

Panorama annuel des sanctions AMF

Athènes Services, 24 mai 2018

Jérôme Abisset,
directeur des affaires juridiques de l'AFG ;

Hugues Bouchetemble,
avocat associé du cabinet Kramer Levin ;

Hubert de Vauplane,
avocat associé du cabinet Kramer Levin ;

Remarques introductives :

- Les grande « tendances » de l'année écoulée
- L'introduction des contrôles « SPOT »

Analyse des décisions :

1.1 Commission des sanctions - 25 juillet 2017 – amende de 35M€ – Les commissions de rachat

1.2 Commission des sanctions - 29 décembre 2017 – amende de 300.000 euros – Le caractère équilibré de la documentation promotionnelle et les méthodes de valorisation

1.3 Commission des sanctions – 13 décembre 2017 – amende de 50.000 euros – Les commissions de surperformance

1.4 Commission des sanctions - 22 février 2017 – amende de 80.000 euros (personne morale) – La gestion à distance – la traçabilité des ordres – l'utilisation des comptes parking – la post-affectation

1.5 Commission des sanctions - 2 mai 2018 – interdiction d'exercice prononcée à l'encontre du CIF pour une durée de 10 ans – Le placement

Les grandes tendances de 2017

Le contexte

- **Jamais la Commission des sanctions n'avait aussi peu statué sur des questions intéressant la gestion financière**
- 4 décisions (seulement) rendues à l'encontre de sociétés de gestion
- Effet « Brexit »? Volonté de renforcement de la place de Paris ?
- L'essentiel de l'activité de la Commission des sanctions a porté sur le contentieux des abus de marché (manquement de communication / utilisation d'une information privilégiée)

Les grandes tendances de 2017 (suite)

Toujours sur le contexte

- Le nombre de « compositions administratives » reste important
- Les moyens de procédure (traditionnellement utilisés comme défense par les sociétés de gestion) ont été relativement peu soulevés

Les grandes tendances de 2017 (suite)

Sur le fond

- Les amendes prononcées ont été importantes (900.000€ et surtout 35 millions d'euros, **soit l'amende la plus lourde jamais prononcée à l'encontre d'une société de gestion**)
- Diversité des thèmes abordées par la Commission des sanctions (contrairement aux exercices précédents largement dédiés aux conflits d'intérêts et à la post-affectation)
- La seule exception : le placement, dont la Commission fait un sujet de première importance



L'introduction des contrôles « SPOT »

- Un nouveau type de contrôle a été introduit : les contrôles thématiques courts dits « SPOT » (Supervision des Pratiques Opérationnelle et Thématique)
- Ces contrôles ont, **a priori**, une vocation non répressive, mais de connaître les pratiques de place sur un sujet précis. Objectifs pour 2018 : environ 2/3 de contrôles SPOT et 1/3 de contrôles classiques
- **Un contrôle SPOT pourra basculer en contrôle classique si la gravité des faits le justifie !**
- La caractéristique du contrôle est sa brièveté lors des investigations (1^{er} échanges par emails, 2 visites sur place, établissement d'un rapport de contrôle dans un format très allégé)...
-et lors de la réponse de la SGP: la réponse doit être établie dans un délai de 10 jours calendaires (sans possibilité de délai supplémentaire). Notre conseil: travailler dès le projet de rapport
- Durée totale du contrôle : 7 mois entre la date de l'ordre de mission et l'envoi de la lettre de suite ou de clôture

Analyse des décisions rendues par la Commission des sanctions



1.1 La décision du 25 juillet 2017

- Une amende « record » de 35 millions €
- La décision n'est pas explicite, mais il semblerait que le problème avait été préalablement identifié par le *compliance officer* et avait donné lieu à un audit interne en décembre 2014. La SGP avait informé l'AMF de l'audit....
- La saisine des équipes de contrôle de l'AMF était intervenue à la suite de cette information, en février 2015
- Le contrôle avait porté sur 133 fonds qui garantissent au porteur de récupérer, à l'échéance, l'intégralité du capital initialement investi ainsi que la performance finale définie par une formule.

