés de l'exercice des droits des actionnaires dans un monde de détention internationale des titres. Ce qui est vrai pour les titres inscrit en compte dans des systèmes dits « indirects » selon la terminologie d'Unidroit dans la Convention de Genève du 9 octobre 2009<sup>4</sup>, l'est tout autant dans ceux appelé « direct » auxquels il convient d'associer le régime des titres nominatifs en France. Le conflit entre la *lex societatis* et la *lex rei sitae* a été maintes fois souligné, notamment dans le cadre des travaux de la Conférence de droit privé de La Haye avec la Convention du 5 juillet 2006<sup>5</sup>. La Commission européenne s'est aussi inquiétée du sort du vote par les actionnaires non résidents des sociétés cotées<sup>6</sup>. Les réponses apportées jusqu'à présent ne sont pas toujours claires et simples. Et ce sont dans des situations comme celles de fraude ou de perte des titres que la question de la responsabilité des intermédiaires apparaît. Ainsi, l'article 28 de la Convention de Genève sur les titres précité renvoie pour l'essentiel au droit des États membres contractants pour déterminer le régime de responsabilité applicable aux dépositaires, même si la Convention interdit toute clause de limitation de responsabilité pour faute grave ou intentionnelle. Il ressort de ces travaux comme de l'étude de la doctrine internationale en la matière que dans une situation comme celle du cas d'espèce, aucun pays ne retient la responsabilité du dépositaire de titres en cas de fraude commise par un tiers, sauf négligence ou complicité bien entendue. La décision du Tribunal de commerce de Paris s'inscrit dans cette logique.

4. <http://www.unidroit.org/french/conventions/2009intermediatedsecurities/convention.pdf>.

5. [http://www.hcch.net/index\\_fr.php?act=conventions.text&cid=72](http://www.hcch.net/index_fr.php?act=conventions.text&cid=72).

6. Directive 2007/36/CE du Parlement et du Conseil du 11 juillet 2007 relative à l'exercice de certains droits par les actionnaires de sociétés cotées.

## ■ II. ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### Directive Marchés d'instruments financiers – Révision – Propositions de la Commission européenne.

Révision de la Directive Marchés d'instruments financiers MIF - Propositions de la Commission européenne au Parlement européen et au Conseil de refonte de la Directive 2004/39/CE d'une part, d'adoption d'un règlement concernant les marchés d'instruments financiers « MIR » d'autre part.

**C'est mi-octobre que la Commission européenne a publié ses propositions officielles de textes portant révision de la Directive MIF, sous la forme d'un règlement et d'une directive.**

La réforme législative envisagée par la Commission européenne se traduirait par le remplacement de l'actuelle Directive MIF par deux textes, une directive et un règlement, dont les propositions officielles ont été publiées le 20 septembre 2011. Ces propositions, qui font suite à une consultation lancée mi-décembre 2010<sup>7</sup>, vont maintenant servir de support aux travaux du Parlement européen et du Conseil au cours des prochains mois. Bien qu'amené à évoluer au cours des travaux, peut-être significativement compte tenu de certains débats en cours, le contenu de ces textes permet néanmoins de déjà discerner les futures orientations du cadre d'exercice qui sera posé au niveau européen.

Dans l'exposé des motifs qui précède ses propositions, la Commission européenne se livre à un bilan de l'application de la Directive MIF<sup>8</sup>. Elle constate que son entrée en vigueur s'est traduite par une augmentation de la concurrence entre infrastructures de négociation et un choix accru pour les investisseurs en matière de fournisseurs de prestations de services d'investissement, ces évolutions s'étant par ailleurs conjuguées à de nombreux progrès technologiques. Dans l'ensemble, elle considère également que les coûts de transaction ont diminué et que l'intégration européenne a progressé. Ce constat positif est toutefois relativisé. C'est ainsi que la Commission relève que les avantages de cette concurrence accrue n'ont pas toujours profité de la même manière à tous les acteurs, notamment en ce que la baisse des coûts n'a pas toujours été répercutée sur les investisseurs finaux, qu'ils soient investisseurs professionnels ou de détail. Elle constate également que la fragmentation du marché due à la concurrence a également rendu le contexte de négociation plus complexe, notamment en termes de collecte et de mise à disposition des données relatives aux transactions. Elle observe en outre que ces éléments d'analyse doivent être replacés dans le double contexte de la crise financière qui, d'une part, a mis à jour des faiblesses dans la réglemen-

tation relative aux instruments financiers autres que les actions et, d'autre part, des évolutions technologiques qui ont affecté les modalités d'intervention d'un certain nombre d'acteurs, notamment avec le développement du trading algorithmique, et particulièrement du trading dit de haute fréquence (HFT) qui aujourd'hui suscite beaucoup de discussions.

