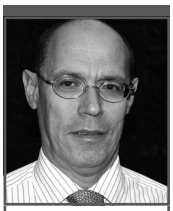
Chronique
Droit financier et boursier

HUBERT DE VAUPLANE
Associé, Kramer Levin Naftalis & Frankel

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



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

Actualités jurisprudentielles

SGP – Gestion au bénéfice exclusif des porteurs – Obligation de délivrance d'une information exacte, claire et non trompeuse aux investisseurs.

AMF, Commission des sanctions, 20 mars 2013, 123 Venture.

L'analyse du grief relatif au manque de moyens humains financiers et techniques doit être effectuée au fond pour chaque reproche énoncé.
La preuve de la violation d'une gestion dans l'intérêt exclusif des porteurs de FIP n'est pas rapportée.

Les activités de gestion de FCPR et de FIP font l'objet d'une attention de plus en plus soutenue par l'AMF. En l'espèce, il était reproché à une société de gestion l'absence de gestion au bénéfice exclusif des porteurs, le non-respect de l'obligation de délivrance d'une information exacte, claire et non trompeuse aux investisseurs, et de l'obligation de gérer les conflits d'intérêt.

Pour sa défense, la société avance un argument de procédure intéressant en ce qu'il souligne une différence d'approche entre les services de l'AMF et la Commission des sanctions. La SGP tire argument de ce que la notification de griefs indique « *sans autre précision* » qu'elle aurait méconnu l'article 313-54 du RG AMF lequel est relatif aux exigences opérationnelles des SGP qui doivent disposer « *en permanence de moyens financiers, humains, et matériels* » adaptés et suffisants ainsi que d'une organisation et de mécanisme de contrôle interne approprié. Toute la question est de savoir si le non-respect de ces prescriptions générales sans précisions supplémentaires peut constituer un grief en lui-même. Deux approches sont possibles : selon la SGP le grief ne peut être constaté que s'il est accompagné de reproches précis, ce qui conduit à répondre aux seuls reproches factuels énoncés par la notification, sur la base desquels le grief a été caractérisé. Selon l'AMF, au contraire il faudrait analyser, d'une manière générale, les moyens humains et informatiques de la SGP en s'appuyant au besoin sur les reproches factuels du rapport de la mission de contrôle sur place, mais pas seulement. La question est d'autant plus importante que ce grief, régulièrement évoqué dans les missions de contrôle tant de l'AMF que de l'ACP, est d'un maniement délicat. Que sont des « *moyens adaptés et suffisants* » ? Bien sûr, il faut tenir compte de la taille et de chaque société, mais au-delà, existe-t-il un référentiel commun et unique permettant à toute SGP (ou tout établissement de crédit pour les contrôles ACP) de vérifier comment la société se situe par rapport à la concurrence ? En l'absence d'un tel référentiel public, car tant l'ACP que l'AMF disposent pour leur part de « *grille de lecture* » de ce que doivent constituer des moyens humains, financiers et techniques, la preuve pour la personne mise en cause de la bonne adéquation de ses moyens est quasi impossible à rapporter. D'une part, du fait de cette absence de référentiel commun, et d'autre part du fait que la discussion ne pouvant être que factuels, il est difficile pour ne pas dire impossible à une personne mise en cause de revenir devant la Commission des sanctions sur un constat réalisé par une mission de contrôle à la suite de plusieurs semaines d'audit effectué par plusieurs personnes. La Commission des sanctions pas plus que le rapporteur ne disposent des moyens « *adaptés et suffisants* » pour réaliser une étude approfondie sur les faits rapportés par la mission de contrôle. En pratique, le rapporteur est seul, aidé par une personne des services juridiques de la Commission des sanctions, et ne travaille que sur pièces, le cas échéant en procédant à des auditions. Il ne lui est pas possible de reprendre à décharge le travail de la mission de contrôle sur place. Il revient donc à la personne mise en cause d'essayer d'apporter les éléments qui vont permettre de semer le doute dans l'esprit du rapporteur sur la pertinence du constat effectué par la mission de contrôle. C'est ici que la précision apportée par la Commission de sanctions prend tout son intérêt. En réponse à l'argument de procédure avancé par la SGP, la Commission estime « *que la question de savoir si le manquement est caractérisé relève d'un examen du grief au fond* ». Autrement dit, cela consiste à reprendre chacun des reproches soulignés par la notification de grief et de vérifier si, au cas par cas et non dans leur ensemble, le grief est bien caractérisé.

Venons-en au fond. Les griefs reprochés à la SGP touchaient au fonctionnement même de la société dans ses

investissements et la réponse apportée par la Commission des sanctions peut à cet égard valoir au-delà du cas d'espèce. Les investissements de la SGP avaient trait au secteur éolien. Or, avant qu'une centrale éolienne puisse être exploitée et procurer des revenus, il s'écoule une période de plusieurs années consacrée à la prospection des sites puis la construction du parc éolien. Afin de réduire la durée d'ensemble nécessaire pour que les investissements des FIP parviennent à maturité, la SGP a décidé de participer à des réservations de turbines à la fois anticipées et globales ainsi qu'au financement global de ces réservations, sans que puissent être distingués à ce stade les projets auxquels seraient affectées les turbines, une fois celles-ci livrées. Ce caractère global est reproché par la notification de griefs en ce qu'il conduit à des opérations qui n'auraient pas été menées dans l'intérêt exclusif des porteurs. Fort heureusement, la Commission des sanctions ne suit pas, sur ce point, le collège. Au-delà de l'analyse factuelle ayant conduit à écarter le grief, on se félicitera de ce que la Commission des sanctions de l'AMF n'ait pas adopté une position trop littérale et restrictive de ce que constitue l'intérêt exclusif des porteurs.

Au final, la SGP est condamnée à une sanction pécuniaire de 100 000 euros.

Entreprise d'investissement – Dispositif de conformité non efficace – Défaillances et anomalies dans la prévention des conflits d'intérêts.

AMF, Commission des sanctions, 13 mars 2013, SG Securities.

L'application du principe de spécialité administrative, s'il ne fait pas obstacle à la possibilité pour l'AMF de déléguer le contrôle à l'ACP interdit à l'AMF de sanctionner les PSI sur le fondement de la réglementation bancaire, et notamment du règlement CRBF n° 97-02.
L'appartenance à un groupe financier d'une taille importante peut conduire les filiales à déléguer à leur société mère, par souci d'efficacité, d'organisation interne et de cohérence, la fonction de conformité et, par voie de conséquence, l'établissement de règles et procédures y afférentes à condition toutefois que cette délégation ne conduise le PSI – tenu à titre principal d'assurer le respect des dispositions qui lui sont applicables – ni à se désintéresser de la fonction de conformité, ni à admettre une inadéquation, par rapport à la spécificité des services qu'il fournit, des règles ainsi établies, ni à manquer des moyens et ressources nécessaires à l'efficacité du dispositif.
Si le non-respect des dispositions relatives à l'organisation de la fonction de conformité peut révéler un dysfonctionnement des organes de la société, il ne saurait constituer un manquement des dirigeants, personnes physiques, qu'à une obligation personnelle.