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

La procédure avait été contestée par la SGP pour 3 raisons :

- **Première raison** : Les services de l'AMF avaient versé au dossier des constats complémentaires au rapport de contrôle, alors même que la SGP y avait déjà répondu. La SGP sollicitait pour cette raison la nullité de la procédure.
- La Commission des sanctions refuse l'argument :
 - Il ne s'agissait que d'une analyse « complémentaire »
 - Les griefs ne s'étaient pas écartés du rapport initial (i.e., du rapport de contrôle non complété *a posteriori*)
 - Elle considère que la SGP avait eu tout le loisir d'y répondre au cours de la procédure

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

- **Deuxième raison** : Le quotidien Les Echos avait publié en août 2015 un article évoquant une note interne de l'AMF. Idem pour Médiapart qui ajoutait d'ailleurs les liens pour y accéder. La SGP considérait qu'il y avait eu violation du secret professionnel.
- Là encore, la Commission rejette l'argument : « ***pour inadmissible que soit la communication des notes internes à la presse qui les a publiées, leur contenu est sans effet sur l'appréciation des manquements allégués et les droits de la défense*** »

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

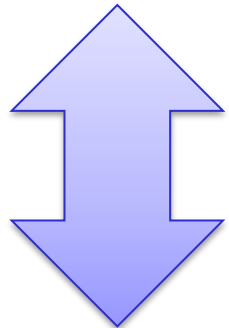
- **Troisième raison** : Un collaborateur de l'AMF avait en novembre 2014 (au moment de l'audit interne) rencontré l'ancien *compliance officer* qui avait signalé des «marges cachées» constituées dans les fonds. C'est ce collaborateur de l'AMF qui a ensuite été désigné en qualité de contrôleur associé dans le cadre de la procédure de contrôle et qui était le supérieur hiérarchique du chef de la mission de contrôle.
- La SGP en déduisait que le collaborateur concerné n'était pas impartial et a pu orienter le contrôle.
- La Commission a été insensible à ce moyen:
 - Argument technique : le contrôle n'était pas encore ouvert à ce moment (on ne peut demander la nullité d'une procédure qui n'était pas encore diligentée)
 - Argument de fond: la SGP «*ne fait état d'aucun élément concret concernant les investigations menées par ce contrôleur ou son comportement au cours du contrôle qui permettrait de remettre en cause son impartialité*»

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

Les griefs sur le fond portaient sur les modalités de perception des commissions de rachat :

- Mécanisme de garantie interne (via le panier d'actifs) et externe, via un swap de performance conclue avec une banque, et une convention de garantie.
- Les commissions dues par les porteurs en cas de rachat au cours de la vie du fonds étaient de 4 % de la valeur liquidative des parts remboursées. Elles étaient pour moitié acquises au fonds et pour moitié réparties entre la SGP et le réseau de distribution du fonds. Elles servaient, aux termes des prospectus, « *à compenser les frais supportés par [le fonds] pour désinvestir les avoirs confiés* ».
- Le montant des commissions de rachat acquises au fonds qui restait après déduction des coûts liés au désinvestissement, constituait les Commissions de rachat nettes des coûts d'ajustement.
- Elles étaient, pour un instant de raison, inscrites à l'actif net du fonds, puis en étaient débitées pour être créditées sur un compte de dette du fonds.