Les dispositions proposées s'insèrent par ailleurs dans un cadre juridique européen renforcé. En effet, conformément aux recommandations du Groupe Larosière et aux conclusions du conseil ECOFIN<sup>9</sup>, l'Union européenne s'est engagée à réduire au minimum les pouvoirs discrétionnaires reconnus aux États membres au travers des différentes directives sur les services financiers. Il s'agit en effet de contribuer à l'élaboration d'un cadre réglementaire uniforme pour les marchés financiers de l'Union pour notamment améliorer la surveillance et le contrôle des acteurs des marchés tout en réduisant les coûts. Les deux textes proposés s'inscrivent ainsi dans cette perspective dont l'une des finalités est aussi de renforcer la compétitivité du secteur financier européen.

Le projet de règlement établit dans ce cadre de nouvelles exigences relatives à la transparence des informations et données de marchés. Il renforce l'obligation de négociation des instruments dérivés sur des plates formes organisées et prévoit des mesures spécifiques de surveillance concernant les instruments financiers et les positions sur dérivés. Le projet de directive, qui quant à lui amende la quasi-totalité des dispositions de la MIF, se concentre essentiellement sur les **codifications de fourniture** des services d'investissement, le champ d'application des exemptions prévues par l'actuelle directive, les règles d'organisation et de conduite applicables aux plates-formes de négociation, les pouvoirs dont disposent les autorités compétentes.

Parmi les très nombreux points traités, l'on retiendra au titre de cette première et rapide analyse, les principales propositions suivantes sur lesquelles nous reviendrons au cours des prochaines livraisons de cette Chronique.

#### 1. Création d'une nouvelle famille de marchés : les systèmes organisés de négociation (*Organised Trading Facilities – OTF*)

La création projetée d'une nouvelle famille de marché, aux côtés des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation, mais aussi des internalisateurs systématiques, procède d'un constat énoncé au considérant 4 du projet. La crise financière a révélé des faiblesses en termes de fonctionnement et de transparence des marchés financiers, qui a mis en lumière la nécessité de renforcer le cadre prévu pour la réglementation des marchés d'instruments financiers afin d'accroître la transparence, de mieux protéger les investisseurs, d'affermir la confiance, et de réduire les domaines non réglementés. C'est dans l'optique de réduction de ces domaines non

7. Voir notamment sur ce point, European Commission's consultation on MiFID Review - Contribution de l'AMAFI à la réflexion européenne (AMAFI/11-05).

8. Parmi les diverses études publiées faisant un bilan de l'application de la Directive MIF, l'on se référera au Rapport remis en février 2010 par M. Fleuriot au Ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la Directive sur les marchés d'instruments.

9. Rapport du groupe de travail sur la surveillance financière dans l'Union européenne présidé par M. de Larosière rendu en février 2009 et les conclusions du Conseil sur le renforcement de la surveillance financière dans l'Union européenne (10862/09) de juin 2009.

réglementés, ou plus exactement non encadrés, que se situe l'instauration des OTF

Alors que les marchés réglementés et les MTF se caractérisent par l'existence de règles de fonctionnement non discrétionnaires, les OTF se voient quant à eux, reconnaître la possibilité de se doter de règles discrétionnaires leur permettant de définir et de restreindre l'accès à leurs services en se fondant notamment sur le rôle et les obligations des personnes qui les opèrent par rapport à leurs clients<sup>10</sup>. Au regard de cette possibilité, ces personnes ne peuvent toutefois pas engager les capitaux propres de leur entreprise pour exécuter les ordres reçus de leurs clients<sup>11</sup>. Les OTF demeurent par ailleurs soumis aux règles de protection des investisseurs au même titre que les autres marchés. C'est ainsi que les États membres doivent particulièrement veiller à ce qu'ils respectent les articles 24 (principes généraux et information du client), 25 (évaluation du caractère opportun et approprié et information du client), 27 (obligation d'exécuter les ordres aux conditions les plus favorables pour le client) et 28 (règles de traitement des ordres des clients). Telle que définie aujourd'hui, la notion d'OTF englobe les *brokers crossing systems*<sup>12</sup> et les plateformes multi *dealers* pour la négociation des dérivés. En tout état de cause, cette nouvelle catégorie de marchés est conçue de manière large afin de pouvoir appréhender toutes les formes organisées, existantes ou à venir, d'exécution et de négociation ne correspondant pas aux fonctionnalités ou aux spécifications des plateformes actuelles. D'ailleurs, elle comprend également les systèmes aptes à négocier certains instruments dérivés admissibles à la compensation et suffisamment liquides. Par contre, la catégorie des OTF n'englobe pas les systèmes ou il n'y a pas de véritable exécution ou organisation des transactions, tels que les systèmes d'affichage électronique utilisés pour assurer la publicité des intérêts acheteurs et vendeurs.