Le fonctionnement des fonctions de contrôle au sein des SGP est de plus en plus l'occasion d'une notification de grief. Comme dans le cas précédent, c'est une question de moyens mais aussi d'organisation. En l'espèce, comme on le verra, la SGP avait délégué à sa maison mère l'exercice de la fonction de conformité. Mais ici aussi, des éléments de procédures intéressants ont été invoqués qu'il convient de reprendre.

Le premier argument de procédure retient particulièrement l'attention en ce qu'il part du constat qu'en déléguant à l'ACP la mission de contrôle sur place l'AMF aurait violé le principe de spécialité administrative. Certes, ce n'est pas la délégation à l'ACP elle-même qui constituerait une telle violation. Mais le fait que certaines pièces annexes du rapport de contrôle sur place viseraient des dispositions du règlement 97-02 et non du RG AMF. Le cas n'est pas nouveau, et touts ceux qui ont eu à connaître de contrôles effectués par l'ACP pour le compte de l'AMF ont déjà remarqué la tendance des missions de contrôle de celle-ci à travailler en fonction du règlement 97-02. Déformation professionnelle naturelle. Mais qui donne lieu à un débat intéressant sur le principe de spécialité administrative. Ce principe est destiné à assurer le respect de la répartition des attributions de compétence de chaque institution administrative, chacune devant s'en tenir à l'exercice des missions qui lui ont été attribuées. Or, en matière bancaire et financière, les chevauchements entre l'ACP et l'AMF sont possibles. C'est pourquoi ces deux institutions ont mis en place des mécanismes de coopération prenant en compte l'« imbrication croissante » des différents produits d'épargne et de leurs distributeurs. Selon la Commission des sanctions, « *cette coopération se traduit par des échanges d'information et par des délégations dans l'exercice de leurs activités de contrôles respectives* ». Le respect des dispositions relatives au contrôle interne et à la conformité est placé sous la surveillance de cette dernière en ce qui concerne les SGP et de l'ACP dès lors que le contrôle ne porte pas sur les services d'investissement. Lorsque l'ACP agit sur délégation de l'AMF pour le contrôle du respect des obligations professionnelles relatives au dispositif de conformité, ce contrôle doit être effectué, selon la formulation de la mise en cause reprise par la Commission des sanctions, « *dans la définition des missions respectivement confiées à ces deux autorités* » afin de pouvoir « *rechercher les domaines de compétences propres que le pouvoir de sanction ne saurait pénétrer* ». La Commission des sanctions écarte cependant le grief au motif « *qu'il importe peu que [l]e rapport vise, en annexe des textes, au contenu très proches de ceux du règlement général de l'AMF, issus du règlement CRBF n° 97-02, dès lors que ces textes ne viennent au soutien ni des constatations faites n des griefs notifiés* ». Elle écarte ce grief après avoir rappelé que « *l'application du principe de spécialité administrative [...] s'il ne fait pas obstacle à un tel recours, interdit à l'AMF de sanctionner les PSI sur le fondement de la réglementation bancaire, et notamment du règlement CRBF n° 97-02* ». Au-delà de ce reproche, c'est bien la question de la méthode de travail de l'AMF en comparaison avec l'ACP qui est ici au cœur du débat. Les équipes de contrôle de l'ACP et de l'AMF ne travaillent pas de la même manière mais surtout disposent d'expériences différentes. Ainsi, lorsqu'une mission ACP effectue des contrôles sur des activités relevant de l'AMF sur délégation de celle-ci, les praticiens constatent parfois une moins grande connaissance des activités par ces contrôleurs que par ceux de l'AMF. Mais surtout, le tropisme des deux autorités n'est pas exactement le même, l'une ayant une attention plus soutenue sur les questions de fonds propres et lutte contre le blanchiment et l'autre sur les questions de protection des épargnants.

Un second argument de procédure retient l'attention, même si celui-ci a plus valeur historique qu'autre chose : l'entreprise d'investissement mise en cause estimait qu'il y avait en l'espèce détournement de procédure du fait que, à l'époque du contrôle, la Commission bancaire ne respectait pas les prescriptions de la CEDH en matière de droits de la défense et que dès lors seule l'AMF était, pendant la période considérée, en état de pouvoir effectuer un contrôle en conformité avec les garanties du droit au près équitable. La Commission des sanctions écarte ce grief en ce que « *la confusion qui existait alors entre l'autorité de poursuite et l'autorité de jugement [au sein de la Commission bancaire] n'[a] eu aucune incidence sur la validité de la procédure de contrôle, située en amont* ». Et pour enfoncer le clou, la Commission indique « *qu'en lui-même, le recours sur délégation de l'AMF à la Commission bancaire pour effectuer un contrôle ne saurait constituer un détournement de procédure* ». La question était toutefois intéressante si on la rattache au moyen précédent sur le principe de spécialité : dans quelle mesure est-ce bien l'AMF qui est compétente pour effectuer des contrôles relatifs à l'organisation du contrôle interne et de la conformité d'une entreprise d'investissement ? Car sur cette question, il y a bien chevauchement de compétences entre l'AMF, en charge de l'application des règles de bonne conduite, et l'ACP, en charge du contrôle des activités de services d'investissement exercées par des PSI autres que des SGP, à savoir des établissements de crédit et des entreprises d'investissement. Au point de se demander si l'histoire n'est pas différente de celle relatée dans la décision : ce ne serait pas l'AMF qui aurait délégué à l'ACP mais l'ACP (la Commission bancaire) qui, compte tenu des risques d'annulation de sa procédure, aurait demandé à l'AMF d'effectuer une mission de contrôle qu'elle aurait ensuite délégué à l'ACP. Politique-fiction, sans doute, mais qui permet de mieux comprendre ce second argument en le rattachant au premier. Le point de droit méritait d'être relevé et il est dommage que la décision ne fasse pas l'objet d'un appel. L'argument sera sans doute repris dans d'autres circonstances.

Quant au fond, la Commission estime caractérisé le grief tenant à l'insuffisance des moyens et des ressources du dispositif de conformité. En l'espèce, la particularité tient au fait que cette entreprise d'investissement avait délégué à sa maison mère la responsabilité de la fonction de conformité (ce qui n'est pas en soi un problème) et qu'aucune convention n'était établie entre celle-ci et celle-là afin de répartir les fonctions et préciser les tâches. Seules des directives internes au groupe servaient de support à l'organisation de la conformité au sein de la filiale.