Valeur Liquidative garantie



Valeur Liquidative

Swap de performance



Contrepartie
banque

Convention de
garantie contractuelle



Garant

Protection
externe

Coussin de sécurité (couverture des seuils financiers, réglementaires et opérationnels)

Protection
interne

Marge de structuration

+

Commissions de rachat
acquises au fonds, nettes
du coût de réajustement des
swaps

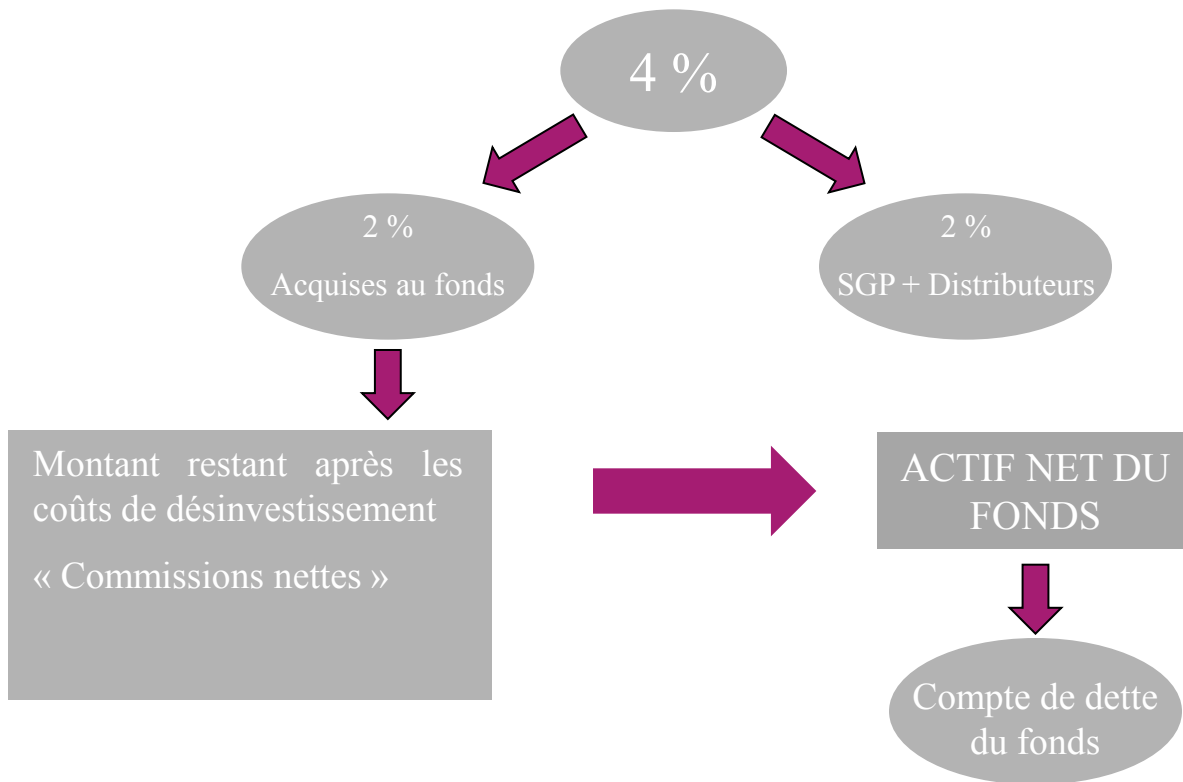
Flux reçus
au titre du swap
(par la banque)
Flux versés à la contrepartie
bancaire
et autres intervenants (fixing)

A l'échéance
VL / VL gie

ACTIF NET
DU FONDS



La commission de rachat était fixée comme suit



1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

1^{er} grief : les porteurs n'étaient pas suffisamment informés des modalités des commissions de rachat

- L'AMF reprochait à la SGP d'avoir, dans les prospectus des fonds, délivré une information « parcellaire » :
 - en indiquant que les commissions de rachat acquises au fonds d'un montant de 2 % de la valeur liquidative de la part remboursée servaient à compenser les frais supportés par le fonds pour désinvestir les avoirs confiés, **alors que les coûts liés aux rachats des parts étaient bien inférieurs à ces commissions**
 - en mentionnant que les commissions de rachat étaient «acquises » au fonds **alors qu'elles étaient systématiquement basculées en compte de dette des fonds et, partant, ne bénéficiaient pas à ces derniers**

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

1^{er} grief (suite)