En l'état, cette création des OTF suscite des interrogations. Si l'on comprend bien les motivations du législateur européen, l'on demeure circonspect sur les conséquences de la création de ces marchés d'un « troisième type ». Quelles seront leurs interactions avec les marchés actuels ? Comment pourront-ils cohabiter ? Les SMN ne vont-ils pas se diluer au profit des OTF ? Si ces marchés doivent bien obéir aux règles de transparence à l'instar des autres marchés, le pourront-ils cependant réellement compte tenu du caractère discrétionnaire de leurs règles. En fait, ils risquent de déséquilibrer, à leur profit, les équilibres actuels existant entre marchés réglementés et SMN dès lors que, comme ces derniers, ils bénéficieront de la qualification de « *trading venue* ». Tout dépendra en dernier ressort de leur capacité à capter des opérations qui échappent actuellement aux SMN et aux marchés réglementés. Si c'est bien le cas, alors ils auront répondu aux attentes du législateur européen.

## 2. La réglementation des dérivés OTC et la compensation

Ces dispositions se trouvent pour l'essentiel dans le projet de règlement<sup>13</sup>. Conformément aux décisions du G20, l'enjeu est de diriger vers des marchés réglementés ou, le cas échéant, des plateformes de négociation électroniques les opérations sur dérivés normalisés. Ainsi ces opérations seraient plus transparentes, ce qui permettrait d'en améliorer la surveillance. En effet, pour que les négociations de gré à gré ne compromettent pas le processus de découverte des prix ou l'égalité et la transparence des conditions de concurrence entre systèmes de négociation, il convient d'imposer des obligations de transparence pré-négociation adaptées aux prestataires de services d'investissement qui négocient pour leur propre compte des instruments financiers de gré à gré<sup>14</sup>. Pour assurer les conditions d'une concurrence efficiente, les plateformes de négociation de ces instruments financiers dérivés doivent pouvoir accéder à des chambres de compensation dans des conditions transparentes et non discriminatoires. Cet accès non discriminatoire devrait assurer à ces plateformes pour les contrats négociés en leur sein, un traitement homogène en termes de dépôts de garantie et d'appels de marge, y compris tarifaires, s'agissant de contrats économiquement équivalents ou de contrats corrélés compensés par la même contrepartie centrale<sup>15</sup>. S'agissant des instruments financiers autres que les actions ou instruments assimilés, les articles 7 à 10 du projet de règlement définissent précisément les obligations de transparence pré-négociation imposée aux plateformes de négociation. Ainsi, seront rendus publics les prix, et l'importance des intentions de négociation exprimées à ces prix, pour les ordres ou cotations affichées dans leurs systèmes et portant sur des obligations ou produits financiers structurés admis à la négociation sur un marché réglementé ou ayant donné lieu à la publication d'un prospectus, sur des quotas d'émission ou sur des instruments dérivés admis à la négociation ou négociés sur un SMN ou un OTF. Cette obligation s'applique également aux indications d'intérêt exécutables. Il est prévu que les marchés réglementés et les personnes exploitant un SMN ou un OTF mettent ces informations à la disposition du public en continu, pendant les heures de négociation normales. Des obligations de transparence post-négociation, symétriques aux obligations pré-négociation, sont également définies<sup>16</sup>. Enfin, un dispositif parallèle de transparence de leurs interventions est édicté pour les prestataires de services d'investissement négociant des instruments de gré à gré, y compris les internalisateurs systématiques<sup>17</sup>.