Lors de l'examen de ce grief, la Commission répond à un argument de la mise en cause sur la présentation du grief : celui-ci doit-il être apprécié dans sa globalité et/ou en fonction de reproches actuels appuyant ce grief ? Selon la Commission, ces éléments factuels, « *s'ils ne sauraient constituer en eux-mêmes des manquements autonomes, justifient un examen ; qu'il s'agit [...] d'autant d'indices de défaillances incriminés, dont la réunion est susceptible, en donnant corps à l'accusation, d'apporter la démonstration du bien-fondé du grief ; qu'ils seront examinés dans cette perspective* ». C'est une fois de plus la question de l'analyse des moyens humains et techniques qui est ici en cause.

Si les manquements au RG AMF ne requièrent pas d'intentionnalité de la part de leur auteur (ce qui permet de sanctionner le seul manquement factuel, objectif) encore convient-il que ce manquement soit « objectivéisé ». Qu'est-ce qu'une lacune organisationnelle ou une inadéquation des moyens humains ? Pour ne prendre que ses décisions les plus récentes, la Commission des sanctions de l'AMF a considéré que le manque de moyens est caractérisé :

– lorsqu'il aboutit à ce que « *la documentation des rapports d'erreurs ne permettait pas de rendre compte de la mise en œuvre d'une éventuelle activité de négociation pour compte propre* », à des « *failles* » dans « *la piste d'audit* » et à ce que « *l'organisation de la salle des marchés n'était pas de nature à prévenir les conflits d'intérêts* »[1],

– si ces moyens avaient « *permis de contrôler les cours auxquels [l'établissement] exécutait les ordres passés pour le compte du fonds* »[2],

– s'il « *ressort du contrôle que l'établissement ne disposait pas des moyens humains et matériels adaptés et suffisants pour satisfaire à l'obligation d'effectuer sa propre valorisation des instruments financiers entrant dans la composition des portefeuilles sous gestion [...] de sorte que le dispositif de contre-valorisation a été inexistant pendant plus d'un an* »[3],

– lorsque le « *prestataire ne disposait pas des moyens nécessaires pour identifier les insuffisances de couverture ou pour distinguer un compte en insuffisance de couverture d'un compte espèces débiteur* »[4],

– si l'établissement « *n'était pas doté du dispositif qui lui aurait permis de procéder elle-même à la valorisation des instruments non cotés* »[5].

Il en est d'ailleurs de même, hier pour la Commission bancaire[6], aujourd'hui pour la Commission des sanctions de l'ACP, laquelle d'ailleurs dans une décision récente, de manière similaire, a rappelé ce principe en considérant que la taille des équipes de l'établissement poursuivi :

– aboutissait au fait que les équipes « *ne contrôlaient pas les résultats de la salle et ne procédait pas à la supervision ou à l'analyse contradictoire des travaux du MO* »,

– « *fait ressortir que l'IGG n'a en fait réalisé qu'une seule mission (en 2006) sur les activités de marché* »[7].

Cette question du bien-fondé du grief de manque de moyens continuera sans nul doute d'alimenter les débats tant devant l'ACP que l'AMF.

Sur le fond, la question qui retient l'attention dans cette

1. Commission des sanctions AMF, 15 mars 2007, Man Financial SA.
2. Commission des sanctions AMF, 4 novembre 2008, *Sociétés Global Gestion et Global Equities*.
3. Commission des sanctions AMF, 7 avril 2011, Société X.
4. Commission des sanctions AMF, 24 juin 2004, Sociétés X et Y.
5. Commission des sanctions AMF, 3 mai 2012, GSD Gestion.
6. Sanct. Commission bancaire, 25 avril 2006 : « *Il ressort de l'Instruction que faute de moyens appropriés, humains et informatiques, les contrôles de certains états prudentiels consolidés étaient insuffisants ; que seuls quelques contrôles de cohérence étaient effectués par la Direction en charge de la réglementation et de la consolidation dans le groupe* » ; sanct. Commission bancaire, 25 septembre 2006 : « *Le rapport d'enquête fait état de l'insuffisance des moyens dédiés au service du contrôle interne dont le champ d'action ne couvrait pas l'ensemble des activités sur un nombre d'exercices aussi limité que possible* » ; « *Les moyens humains consacrés au post-marché étaient insuffisants pour assurer dans des conditions satisfaisantes les différentes missions qui lui sont confiées ; les membres du personnel concernés consacraient une part significative de leur temps à exécuter des travaux opérationnels pour d'autres services ; le responsable du post-marché a cumulé les fonctions de caissier principal de la caisse du siège social et de responsable du contrôle des opérations espèces effectuées à cette même caisse n'assurant pas de ce fait des contrôles relevant de la compétence exclusive du post-marché tels que le suivi des suspens sur le compte « chèques de banque » ou le suivi des déclarations d'incidents de paiement au fichier central des chèques ou encore le contrôle des chèques remis à l'encaissement* ».
7. Commission des sanctions de ACP, 16 décembre 2011, *Établissement de crédit A*.

décision est celle de l'organisation de la fonction conformité au sein d'un grand groupe disposant de nombreuses filiales. Les considérants de la Commission des sanctions utilisés au cas d'espèce sont suffisamment généraux pour pouvoir être appliqué dans d'autres situations.

En premier lieu, la Commission ne remet pas en cause le principe même de la délégation de la fonction de conformité au sein du groupe : « *considérant que l'appartenance à un groupe financier d'une taille aussi importante que celle de la Société Générale peut conduire les filiales à déléguer à leur société mère, par souci d'efficacité, d'organisation interne et de cohérence, la fonction de conformité et, par voie de conséquence, l'établissement de règles et procédures y afférentes* ». Mais la Commission s'empresse d'indiquer que cette délégation ne doit pas déresponsabiliser le délégant : « *que toutefois une telle délégation ne doit conduire le PSI – tenu à titre principal d'assurer le respect des dispositions qui lui sont applicables – ni à se désintéresser de la fonction de conformité, ni à admettre une inadéquation, par rapport à la spécificité des services qu'il fournit, des règles ainsi établies, ni à manquer des moyens et ressources nécessaires à l'efficacité du dispositif* ». Il ne s'agit là que du rappel du principe général selon lequel en cas de délégation (que ce soit pour le suivi des risques, du contrôle interne ou de la conformité ou toute autre prestation) le PSI délégant reste responsable en première ligne. Au cas d'espèce, de nombreuses procédures internes au sein du groupe existaient. La Commission reconnaît d'ailleurs qu'« *il existe bien, en matière de déontologie et de conformité, des règles posant les principes généraux et "fondateurs"* ». Mais, et c'est bien là le problème pour la Commission, ces principes généraux ou cette « *organisation structurelle* » sont insuffisants à assurer une bonne appréhension du risque de non-conformité en ce que ces règles « *ne précisent aucunement les politiques, mesures et procédures de contrôle mis à la charge de la fonction conformité pour détecter tout risque de non-conformité aux obligations professionnelles* ». Autrement dit, les principes généraux « *participaient d'une approche globale de la conformité au niveau du groupe* » n'ont pas été suffisamment déclinés au niveau de la filiale : « *aucune règle, aucune procédure, qu'elle qu'en soit la provenance, ne prenait en compte la nature, la complexité, la diversité et l'importance spécifique des services fournis par* » la mise en cause. Tel est l'enseignement à retenir de cette décision : toute organisation en matière de contrôle interne ou de conformité doit être adaptée à chaque situation particulière et la filiale doit garder le contrôle… de son contrôle ! Il en va de la responsabilité du PSI. Mais non de celle de ses dirigeants.