- La SGP, qui avait reconnu que les coûts de réajustement étaient bien inférieurs au montant des commissions de rachat acquises aux fonds, avait soulevé deux principaux arguments :
 - Elle avait indiqué que les commissions nettes étaient provisionnées pour alimenter un coussin de sécurité et pouvoir, à l'échéance, être créditées à l'actif net du fonds pour combler la différence entre VL et VL garantie
 - La rédaction du prospectus était la reprise exacte de la formule de l'Instruction AMF, reprise par les autres SGP
- La Commission des sanctions a considéré que le fonds ne pouvait bénéficier de ces Commissions de rachat nettes « *qu'à la triple condition que la valeur liquidative à l'échéance soit inférieure à la valeur liquidative garantie, que la garantie contractuelle ne soit pas appelée pour combler l'écart et que la marge de structuration du coussin, inscrite à l'actif net du Fonds, ne soit pas suffisante* »

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

1^{er} grief (suite)

- L'intérêt de la décision réside dans le lien que fait la Commission des sanctions entre le fonctionnement opérationnel du fonds et l'information délivrée aux porteurs aux termes d'un raisonnement en trois temps :

« L'information contenue dans les prospectus des Fonds selon laquelle les Commissions de rachat sont « acquises » au Fonds **est donc trompeuse** ».

« **Dès lors que l'information donnée dans les prospectus n'est pas conforme à la pratique mise en place par** [la SGP], l'argumentation relative à l'instruction de l'AMF et aux prospectus des autres SGP est inopérante ».

« Il résulte de ce qui précède que l'information adressée aux porteurs dans les prospectus des Fonds **ne présentait pas un contenu exact, clair et non trompeur** »



1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

2^{ème} grief: les charges indues pour les porteurs

L'AMF reprochait à la SGP d'avoir **prélevé sur l'actif net des fonds** des sommes issues des Commissions de rachat nettes, alors qu'elles étaient pourtant acquises à ces derniers, leur faisant ainsi supporter, au détriment des porteurs, une charge indue et injustifiée dont le montant total est estimé à 15,6 millions d'euros.

- La SGP avait fait valoir 3 arguments:
 - Il ne s'agissait pas d'une rémunération, mais d'une provision pour risque, alimentant le coussin de protection dans l'intérêt des porteurs
 - Les commissions de rachat ont pour seule vocation de neutraliser les frais induits par les mouvements de sortie. Aucun texte n'interdit de les faire entrer dans l'assiette du calcul des frais de gestion
 - Si les commissions de rachat avaient été maintenues dans l'actif net, elles auraient artificiellement augmenté la valeur liquidative et, ainsi, pu inciter les porteurs à sortir de façon anticipée du fonds en leur faisant perdre le bénéfice de la garantie due à l'échéance, tandis que les porteurs restants auraient, eux, obtenu un bénéfice indu puisque supérieur au montant fixé par le prospectus



1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

2^{ème} grief (suite)

L'analyse de la Commission des sanctions se décompose cette fois en 4 étapes :

- Les commissions de rachat étaient portées à l'actif un instant de raison pour être débitées de l'actif net et créditées sur un compte de dette du fonds. Comptablement, cet enregistrement supposait l'existence d'un créancier tiers, distinct du fonds ;
- La SGP s'était considérée comme créancière des sommes résultant des commissions de rachat
- Les porteurs étaient déjà protégés par la garantie souscrite par la SGP pour chacun des fonds, qui couvrait le risque de non-atteinte à l'échéance de la VL garantie
- La SGP n'avait utilisé le coussin pour faire face à un risque non couvert par le garant que dans un seul cas, pour compenser les coûts dus à la taxe sur les transactions financières

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

2^{ème} grief (suite)

Conclusion de la Commission des sanctions :

« Ainsi, loin de s'analyser, comme le soutient [la SGP], en une provision pour risques constituée dans l'intérêt des porteurs, au demeurant non prévue par le plan comptable des OPCVM, le montant des Commissions de rachat nettes figurant en compte de dette du Fonds correspondait à des sommes dont [la SGP] s'estimait créancière, dont elle décidait l'affectation en considération de ses intérêts commerciaux et qu'elle s'attribuait lorsque la valeur liquidative garantie était atteinte »