## 3. La surveillance des marchés

Les dispositions actuelles sont renforcées afin de permettre aux régulateurs de recevoir les données pertinentes et

10. Considérant 12 du projet de Directive.

11. Art. 20 du projet de Directive.

12. Autrement dit, les systèmes électroniques d'appariement en interne des ordres exploités par une entreprise d'investissement qui exécute les ordres de ses clients en les croisant avec ceux d'autres clients.

13. Art. 24 à 27 du projet de règlement.

14. Considérant 15 du projet de règlement.

15. Considérant 23 du projet de règlement.

16. Art. 9 du projet de règlement.

17. Art. 13 et suivants du projet de règlement.

exhaustives qui leur permettront de réaliser leurs missions. Concrètement, le champ des obligations de déclarations est étendu et s'aligne sur le champ de la réglementation Abus de marché. L'on ne peut qu'approuver cette mesure en regrettant toutefois que l'accès direct aux différents carnets d'ordres des différents marchés par l'intermédiaire notamment d'un système centralisé, coordonné par l'ESMA par exemple, ne soit pas envisagé.

#### 4. Le trading algorithmique

Le trading algorithmique<sup>18</sup> fait l'objet de dispositions générales qui tentent de l'encadrer à travers un renforcement des règles d'organisation applicables aux prestataires de services d'investissement en matière de contrôles des risques spécifiques à cette forme de trading, notamment en ce qui concerne le trading haute fréquence et à l'accès direct aux marchés qu'implique dans la plupart des cas cette activité. Ces dispositions qui seront sans doute ardemment discutées, apparaissent toutefois bien timides au regard des enjeux. Nous reviendrons dans une prochaine livraison de cette Chronique sur cette question cruciale.

#### 5. La commercialisation des produits financiers et le renforcement des règles de bonne conduite

Le renforcement proposé en la matière est notable, alors que, et il faut le noter, la crise n'a pas mis en évidence de dysfonctionnements de ce point de vue et que des modifications significatives des systèmes et procédures mis en œuvre par les établissements ont dû être réalisées. Parmi les diverses mesures proposées qui complètent les règles actuelles, l'on notera :

##### 5.1. Contreparties éligibles

Une protection accrue des contreparties éligibles est prévue puisque celles-ci bénéficieront du régime d'information et de reporting dû aux clients professionnels. De façon pour le moins discutable au regard de ce qui sous-tend ce statut, les PSI devront donc agir envers elles de manière honnête, loyale et professionnelle et communiquer avec elles de façon claire, exacte et non trompeuse.

Par ailleurs, et pour mettre fin aux discussions qui ont lieu dans différents États de l'Union européenne suite à plusieurs contentieux en cours de développement, il est proposé de classer les collectivités locales comme clients non professionnels pour les faire bénéficier de la protection maximale.

##### 5.2. Conseil indépendant et inducements

Lorsque des conseils en investissement sont fournis, le PSI doit indiquer s'ils le sont de manière indépendante et s'ils reposent sur une analyse large ou plus restreinte du marché. Les informations délivrées à cette occasion doivent en outre indiquer si le prestataire fournira une évaluation continue du caractère approprié des instruments financiers recommandés. Par ailleurs, un prestataire ne

peut revendiquer l'appellation d'« indépendant<sup>19</sup> » que s'il évalue un nombre suffisamment important d'instruments financiers disponibles sur le marché : ces instruments doivent être diversifiés quant à leur type et à leurs émetteurs ou à leurs fournisseurs et ne doivent pas se limiter aux instruments financiers émis ou fournis par des entités ayant des liens étroits avec le prestataire. Mais ce dernier doit également renoncer à percevoir des droits, commissions ou autres avantages pécuniaires en rapport avec la fourniture du service aux clients, s'ils sont versés ou fournis par un tiers ou par une personne agissant pour le compte d'un tiers. Dès lors, les plateformes dites d'architecture ouverte développées par certains réseaux, qui donnent accès à une gamme étendue de produits émanant de plusieurs producteurs, y compris non liés au même réseau, ne sont pas directement concernées par ce dispositif si ces plateformes ne se déclarent pas indépendantes. Leur modèle économique assis sur des rémunérations indirectes pourra prospérer à condition bien évidemment de satisfaire aux diverses contraintes notamment de transparence liée à ce type de rémunération. Ces rémunérations indirectes seront toutefois interdites pour l'activité de gestion de portefeuille.