En effet, et c'est là le second enseignement de cette décision, si les obligations en matière d'organisation de la fonction de conformité pèsent bien sur les dirigeants en leur qualité d'organes sociaux, elles ne pèsent pas à titre personnel sur ceux-ci : « *le non-respect de ces dispositions […] p[eut] révéler un dysfonctionnement des organes de la société et non un manquement de ses dirigeants, personnes physiques, à une obligation personnelle* ». Voilà qui va rassurer les mandataires sociaux.

La décision analyse ensuite dans le détail la question des moyens et ressources du dispositif de conformité, comme celle de la défaillance de muraille de Chine, mais ces aspects, très factuels, ne seront pas traités ici.

Au final, le PSI s'en sort avec un avertissement et une mise hors de cause des dirigeants.

SGP – Utilisation d'information privilégiée par un préposé – Imputabilité à la SGP (non).

AMF, Commission des sanctions, 13 février 2013, Saint Olive Gestion.

Les faits commis par les préposés dans le cadre de leurs fonctions sont susceptibles d'être retenus à l'encontre de leur employeur, sans qu'il doive être établi ni que les organes dirigeants aient une connaissance des manquements d'initiés, ni qu'ils n'aient pas pris au préalable les dispositions appropriées pour en prévenir la survenance. La responsabilité de l'employeur peut être déchargée le ou les préposés se sont affranchis du cadre de leurs fonctions en agissant à des fins étrangères à l'intérêt de leurs commettants.

L'affaire est classique. Dans le cadre d'une opération financière, en l'espèce un placement privé, le gérant d'une société de gestion utilise une information privilégiée pour ses clients. L'émetteur, l'une des parties à l'opération financière, le gérant et la société de gestion sont alors poursuivis par l'AMF. Seule nous retiendra ici la question de l'imputabilité de la faute du gérant sur la SGP elle-même. Jusqu'à quel point la faute, caractérisée, d'un préposé engage-t-elle la société de gestion ? Le grief adressé à son encontre considérait que celle-ci pourrait voir sa responsabilité engagée du fait du manquement à l'obligation d'abstention commis par son préposé dans le cadre de ses fonctions. On sait que les fautes commises par un employé dans l'exercice de ses fonctions peuvent constituer une faute de l'employeur, ce que rappelle la Commission des sanctions : « *considérant que les faits commis par les préposés dans le cadre de leurs fonctions sont susceptibles d'être retenus à l'encontre de leur employeur, sans qu'il doive être établi ni que les organes dirigeants aient une connaissance des manquements d'initiés, ni qu'ils n'aient pas pris au préalable les dispositions appropriées pour en prévenir la survenance* ». Le seul moyen pour l'employeur d'éviter sa condamnation est de prouver que le ou les préposés se sont affranchis du cadre de leurs fonctions en agissant à des fins étrangères à l'intérêt de leurs commettants. En pratique, cela revient à l'employeur à démontrer que les procédures en place étaient adéquates pour prévenir le risque d'utilisation d'une information confidentielle. Si tel est le cas, sa responsabilité ne sera pas recherchée du fait de ses préposés. Tel n'a pas été le cas en l'espèce. La Commission constate que la procédure pour le traitement des informations privilégiées ne comportait pas de modalités particulières dans le cadre du placement privé. En conséquence de quoi, les défaillances relevées par l'AMF n'ont pas permis à la SGP « *d'empêcher les interventions [de son gérant] sur le titre [de l'émetteur], ni de les détecter* ». Que ces défaillances « *démontrent que la société n'a pas adopté et effectivement mis en œuvre des modes de fonctionnement et d'organisation de nature à prévenir et à détecter les manquements professionnels de ses préposés* ». Cette décision rappelle de façon opportune l'importance pour les PSI de se doter de procédures à jour et adéquate en matière de conformité.

Entreprise d'investissement – Insuffisance de traçabilité des ordres – Lacunes dans la définition de la politique d'exécution des ordres – Défaut de surveillance de l'efficacité du dispositif en matière d'exécution des ordres.

AMF, Commission des sanctions, 8 février 2013, BNP Paribas Fin'AMS.

Dès lors que les faits relevés par le rapporteur sont distincts de ceux constatés et analysés par la notification des griefs dont est saisie la présente Commission, ils ne sauraient être retenus.

Rares sont les décisions de la Commission des sanctions en matière de politique d'exécution des ordres. Tel est le principal intérêt de celle-ci, outre le fait qu'ayant d'abord conduit à une recherche de transaction (« composition administrative ») avec l'AMF, elle a été transmise à la Commission des sanctions en l'absence d'accord entre le collège et le PSI.

Au milieu de l'examen factuel des griefs, ressort un élément de procédure très intéressant : il n'est pas possible pour le rapporteur de relever des faits distincts de ceux constatés par la notification des griefs. En l'espèce, s'agissant du grief relatif à la traçabilité des ordres, les constatations et les conséquences tirées par le rapporteur « *aussi exactes et pertinentes soient-elles* » ne correspondaient pas à l'énoncé du grief. En conséquence, « *les faits relevés par le rapporteur sont distincts de ceux constatés et analysés par la notification des griefs dont est saisie la présente Commission* », ce qui conduit à leur abandon pur et simple. Il n'est pas rare en effet que le rapporteur s'écarte quelque peu de la notification de griefs et refasse, en quelque sorte, un nouveau rapport de contrôle, parfois même en s'appuyant sur des auditions qu'il a lui-même menées et non dans le cadre de l'enquête proprement dite. La Commission des sanctions met une fin à ces pratiques qui plaçait les mises en cause dans une situation totalement déloyale au regard des principes du contradictoire et du respect des droits de la défense.

S'agissant du grief tiré de la mise en œuvre de la politique d'exécution des ordres, il est reproché à la mise en cause, qui reçoit, transmet et exécute des ordres, d'une part de n'avoir fait mention d'une telle politique qu'en annexe de sa convention de RTO sans prendre en compte le service d'exécution d'ordres pour compte de tiers, d'autre part de ne pas avoir mentionné dans ses politiques d'exécution des ordres des sociétés d'assurances clientes de typologie d'ordres et de matrices d'exécution. Si la première branche du grief est écartée, tel n'est pas le cas de la seconde.