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

3^{ème} grief : le prélèvement des commissions de rachat étaient une rémunération

- L'AMF considérait que le prélèvement des Commissions de rachat nettes par débit de l'actif net des fonds s'analyse en une rémunération pour [la SGP], de sorte que le montant correspondant aurait dû être comptabilisé dans les frais de gestion supportés par les Fonds
- Moyen soutenu par la SGP : cette somme ne peut correspondre à une rémunération *ab initio*, dès l'inscription des Commissions de rachat nettes en compte de dette du Fonds, mais seulement lorsque le montant en cause aura effectivement été perçu par elle. Avant ce moment, **elle n'est qu'une provision pour risques alimentant le coussin.**
- Ce moyen est écarté par la Commission des sanctions : « [la SGP] *décidait librement de l'affectation des Commissions de rachat nettes figurant sur le compte de dette du Fonds et les considérait elle-même comme des revenus destinés à être perçus par elle lorsqu'elle n'en décidait pas autrement. **Les sommes en cause constituaient donc bien une rémunération, peu important que celle-ci n'ait pas été immédiatement perçue dans la mesure où l'impact est équivalent pour les porteurs**»*

1.1 La décision du 25 juillet 2017 (suite)

5^{ème} grief : le dépassement des frais de gestion

- La marge de structuration alimentait l'actif net du Fonds. A l'échéance du Fonds, lorsque la VL était supérieure à la VL garantie, la différence issue de la marge de structuration était débitée de l'actif net et créditée en compte de dette du Fonds, réduisant ainsi la VL à l'échéance à hauteur de la seule VL garantie. Elle était soit versée à la SGP, lorsque le Fonds était dissout à l'échéance, soit conservée en compte de dette du Fonds, lorsque celui-ci est transformé à l'échéance, la SGP pouvant ensuite décider de la réaffecter au Fonds transformé ou de s'en attribuer tout ou partie.
- Argument de la SGP : le taux de frais de gestion maximum se calcule non pas annuellement mais globalement sur la durée de vie du fonds. Selon ce calcul, il n'y a pas de dépassement des frais de gestion
- Plusieurs documents internes de la SGP contredisaient cette thèse
- Conclusion : *« Il résulte de ce qui précède que le taux maximum de frais de gestion facturé au Fonds doit être apprécié, non pas sur la durée de vie du Fonds, mais par exercice, sans que le caractère prétendument légitime de l'objectif poursuivi par [la SGP] - à savoir la constitution d'un coussin - puisse justifier une appréciation différente. Une fois atteint le taux maximum de frais de gestion indiqué dans les prospectus, [la SGP] aurait dû faire bénéficier les porteurs de la Différence issue de la marge de structuration, plutôt que de se l'approprier ».*

1.2 La décision du 29 décembre

2017

- Amende de 300.000 €
- Les griefs portaient sur l'information communiquée sur le site internet de la SGP, ainsi que sur les méthodes de valorisation
- D'une manière générale, la SGP faisait valoir que la qualité des informations communiquées doit être appréciée de manière globale, au regard de l'ensemble des informations figurant sur son site Internet et des documents auxquels celui-ci donne accès, notamment les prospectus ou règlements des fonds
- Réponse de la Commission : **Il convient d'analyser les documents commerciaux indépendamment les uns des autres. Lorsque, comme en l'espèce, les informations figurent sur une page d'un site Internet, celles qui apparaissent sur une page indépendante ou sont accessibles au moyen d'un téléchargement doivent être regardées comme délivrées dans un document séparé**

1.2 La décision du 29 décembre 2017

1^{er} grief : l'information n'était pas équilibrée en ce qui concerne les risques