##### 5.3. Nature du conseil en investissement et modalités de délivrance

Le projet de Directive prévoit que le client doit recevoir de l'entreprise d'investissement des rapports adéquats sur le service qui lui est fourni<sup>20</sup>. Ce principe, déjà inscrit dans le texte actuel de la MIF, est complété puisque le projet précise que ces rapports incluent des communications périodiques aux clients, en fonction du type et de la complexité des instruments financiers concernés ainsi que de la nature des services concernés. Il est ensuite ajouté au dispositif actuel une disposition qui souligne la nécessité pour le prestataire, lorsqu'il fournit des conseils en investissement de préciser de quelle manière les conseils prodigués répondent aux caractéristiques personnelles du client.

Ce sont donc de nouvelles obligations dont les contours devront être précisés qui vont peser sur les intermédiaires, celle de communiquer périodiquement avec leurs clients, communication dont les termes seront déclinés selon la nature du service rendu et la nature de l'instrument financier commercialisé et également celle de justifier la nature du conseil délivré lorsqu'il s'agit du service de conseil en investissement.

##### 5.4. Exécution simple

Le champ d'application du service d'*execution only* ou exécution simple est réduit puisque cantonné aux seuls instruments financiers non complexes dont la définition est par ailleurs revue.

18. Art. 17 du projet de Directive.

19. Art. 24 du projet de Directive.

20. Art. 25 du projet de Directive.

### 5.5. Extension du champ des produits financiers visés par la MIF

La Commission européenne constate que les dépôts structurés ont fait leur apparition en tant que produit d'investissement sans être couverts par aucune législation protectrice des intérêts des épargnants et ce contrairement aux autres investissements structurés. C'est pourquoi elle propose de les inclure dans le champ d'application du dispositif révisé. Elle précise toutefois que les dépôts structurés sont un produit d'investissement et qu'ils n'incluent pas, en conséquence, les dépôts uniquement liés aux taux d'intérêt<sup>21</sup>. S'agissant de ce point, l'on peut regretter l'insertion de ces dispositions au sein de la MIF alors qu'il semblait opportun de traiter de ces relations transversales à plusieurs catégories de produits d'épargne au sein du projet de Directive « PRIIPs » actuellement en sommeil semble-t-il.

### 5.6. Marché de croissance des PME

Afin de favoriser l'accès des PME aux marchés financiers, le projet de Directive prévoit que les SMN pourront adresser à l'autorité compétente de leur État d'origine une demande d'enregistrement en tant que marché de croissance des PME. Les règles de ces SMN dédiés seront déclinées et adaptées en fonction de la nature particulière des sociétés qui accéderont à la cotation sur ces marchés<sup>22</sup>.

Au-delà de ces points énoncés rapidement, le projet concerne également d'autres dispositions dont celles relatives au régime des pays tiers qui méritent une analyse approfondie ultérieure. Au final, l'on constate que cette proposition de réforme est somme toute assez limitée. Elle s'inscrit dans la continuité des principes énoncés par la Directive MIF actuelle dont elle s'attache à en corriger les effets en l'adaptant aux nouvelles contraintes issues de la crise financière et des avancées technologiques. Elle répond également aux exigences du G20 sur la régulation des marchés de dérivés. Pour se forger une opinion précise sur le contenu de cette réforme, et outre les discussions qui entoureront ce projet et leur concrétisation dans l'écriture du texte définitif, il conviendra en tout état de cause d'attendre les textes d'application qu'élaborera l'ESMA, les *Binding Technical Standart – BTS*, qui comportent des enjeux majeurs en termes d'harmonisation du champ concurrentiel entre prestataires de services d'investissement, quel que soit leur État d'origine. S'agissant de la création des OTF, la mesure la plus structurante de ce projet, il sera intéressant d'observer leurs évolutions et l'éventuelle concurrence qu'ils feront aux actuelles plates formes. Sauront-ils réellement capter les ordres qui échappent actuellement aux plateformes ou seront-ils simplement considérés comme des marchés concurrents aux actuelles structures ? C'est la réponse à cette question qui permettra de savoir si cette réforme a atteint les objectifs généraux visés, l'encadrement et la connaissance d'opérations actuellement opaques. ■

21. Considérant 26 du projet de Directive.

22. Art. 35 projet de Directive.

### ACP – Procédure disciplinaire – Rapporteur – Droit transitoire.

Décret n° 2011-769 du 28 juin 2011 relatif à certaines compétences de l'Autorité de contrôle prudentiel : JORF n° 0150 du 30 juin 2011, p. 11111, texte n° 36.