Sur la première branche, après avoir rappelé que l'obligation de *best execution* est une obligation de moyens et non de résultat, la Commission précise qu'« *elle implique toutefois que soit mise en œuvre et adressée aux clients, avant que ceux-ci ne donnent leur consentement, une "politique" d'exécution précisant les modalités et les lieux d'exécution des ordres* ». En l'espèce, il est reproché à la mise en cause une absence de personnalisation de ces conventions, toutes celles-ci procédant « *du même modèle type* ». Mais la Commission rappelle que la réglementions n'impose une obligation de communication de politique d'exécution « *que pour la clientèle de détail* » et qu'en conséquence, l'absence dans une annexe de l'applicabilité de cette politique aux ordres reçus pour compte de tiers « *aussi regrettable soit-elle, ne suffit pas à constituer une violation* ». Quant à la seconde branche relative à l'absence de matrice de meilleure exécution pour les sociétés d'assurance cliente, la Commission estime ici le manquement effectif, alors même qu'il s'agit d'une clientèle professionnelle, ce qui est curieux. La décision analyse ensuite le grief tiré du défaut de surveillance de l'efficacité des dispositifs et des politiques en matière d'exécution d'ordres, mais ces développements n'apportent pas d'éléments nouveaux particuliers et significatifs.

Banque – Insuffisance du dispositif de contrôle interne.

ACP, Commission des sanctions, 26 février 2013, Tunisian Foreign Bank.

Le suivi et la mise en œuvre des mesures correctrices à la suite d'une mission de contrôle par l'ACP constituent une obligation de résultat pour les mandataires sociaux d'un établissement de crédit.

Des insuffisances répétées en matière de contrôle interne peuvent coûter cher : 700 000 euros de sanction pécuniaire plus un blâme prononcé par la Commission des sanctions de l'ACP. En l'espèce, une banque, après deux contrôles opérés en 2000 et 2004 effectués par la Commission bancaire, fait l'objet d'une nouvelle mission de contrôle sur place par l'ACP à l'issue de laquelle certaines carences soulignées lors des premières missions dans le dispositif de contrôle interne n'avaient toujours pas été corrigées. Et pourtant, la banque avait fait appel à un cabinet d'audit de renom pour l'aider à mettre en place un plan d'action. Celui-ci n'a pas été suivi d'effet. Confirmant une position déjà exprimée dans une précédente affaire[8], la Commission des sanctions de l'ACP rappelle que le règlement CRBF n° 97-02 impose « *aux établissements une obligation de résultat portant sur l'exécution effective, dans un délai raisonnable et clairement défini, de la totalité des recommandations faites par l'autorité de tutelle à la suite d'un contrôle sur place ou de celles faites à la suite d'un audit interne, dès lors que l'organe exécutif n'a pas explicitement et de manière dûment motivée décidé de les écarter* ». C'est ici que se situe le premier enseignement de cette décision : toute recommandation formulée à la suite d'un contrôle sur place par l'ACP ou l'AMF, mais aussi dans le cadre d'un contrôle interne à l'établissement, doit faire l'objet de mesures correctrices « *dans les délais raisonnables* » selon les termes du règlement précité. On ne saurait trop insister sur l'importance pour les établissements faisant l'objet d'un contrôle de dédier les moyens notamment humains mais aussi techniques dans la correction des constats observés pendant la mission de contrôle. Tout comme il convient d'engager le plus tôt possible un dialogue avec les contrôleurs de l'ACP (ou de l'AMF) afin de s'assurer de leur bonne compréhension des documents remis et des explications à apporter suite aux observations fac-

8. ACP, Commission des sanctions, n° 2010-06 du 16 décembre 2011.

tuelles constatées. C'est dans ces premiers moments du contrôle qu'une partie importante de la procédure, en cas de notification de griefs, se joue. Et dès lors que les constats ont été repris par la banque en les acceptant comme recommandations, il est impératif de veiller à leur mise en œuvre effective. Tout cela prend certes du temps, coûte (beaucoup) d'argent et n'est pas toujours (voire trop souvent) perçu à sa juste mesure par certains dirigeants, qui y voient un formalisme inutile. C'est oublier que l'autorité qui a agréé l'agrément peut aussi retirer son agrément en cas de carence répétée, mais aussi sanctionner les dirigeants eux-mêmes en ce que ceux-ci « *ont au premier chef l'obligation de s'assurer que le PSI se conforme à ses obligations professionnelles* »[9].

En l'espèce et pour sa défense, la mise en cause invoquait une « *quasi-paralysie* » de la fonction de contrôle interne dû à « *l'absence d'implication et de diligence* » de son directeur du contrôle général, fait déjà relevé lors des contrôles effectués en 2000 et 2004 par la Commission bancaire et le « refus chronique » de celui-ci d'exécuter ses obligations. Et l'on arrive au second point intéressant dans cette décision : la banque estimait ne pas pouvoir mettre en œuvre les recommandations effectuées par la Commission bancaire du fait de l'impossibilité de se séparer de son directeur du contrôle général, celui-ci bénéficiant du statut de salarié protégé. La question est donc de savoir jusqu'à quel point des restrictions légales en matière de droit du travail peuvent constituer des faits justificatifs exonérant la banque mise en cause de sa responsabilité dans l'absence de mise en œuvre de mesures correctrices ? En l'espèce, mais les éléments factuels relatés dans la décision sont faibles, il semblerait que ledit salarié ait fait l'objet d'une procédure de licenciement depuis juin 2012, mais surtout, bien que la décision soit muette sur ce point, que celui-ci aurait déjà été licencié une première fois, puis réintégré au même poste suite à l'annulation du licenciement du fait du statut de salarié protégé. La Commission des sanctions de l'ACP conteste l'impossibilité même invoquée par la banque de licencier son directeur du contrôle général, l'inamovibilité étant « *au demeurant démentie par le licenciement intervenu en 2012* ». Autrement dit, dès lors que le salarié a bien été licencié, pourquoi ne l'avoir fait qu'en 2012 et non plus tôt ? C'est d'ailleurs là le second argument utilisé par la Commission, qui estime que, nonobstant cette inamovibilité, « *les dirigeants responsables [devaient] prendre toutes les mesures propres à mettre fin à une situation incompatible avec la sécurité des opérations de la banque* ». Autrement dit, à défaut de pouvoir licencier depuis plus de 12 ans son cadre, la direction générale aurait pu nommer à sa place un nouveau directeur du contrôle général. Mais là encore, cette option est-elle compatible avec le droit du travail et la protection dont bénéficient les représentants du personnel ? Le droit du travail empêche-t-il à un employeur de se séparer d'un salarié protégé ? La réponse est bien sûr négative, même si d'expérience la procédure est longue et semée d'embûches qui, mal franchies, peuvent conduire à l'annulation du licenciement. Que s'est-il passé dans le cas d'espèce où il semble que le salarié, licencié une première fois, a été réintégré ? Si tel est le cas, l'argument avancé par la banque face à l'ACP illustrait cette impossibilité de licenciement, et aurait pu ainsi conduire à atténuer la sanction prononcée. Pourtant, l'argument n'a été que sommairement examiné par la Commission des sanctions, voir même ignoré puisqu'il n'est pas fait mention de l'annulation du premier licenciement. C'est doublement dommage. D'abord parce que si tel est le cas, contrairement à ce qu'affirme la Commission des sanctions, il y aurait bien eu une impossibilité de se séparer de ce salarié. Et ensuite, s'il s'agit certes d'une situation topique et sans doute exceptionnelle, elle aurait justement mérité que la Commission des sanctions s'y attarde un peu plus.