- Les écrans mentionnaient, en caractères de plus petite taille, le risque de perte en capital
- Les présentations des fonds étaient centrées sur les orientations et objectifs de gestion
- Les risques étaient indiqués de manière incomplète, à défaut de mention des risques de crédit, de liquidité ou de contrepartie, et dans des caractères d'une taille inférieure

Constat de la Commission des sanctions: « *Les présentations des fonds minimisaient donc bien les risques par rapport aux avantages attendus* »



1.2 La décision du 29 décembre 2017

3^{ème} grief : l'information relative à l'avantage fiscal communiquée sur Internet

- La rubrique « Reporting » du site Internet de la SGP faisait état des performances passées des fonds de capital investissement, en présentant celles-ci sans avantage fiscal et avantage fiscal inclus
- L'avertissement relatif aux conditions à remplir pour bénéficier de l'avantage fiscal n'apparaissait sur aucun des extraits de la rubrique « Reporting » du site Internet. Il s'en déduit qu'il ne figurait pas sur les pages du site qui présentaient les performances passées en cause et, partant, qu'il n'était pas « visible » au sens de l'article 314-16 du règlement général de l'AMF, alors que ces pages faisaient référence à cet avantage fiscal.

1.2 La décision du 29 décembre 2017

4^{ème} grief : l'information due par la SGP à ses distributeurs

- Quand bien même la Commission note que les brochures n'étaient pas destinées aux investisseurs, elle considère toutefois, « *qu'il était probable que, pour les besoins de la commercialisation des fonds, les informations qui figuraient dans ces brochures seraient relayées par les distributeurs, à l'écrit ou à l'oral, auprès de leurs clients non professionnels* »
- Elle les soumet donc, par extension, à l'article 314-10 du RGAMF (texte relatif à la qualité de l'information promotionnelle)

1.2 La décision du 29 décembre 2017

4^{ème} grief : l'information due par la SGP à ses distributeurs (suite)

- La Commission des sanctions fait le rappel des règles relatives à l'équilibre de la documentation:
 - Après la TRI, obligation d'ajouter une mention sur les risques spécifiques aux fonds commercialisés
 - Obligation d'indiquer, en cas de simulations de portefeuille, que les objectifs sont fondés sur la réalisation d'hypothèses arrêtées par la société de gestion
 - Nécessité de présenter le TRI moyen des opérations réalisées dans le domaine du capital transmission, en tenant compte de la part de ces investissements donnant accès au capital
 - Obligation d'indiquer dans des brochures comportant des graphiques une légende explicative permettant de distinguer le TRI des opérations échues des TRI projetés



1.2 La décision du 29 décembre 2017

Griefs relatifs au dispositif de valorisation des participations

- L'AMF reprochait le caractère lacunaire des procédures de valorisation, lesquelles :
 - Ne comportaient aucune indication sur les paramètres à prendre en compte pour appliquer la méthode en cause (critères de sélection des sociétés comparables, choix du ratio et du multiple pertinents et conditions d'application d'une éventuelle décote d'illiquidité)
 - Ne donnaient aucune précision sur les hypothèses de croissance, d'investissement et de rentabilité à long terme ainsi que sur un taux d'actualisation des flux futurs à déterminer
 - N'indiquait pas les sources susceptibles d'être utilisées pour la collecte des données nécessaires à l'évaluation des participations
- Peu importe :
 - Les références faites au guide AFIC (« *qui ne fournit que des recommandations et présente un éventail de méthodes sans en préconiser une en particulier* »)
 - « *La circonstance que les règlements des fonds aient été « validés » par la direction de la gestion d'actifs de l'AMF, qui n'implique pas que ces documents aient été considérés comme pouvant faire office de procédure de valorisation opérationnelle* »
 - L'avis du CAC était indifférent