**Lorsque la Commission des sanctions est saisie, elle désigne un rapporteur parmi ses membres, qui est chargé d'instruire l'affaire pour la mettre en état d'être jugée et de faire un rapport à l'audience. Mais le système du rapporteur ne s'applique qu'aux procédures ouvertes à compter du 22 janvier 2011.**

L'ordonnance du 21 janvier 2010 a créé l'Autorité de contrôle prudentiel par fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, c'est-à-dire de l'ex-Commission bancaire et de l'ex-Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles. Elle lui a confié un pouvoir disciplinaire et a créé, à cet effet, une commission des sanctions distincte des autres organes (collège et secrétariat général) et indépendante par son organisation, sa composition et son fonctionnement. Elle a transposé le modèle architectural de l'AMF, en particulier pour se conformer aux exigences de l'art. 6.1 de la Convention européenne des droits de l'homme, qui impose, pour que la procédure soit réputée équitable et impartiale, une séparation, non seulement des fonctions de régulation et de sanction, mais également de poursuite, d'instruction et de jugement. Le texte fondamental est l'art. L. 612-38 du Code monétaire et financier.

Un décret du 3 mars 2010 est venu préciser la procédure disciplinaire aux articles R. 612-35 et s. du Code monétaire et financier. Dans sa version initiale, ce dernier prévoyait (art. R. 612-37) que, dès l'enregistrement de la notification des griefs, le président de la commission des sanctions désignait « au sein de son secrétariat un agent chargé de la mise en état du dossier et de sa présentation devant la commission, lors de l'audience ». La première version du règlement intérieur de la commission, du 24 juin 2010, précisait que « à l'audience, l'agent chargé de la mise en état présente un rappel oral et succinct du grief notifié à la personne mise en cause, et des défenses et répliques auxquelles cette notification a donné lieu » (art. 10), mais ne disait rien de sa mission de mise en état proprement dite. Cependant, cette mission ne pouvait être que de mise en état matérielle et administrative du dossier, non d'instruction car, n'étant pas membre de la commission, il ne pouvait pas exercer de prérogatives juridictionnelles. La différence avec le rapporteur de l'AMF était donc très nette, ce dernier, parce qu'il est membre de la commission des sanctions, étant chargé d'instruire l'affaire, en particulier en auditionnant diverses personnes, selon ce qu'il juge utile.

Mais l'article L. 612-38 du Code monétaire et financier issu de l'ordonnance du 21 janvier 2010 a été modifié par la loi de régulation bancaire et financière du 22 octobre 2010. Le premier alinéa a été complété pour ajouter que la commission des sanctions désigne un rapporteur parmi ses membres dès qu'elle reçoit notification des griefs, et le sixième alinéa l'a été également pour préciser que le rapporteur est exclu du délibéré,

comme il se doit. L'art. 15.III.1 de la loi a décidé que ces modifications entreraient en vigueur trois mois après sa promulgation, soit le 22 janvier 2011.

On pouvait penser qu'un décret d'application serait nécessaire, mais celui-ci n'est pas intervenu à temps – il ne sera pris que le 28 juin 2011. C'est sans doute la raison pour laquelle la commission des sanctions de l'ACP, après avoir espéré sa parution, a considéré qu'elle ne pouvait pas attendre plus longtemps et décidé de modifier son règlement intérieur le 17 mars 2011 pour créer la fonction de rapporteur (art. 1er). Celui-ci, à la différence du chargé de la mise en état, hérite de véritables prérogatives d'instruction ; il peut, par lui-même, ou par l'intermédiaire d'un adjoint, demander tout document ou renseignement aux parties ou au secrétariat général de l'ACP et procéder à des auditions (art. 2). Il établit un rapport, dans lequel il indique les diligences qu'il a accomplies, résume les faits et l'argumentation des parties et présente son appréciation sur les griefs notifiés ainsi que sur la nature et le niveau des sanctions qu'il estime approprié (art. 3). Enfin, à l'audience, il rappelle oralement les conclusions de son rapport (art. 12.b).