Quelle leçon tirer de cette affaire ? Face à une situation de pourrissement interne dans l'organisation et le fonctionnement d'une fonction de contrôle du fait d'un cadre dirigeant protégé par son statut de représentant du personnel, il est urgent pour la direction d'un établissement de changer l'organigramme, sans porter atteinte pour autant à la définition de poste de celui-ci, afin de s'assurer de la permanence du dispositif et des moyens du contrôle interne. Et d'informer régulièrement l'ACP des difficultés rencontrées. Plus fondamentalement, la fonction de responsable du contrôle interne, voire de RCCI, ne devrait pas pouvoir être occupée par un salarié exerçant des activités de représentation du personnel, dans la mesure où il y a conflit manifeste entre ces deux activités. Par exemple, dès qu'un contrôle révélerait des actions potentiellement répréhensibles à l'encontre d'un préposé et que celui-ci demanderait ensuite de bénéficier de l'assistance du représentant du personnel lui-même en charge *in fine* du contrôle effectué dans sa défense vis-à-vis de l'employeur. Cette situation potentiellement conflictuelle est de plus néfaste à l'indépendance dont doit jouir le contrôle interne. Il y a là une réflexion pour l'ACP.

AMF – Enquêtes – Loyauté – Impartialité.

Cass. com. 29 janvier 2013, n° 11-27333 société Elixens et M. X...

La communication de correspondances avec l'avocat d'une société ne porte pas atteinte au principe de loyauté de l'enquête dès lors que la remise a eu lieu par le représentant légal de la société sans qu'il soit indiqué qu'elle contenait des correspondances couvertes par le secret professionnel et dans la mesure où elles n'ont pas été annexées au rapport d'enquête.
L'auteur d'un rapport d'enquête ou de contrôle n'est pas tenu de satisfaire aux exigences d'impartialité et d'indépendance applicables aux autorités de jugement.

Cette décision[10] vient inopportunément troubler le mouvement d'extension des principes fondamentaux de loyauté et d'impartialité aux enquêtes et contrôles

9. Cf. AMF, Commission des sanctions, Fival, 7 novembre 2012.

10. Voir le commentaire de St. Torck, *Droit des sociétés*, n° 4, avril 2013, p. 36.

de l'AMF[11]. Les messageries électroniques professionnelles de deux salariés avaient été communiquées aux enquêteurs de l'AMF à la demande de ces derniers, messageries qui contenaient des échanges avec l'avocat de la société mise en cause. Celle-ci et son dirigeant, renvoyés devant la Commission des sanctions pour divers manquements à la bonne information du public, ont soulevé ce point, mais ont néanmoins été sanctionnés par l'AMF, sanction que la cour d'appel de Paris a confirmée. Dans leur pourvoi, la société et son dirigeant ont invoqué deux arguments principaux. Le premier est fondé sur le principe de loyauté et reproche aux enquêteurs de s'être fait remettre des documents couverts par le secret professionnel sans avoir préalablement informé leurs détenteurs de leur droit de se faire assister d'un conseil, ce qui impliquerait celui de s'opposer à leur communication, de sorte que la communication n'avait pas été régulièrement volontaire. Le second argument se fonde sur le principe d'impartialité et d'indépendance et critique le fait que le rapport d'enquête n'a pas été signé par les enquêteurs habilités mais par le directeur des enquêtes, qui n'était pas habilité, de sorte qu'il n'existerait aucune certitude que le rapport fût conforme à l'opinion émise par les enquêteurs habilités ; le principe de l'habilitation supposerait que les enquêteurs procèdent personnellement aux actes de l'enquête, ce qui ferait naître un doute légitime quant à l'impartialité et l'indépendance de l'auteur du rapport en l'espèce. La Cour de cassation rejette le pourvoi par trois attendus qu'il convient de commenter.

Le premier est le suivant : « *Mais attendu, d'une part, qu'ayant constaté que les correspondances électroniques que le représentant légal de la société avait accepté de remettre en copie aux enquêteurs n'avaient pas été annexées au rapport d'enquête et dès lors qu'il n'était pas allégué qu'avaient été fournis aux enquêteurs, préalablement à ces remises, des éléments propres à établir que les messageries contenaient des correspondances couvertes par le secret des échanges entre un avocat et son client, la cour d'appel a légalement justifié sa décision* ».

La Cour refuse donc d'entrer en voie d'annulation pour deux raisons, alors pourtant qu'il y avait eu atteinte au secret professionnel de l'avocat. La première vient de ce que les correspondances litigieuses n'avaient pas été annexées au rapport d'enquête. On croit comprendre que la Cour écarte l'éventuelle irrégularité de la communication parce qu'elle a été sans conséquence, autrement dit parce qu'elle n'a pas porté grief aux personnes mises en cause, qui n'ont pas été poursuivies ni sanctionnées à partir de ces éléments. Il est vrai que la Commission des sanctions n'est pas chargée de faire respecter les règles du secret professionnel des avocats, ce qui relève du disciplinaire ou du pénal, mais de veiller à ce qu'aucune pièce couverte par ce secret serve de fondement à des poursuites et à une sanction. Une telle position recèle un danger manifeste, celui de permettre aux enquêteurs de prendre connaissance du contenu de messages couverts par le secret professionnel, puis de s'exonérer de tout risque d'irrégularité en les mettant de côté tout en se servant intellectuellement de leur contenu pour orienter leur enquête ou la pousser plus avant. Cette position de la Cour de cassation n'est pourtant pas nouvelle[12] et a déjà fait l'objet d'une vive critique, un auteur dont la plume est aussi alerte que la parole, ayant titré « *quand l'indulgence confine à l'incitation* »[13].

Le pourvoi avait pourtant proposé un raisonnement nouveau, qui aurait pu troubler les juges de cassation : « *Les enquêteurs de l'AMF, tout en disposant du droit de se faire communiquer tous documents quel qu'en soit le support, ne peuvent se faire remettre des documents couverts par le secret professionnel qu'après avoir informé leur détenteur de son droit à se faire assister d'un conseil, impliquant celui de s'opposer à leur communication, si bien qu'en qualifiant de volontaire la remise… des messageries électroniques professionnelles de deux salariés de la société Orgasynph, contenant des échanges confidentiels avec l'avocat de la société, sans avoir constaté que M. X… avait, préalablement à la duplication de ces éléments, été informé de son droit de se faire assister d'un avocat, de s'opposer à leur remise et avait renoncé à de tels droits, la cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision au regard de l'art. 6, § 1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales, des art. L. 621-9-3, L. 621-10, L. 621-15 du Code monétaire et financier, ensemble des principes de loyauté dans l'administration de la preuve et du respect des droits de la défense* ». Le pourvoi avait donc habilement déplacé la critique, sans doute en raison du précédent du 8 mars 2012[14], en ne la faisant plus porter sur le fait que la communication de pièces avait comporté des messages destinés à un avocat, mais sur le fait que les enquêteurs s'étaient fait remettre de tels documents sans avoir préalablement rappelé à la personne concernée son droit de se faire assister d'un conseil, de sorte que la remise aurait été faussement volontaire.