1.2 La décision du 29 décembre 2017

Griefs relatifs au dispositif de valorisation des participations

- Outre les procédures, l'AMF reprochait plus directement les méthodes de valorisation: « *l'absence de pérennité de ses méthodes de valorisation des titres cotés sur un marché réglementé et sur Alternext, l'incohérence de celles des titres ayant subi une forte dévalorisation et [...] le caractère arbitraire, non fiable, imprécis et incohérent des valorisations retenues* ».
- La SGP valorisait (i) les titres cotés sur un marché réglementé au dernier cours de bourse connu et (ii) les titres cotés sur Alternext ou non cotés à leur juste valeur.
- Le dispositif de valorisation ne permet pas de déterminer ni les paramètres pris en compte (application d'une moyenne ou d'une médiane, d'une décote d'illiquidité en cas de recours à la méthode des comparables, mention des sources utilisées, etc.), ni en quoi consiste le « mix » des méthodes des comparables et DCF, ni quel indicateur précis de liquidité ou seuil d'alerte déclenchait une valorisation au dernier cours de bourse des titres cotés sur un marché non réglementé.
- Par ailleurs, l'AMF avait relevé des incohérences dans l'utilisation de méthodes identiques selon les émetteurs

1.3 La décision du 13 décembre 2017

- Le reproche formulé par les équipes de la DEC portait ici sur l'utilisation par la SGP d'une méthode de calcul de la provision quotidienne pour commission de surperformance, à chaque calcul de la valeur liquidative, qui, faute de neutraliser l'effet mécanique des souscriptions nouvelles, **lui permettait de prélever des commissions de surperformance non liées à la performance.**
- Cette méthode conduisait la SGP, en cas de nouvelles souscriptions et lorsqu'une surperformance avait été enregistrée par rapport au début de l'exercice comptable, à doter mécaniquement la provision quotidienne pour commission de surperformance, **indépendamment de la surperformance du jour par rapport à celle de la veille** (« effet volume »).
- En cas de nouvelle souscription, le montant versé était inclus dans l'actif net qui servait à calculer la provision pour commission de surperformance. En cas de surperformance par rapport au début de l'exercice, cette comptabilisation des souscriptions dans l'assiette de calcul de la provision avait pour effet soit de compenser ou renverser la baisse de surperformance réalisée par rapport à la veille, **soit d'amplifier la hausse de celle-ci.**

1.3 La décision du 13 décembre 2017

(suite)

- Pour la Commission des sanctions, la méthode retenue par la SGP qui conduisait à rompre ou affaiblir le lien entre la provision appliquée et la surperformance du fonds en cas de souscription nouvelle, est contraire à la réglementation.
- La SGP a ainsi fait supporter aux porteurs des commissions de surperformance injustifiées résultant de « l'effet volume » des nouvelles souscriptions.
- Tous les porteurs contribuaient de manière identique à la commission de surperformance (au prorata de leurs encours dans le fonds) alors qu'au jour d'une nouvelle souscription, les porteurs existants et entrants n'ont pas bénéficié de la même surperformance sur les sommes qu'ils ont investies : selon la Commission des sanctions, cela caractérise un traitement inéquitable des porteurs.
- En effet, la provision pour commission de surperformance étant calculée au regard de la surperformance du fonds depuis le début de l'exercice, les porteurs entrants contribuent, à hauteur de leur quote-part dans le fonds, à la provision correspondant à la période antérieure à leur entrée, comme les porteurs existants, **alors qu'ils n'ont pas bénéficié de cette surperformance à la date de leur souscription**

1.3 La décision du 13 décembre 2017 (suite)

- L'AMF reprochait également à la SGP d'avoir déplafonné la commission de surperformance du Fonds à compter du 19 décembre 2014 avec effet **rétroactif sur la performance cumulée depuis le début de l'exercice comptable**.
- Cette rétroactivité a amplifié les effets de la méthode de calcul et, ainsi, a **accru la déconnexion entre la performance réalisée et la commission facturée à ce titre**, révélant que l'intérêt poursuivi par la décision de déplafonnement rétroactif était celui de la société de gestion et causant un appauvrissement des porteurs lié à la minoration de VL.
- La Commission des sanctions a également sanctionné la SGP pour avoir traité les porteurs de manière inéquitable à l'occasion du déplafonnement de la commission de surperformance en appliquant celui-ci avec effet rétroactif à la surperformance cumulée depuis le 1er janvier 2014 sans distinguer entre les porteurs, alors qu'ils n'avaient pas tous bénéficié de la même performance, et ainsi, d'avoir amplifié l'iniquité de traitement découlant de la méthode de calcul utilisée.