Pour être en conformité avec la loi du 22 octobre 2010, qui fixe au 22 janvier 2011 l'entrée en vigueur du système du rapporteur, le nouveau règlement intérieur de l'ACP a dû statuer sur sa mise en œuvre dans le temps. Il est réputé applicable aux procédures ayant donné lieu à saisine de la commission à compter du 22 janvier 2011, ce qui est un peu curieux dans la mesure où il date du 17 mars 2011. Dès lors, les saisines antérieures demeurent soumises au système du chargé de la mise en état, alors que les procédures postérieures se voient appliquer le système de rapporteur.

C'est un décret du 28 juin 2011 qui est enfin venu modifier la procédure disciplinaire dans le Code monétaire et financier pour donner une assise au règlement intérieur de la commission et prévoir la désignation d'un rapporteur pour chaque affaire devant la commission des sanctions. Le nouvel art. R. 612-38 du Code monétaire et financier dispose que celui-ci est choisi parmi les membres de la commission, ou parmi leurs suppléants, par le président, que ce dernier en informe la personne poursuivie et le représentant du collège, que le rapporteur est exclu du délibéré, qu'il peut accomplir toute diligence utile et, en particulier, entendre toute personne dont l'audition lui paraît nécessaire, qu'il communique les pièces du dossier aux parties, qu'il peut demander au collège de compléter les griefs ou de les notifier à une ou plusieurs autres personnes, enfin qu'il transmet son rapport écrit à la personne mise en cause et le représentant du collège. Le nouvel article 612-48 prévoit que, lors de la séance orale, le rapporteur présente son rapport, mais que la commission statue en la seule présence de ses membres, donc à l'exclusion du rapporteur. L'alignement sur la procédure disciplinaire de l'AMF est par conséquent encore plus complet qu'auparavant, même s'il n'y a pas identité absolue entre les deux.

Ces modifications suggèrent deux questions. La première est relative au rôle du chargé de la mise en

état dans les procédures notifiées antérieurement au 22 janvier 2011. Il a reçu une double mission, la mise en état du dossier et sa présentation à l'audience (ancien art. R. 612-37). Le premier règlement intérieur de la Commission des sanctions, du 24 juin 2010, a précisé son rôle lors de l'audience : « l'agent chargé de la mise en état présente un rappel oral et succinct des griefs notifiés à la personne mise en cause, et des défenses et répliques auxquelles cette notification a donné lieu » (art. 10) ; en revanche, il ne précise rien quant à son rôle de mise en état proprement dit et il faut certainement en déduire que sa mission est purement matérielle et qu'il ne peut en aucun cas accomplir l'équivalent d'un acte d'instruction, qu'il s'agisse de poser des questions aux parties, de leur demander des pièces, ou, à plus forte raison, de les entendre ou d'entendre d'autres personnes. Le rôle du chargé de la mise en état est purement administratif dans la phase préparatoire à l'audience.

Cependant, il ne l'est pas à l'audience, puisqu'il est chargé de présenter un rapport oral sur les griefs, sur les défenses de la personne poursuivie et sur les répliques du représentant du collège et de la personne poursuivie. Cette mission fait naître une difficulté car elle le conduit à s'immiscer dans la fonction juridictionnelle. Or, n'étant pas membre de la commission des sanctions, il ne bénéficie pas des mêmes conditions d'indépendance et ne peut d'ailleurs pas être récusé. On peut donc se demander si ce rôle est complètement compatible avec le caractère équitable de la procédure et le principe d'impartialité imposés par la Convention européenne des droits de l'homme telle qu'interprétée par la Cour européenne des droits de l'homme et les hautes juridictions françaises. Peut-être le Conseil d'État aura-t-il à se pencher sur cet aspect.

La seconde question n'est pas moins importante. Quelle est la situation des procédures entamées depuis le 22 janvier 2011, donc avec la présence d'un rapporteur, mais antérieurement au décret du 28 juin 2011 ? La nomination du rapporteur peut-elle s'appuyer suffisamment sur l'art. L. 612-38 du Code monétaire et financier dans sa version issue de la loi du 22 octobre 2010 ? Rien n'est moins certain car celle-ci est très générale et ne précise ni les conditions de nomination du rapporteur, ni sa mission, ni ses prérogatives, ce pour quoi il a fallu l'intervention du décret du 28 juin 2011. Peut-être le Conseil d'État aura-t-il aussi à se pencher sur cet autre aspect. ■