Mais la Cour de cassation écarte ce raisonnement par un second argument qui figure dans le premier attendu cité plus haut : il n'était pas allégué que les enquêteurs avaient été informés que les correspondances qui leur étaient remises comportaient des correspondances couvertes par le secret professionnel. On croit pouvoir en déduire deux choses : d'une part, que l'obligation d'informer les personnes de leur droit de se faire assister d'un conseil ne s'applique qu'aux auditions, non à la remise de documents ; d'autre part, que les personnes poursuivies ne peuvent pas reprocher aux enquêteurs de s'être fait remettre des correspondances couvertes par le secret professionnel parmi d'autres, dès lors qu'ils n'en ont pas été informés. Il semble que la Cour de cassation veuille déjouer un risque de piège, qui consisterait à glisser des correspondances couvertes par le secret professionnel dans l'ensemble des pièces communiquées aux enquêteurs pour se réserver ensuite un moyen de

11. Voir Chronique droit financier et boursier, *Banque & Droit* n° 144, juillet-août 2012, p. 22 ; également *Banque & Droit* n° 139, septembre-octobre 2011, p. 22.

12. Cass. 1re civ., 8 mars 2012, n° 10-26288 : *BJB* juin 2012, p. 242, obs. D. Bompoint. Voir également D. Martin et M. Françon, « L'utilisation indue d'une information confidentielle par l'AMF validée par la Cour de cassation », *JCP E* n° 16, 19 avril 2012, 1251.

13. Voir D. Bompoint, commentaire précité. Voir également D. Martin et M. Françon, article précité.

14. Cass.1re civ., 8 mars 2012, n° 10-26288, précité.

nullité. Sa position n'est pas illogique ni déraisonnable, on peut même estimer qu'elle est équilibrée.

Le deuxième attendu est le suivant : « *Attendu, d'autre part, que la signature du rapport établi en application de l'art. R. 621-36 du Code monétaire et financier par le directeur des enquêtes et de la surveillance des marchés de l'AMF est sans incidence sur sa validité* ». Par là, la Cour balaie l'argument tiré du fait que le rapport d'enquête n'avait pas été signé par les enquêteurs habilités, mais par le directeur des enquêtes, qui ne l'était pas. Cette objection, de caractère formel, est écartée par l'affirmation qu'une telle pratique est sans incidence sur la validité du rapport, ce qui n'est pas une explication. Certes, on peut comprendre que l'organisation hiérarchique permette au directeur des enquêtes de procéder à une révision du rapport et de le prendre à sa charge en lui donnant peut-être un éclairage propre ; ce n'est pas une mauvaise pratique, en effet, que de faire revoir le travail des enquêteurs par une personne qui, n'ayant pas été directement impliquée dans l'enquête, peut avoir une distance – et l'expérience – lui permettant une vision plus équilibrée et plus objective. Cependant, un autre aspect de l'organisation des enquêtes vient perturber ce raisonnement : celui qui veut que les enquêteurs doivent être personnellement habilités (art. R. 621-33) et avoir personnellement reçu un ordre de mission (art. R. 621-34) ; de plus, tous leurs actes doivent être signés par eux (art. R. 621-35). Néanmoins, le rapport de synthèse qui vient coiffer l'ensemble des actes d'une enquête n'est pas réservé aux enquêteurs habilités (art. R. 621-36). Dès lors, on peut comprendre la position de la Cour de cassation sur ce point aussi.

Enfin, le troisième attendu dispose que : « *Et attendu, enfin, que l'auteur d'un rapport mentionnant les résultats des enquêtes et des contrôles et indiquant les faits relevés susceptibles de constituer des manquements au règlement général de l'AMF ou une infraction pénale, n'est pas tenu de satisfaire aux exigences d'impartialité et d'indépendance applicables aux autorités de jugement* ». Il est vrai que la phase d'enquête est une phase administrative, non une phase juridictionnelle, de sorte qu'elle n'est pas soumise à tous les principes processuels fondamentaux qui viennent protéger les personnes poursuivies devant la Commission des sanctions, ainsi le principe de la contradiction « *qui est sans application aux enquêtes, préalables à la notification des griefs* »[15].

Néanmoins, parce que les résultats de l'enquête servent de fondement aux poursuites et aux décisions de sanction, et parce que le rôle du rapporteur de la Commission des sanctions n'est pas, en pratique, un véritable rôle d'instruction, la jurisprudence a peu à peu appliqué certains principes à la phase d'enquête. Ainsi, celui de loyauté dans la recherche des preuves l'a-t-il été par la Cour de cassation[16]. Il semble que le Conseil d'État soit sur la même longueur d'onde[17]. La Cour de cassation a même semblé un moment étendre le principe des droits de la défense à la phase d'enquête[18], mais il ne faut pas en déduire que tous les droits de la défense sont désormais applicables à cette phase administrative, ce que la jurisprudence postérieure a confirmé[19]. En revanche, c'est la Commission des sanctions de l'AMF qui a étendu le principe d'impartialité à l'enquête et estimé que le défaut d'impartialité d'un enquêteur pouvait constituer une cause de nullité s'il avait eu pour effet de porter atteinte au caractère équitable de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties[20]. La décision de la Chambre commerciale du 29 janvier 2013 est très en retrait car elle affirme au contraire que « *l'auteur d'un rapport mentionnant le résultat des enquêtes et des contrôles et indiquant les faits relevés susceptibles de constituer des manquements au règlement général de l'AMF ou une infraction pénale n'est pas tenue de satisfaire aux exigences d'impartialité et d'indépendance applicables aux autorités de jugement* ».

Cette partie de la décision est éminemment regrettable. Rappelons, comme l'avait fait la Commission des sanctions dans la décision Bricorama du 29 juin 2012, que la Chambre criminelle de la Cour de cassation décide que « *le défaut d'impartialité d'un enquêteur peut constituer une cause de nullité de la procédure [...] à la condition que ce grief ait eu pour effet de porter atteint au caractère équitable et contradictoire de la procédure ou de compromettre l'équilibre des droits des parties* ». Si le principe du contradictoire ne s'applique pas à l'enquête, ainsi qu'on l'a vu, il est plus que légitime d'assurer le caractère équitable de celle-ci et d'empêcher qu'elle ne compromette l'équilibre des droits des parties. L'enquête est en effet l'antichambre de la sanction. La position de la Cour de cassation est-elle définitive ? Si la question lui était directement et clairement posée, ce qui n'était pas vraiment le cas en l'espèce, la maintiendrait-elle ? On peut espérer que non, mais cela relève plus du vœu que de la conviction.

J.-J. D.

■ Actualités réglementaires

AMF – Position AMF n° 2013-03 – Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF.

Textes de référence : articles 223-1, 223-2 et 223-6 du règlement général de l'AMF.

Constatant le nombre important d'émissions de titres de capital ou de titres donnant accès au capital intervenant dans le cadre d'émission ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF ou

15. Cass. com. 6 février 2007, n° 05-20811 : BC, 2007, IV, n° 19.
16. Cass. com. 1er mars 2011, n° 09-71252 : *Banquet & Droit* n° 139, septembre-octobre 2011, p. 22. Cass. com. 24 mai 2011, n° 10-18267 : BC 2011, IV, n° 82 ; BJB septembre 2011, p. 470, note J. Lasserre Capdeville. Cass. com. 20 septembre 2011, n° 10-13911 : BJB janvier 2012, p. 6, note Ph. Goutay.
17. M. Guyomar, « La jurisprudence du Conseil d'État sur les décisions de l'AMF, 15 ans de réflexion », BJB décembre 2012, n° anniversaire, p. 557.
18. Cass. com. 12 juillet 2011, n° 10-28375 : BC 2011, IV, n° 122.
19. Cass. com. 20 septembre 2011, n° 10-13911, précité.
20. Décision de la Commission des sanctions du 22 juin 2012, *Bricorama SA* : *Banque & Droit* n° 144, juillet-août 2012, p. 22.

réalisées par placement privé, l'AMF a décliné dans sa position 2013-03 les exigences en matière d'information que ces émetteurs doivent respecter. Il s'agit pour le Régulateur de traiter ce qui pourrait apparaître comme un « trou noir » de la réglementation dans un contexte de développement de ces opérations. Cette position s'adresse aux émetteurs dont les titres sont négociés sur un marché réglementé et inscrits sur un système multilatéral de négociations organisé et précise les informations minimum devant figurer dans les communiqués annonçant ces opérations financières. Elle n'est naturellement pas applicable à certains cas de dispense de prospectus (offre publique d'échange, fusion, scission, apports d'actifs, attribution gratuite aux actionnaires, paiement du dividende en actions, offre aux salariés ou aux mandataires sociaux) sans préjudice des dispositions de l'instruction AMF n° 2005-11 qui prévoient au chapitre II l'information devant être communiquée par les émetteurs dans ces situations.

Cette position concerne les émissions ouvertes au public mais non constitutives d'une offre au public (à savoir les opérations d'un montant inférieur à 5 millions d'euros et ne représentant pas plus de 50 % du capital) et aux émissions réalisées par placement privé. La position 2013-03 précise le contenu de la communication minimale que les émetteurs doivent réaliser dans ces deux cas de figure en distinguant pour les opérations de placement privé celles qui sont réalisées en dehors ou pendant la séance de Bourse. Cette communication a trait pour l'essentiel à la nature de l'opération, le type d'offre, son cadre juridique, le montant et les raisons de l'opération.

Cette position rappelle aux émetteurs la nécessité de diffuser par voie de communiqué et de façon effective et intégrale, une information exacte, précise et sincère au marché, de porter dès que possible à la connaissance du public toute information privilégiée. Elle précise également qu'en présence d'une opération financière susceptible d'avoir une incidence sensible sur le cours d'un instrument financier ou sur la situation et les droits des porteurs de cet instrument financier, l'émetteur doit, dès que possible, porter à la connaissance du public les caractéristiques de cette opération sauf si la confidentialité est momentanément nécessaire à sa réalisation et si l'émetteur est en mesure d'en préserver la confidentialité.

J.-P. B.

Rappel par l'AMF et l'ACP de la réglementation susceptible de s'appliquer aux plates-formes Internet d'aide à la décision.

Communiqué publié le 21 février 2013.

L'AMF et l'ACP ont constaté le développement important de plates-formes Internet dont l'activité se situe à la lisière de plusieurs services d'investissement. C'est pourquoi, dans le communiqué du 21 février 2013, elles ont rappelé le périmètre et les modalités d'exercice des services d'investissements.

L'activité de ces plates-formes se situe aux confins de trois services d'investissement.

1. Le service de gestion pour compte de tiers. Ainsi, lorsque le service offert par une plate-forme Internet consiste à émettre des ordres automatiquement au nom de l'utilisateur, sur la base de « signaux de *trading* » dont ce dernier choisit la source, et d'informations qu'il a préalablement fournies, sans aucune intervention de son utilisateur ; l'AMF et l'ACP considèrent entre en présence de l'accomplissement du service de gestion pour compte de tiers puisque ce dernier n'intervient pas directement dans le choix des transactions.

2. La réception et transmission d'ordres pour compte de tiers. Ce service est naturellement rendu lorsque la plate-forme Internet transmet des ordres portant sur des instruments financiers, passés par son utilisateur ;

3. Le conseil en investissement. L'exercice de ce service se rencontre lorsque la plate-forme Internet fournit des recommandations portant sur des instruments financiers, allant au-delà d'une présentation de faits ou de chiffres, et que ces recommandations sont présentées comme adaptées ou fondées sur un examen de la situation propre de son utilisateur.

Enfin, s'agissant des prestations fournies par les plates-formes d'aide à la décision d'investissement qui visent à offrir au public des informations recommandant ou suggérant de manière générale une stratégie d'investissement sur des instruments financiers. L'AMF et l'ACP précisent que ces prestations, si elles ne constituent pas un service d'investissement constituent de *l'analyse financière indépendante*, dont les personnes qui l'élaborent et la diffusent doivent respecter des obligations de transparence, d'indépendance et d'organisation (articles 327-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers).

J.-P. B.

Publication par l'ESMA, le 1er février 2013, de ses *Guidelines on market-making and primary dealer exemptions*.

Les *Guidelines on market making and primary dealer exemptions* publiées par l'ESMA le 1er février n'entreront pas en vigueur en France tant que l'AMF ne les aura pas approuvées à travers une position qui devrait paraître d'ici le 1er avril 2013. Même si elles apparaissent cantonnées à leur domaine d'application, ces *guidelines* impacteront d'autres activités au niveau des définitions retenues. Ainsi, et sans attendre sa transposition, l'on regrettera que ce texte apporte aucune précision sur l'activité de *market making* objet de discussions, notamment dans le cadre de l'examen du projet français de loi bancaire français. Les délais impartis étaient certes courts, mais une réflexion d'ensemble aurait sans doute été bénéfique. Il est vrai que l'alinéa 45 du texte envisage déjà la possibilité de réexaminer ce texte lorsque d'autres textes structurants (MiFID, MifIR) auront été adoptés.

Nous commenterons ce texte lors de la parution de la position de l'AMF dans les toutes prochaines semaines.

J.-P. B.