1.4 La décision du 22 février 2017

Travail à distance des gérants

- L'AMF reprochait à la SGP de ne pas avoir respecté les conditions de son agrément en confiant à l'un de ses gérants travaillant depuis son domicile la gestion d'un second fonds et de ne pas avoir informé l'AMF des modalités de travail à distance d'un second gérant financier.
 - Elle considérait que la SGP avait fourni une information erronée sur les moyens techniques mis à la disposition de ce gérant, qui ne disposait notamment pas d'appareil d'enregistrement de ses conversations téléphoniques permettant de négocier ses ordres à la voix.
 - Elle relevait que l'AMF n'avait pas été informée que le dispositif de gestion à distance s'appliquait à un second gérant financier qui gérait deux FCP ainsi que des portefeuilles privés et que ce dernier utilisait sa messagerie électronique personnelle pour rendre compte de ses négociations en cours et ne bénéficiait ni de machine d'horodatage ni d'appareil d'enregistrement de ses conversations téléphoniques
- Selon la Commission des sanctions : « ***Le travail à distance d'un gérant financier est une modalité d'exercice, porteuse de risques en termes de gestion des conflits d'intérêts, de confidentialité ou encore de contrôle de l'activité, qui nécessite un encadrement spécifique, notamment en ce qui concerne les moyens mis à disposition, afin d'assurer la traçabilité de l'activité et le contrôle des risques et de la conformité. Il constitue donc une modification importante de l'organisation de la société de gestion de portefeuille*** »

1.4 La décision du 22 février 2017

Dispositif de passation et de traçabilité des ordres

- Il était reproché à la SGP la mise en place de procédures encadrant la passation des ordres insuffisantes pour assurer leur traçabilité, en particulier leur pré-affectation, notamment en ce qu'elles ne prévoyaient pas l'enregistrement des conversations téléphoniques des ordres passés à la voix, ainsi que l'utilisation de moyens techniques qui ne permettaient pas d'assurer la traçabilité des ordres émis et l'inaltérabilité de la piste d'audit.
- La Commission rappelle les exigences du régulateur en matière de passation d'ordres :
 - les gérants ont inscrit les ordres passés sur des mains courantes au format papier, qui, en l'absence d'autre procédé en sécurisant l'utilisation, ne permettent pas de satisfaire aux exigences de traçabilité et d'inaltérabilité de la piste d'audit.
 - Les documents établis comportent d'ailleurs de nombreuses ratures impossibles à dater, de sorte qu'il ne peut être vérifié si elles sont antérieures à l'émission de l'ordre ou même à son exécution.
 - Par ailleurs, l'un des trois horodateurs accusait un retard de dix minutes.
 - Les postes des deux gérants qui exerçaient à distance n'étaient pas équipés d'un dispositif enregistrant les appels téléphoniques entrants et sortants

1.4 La décision du 22 février 2017

Utilisation des comptes « parking » et post-affectation

- L'AMF contestait la durée de stockage des titres sur le compte parking.
- Elle rappelle que les « comptes parking » ont pour fonction de stocker les titres dans l'attente de l'exécution **totale** de l'ordre.
- En l'occurrence, les transactions regroupait plusieurs ordres dont l'exécution avait été partielle mais était terminée, d'autres ordres étant venus les remplacer, et les titres concernés étaient restés stockés **jusqu'à ce qu'il soit procédé au dépouillement de l'ensemble des titres correspondant à la transaction, contrairement aux prescriptions précitées de la procédure.**
- Par ailleurs certains ordres avaient été post-affectés.

1.5 La décision du 2 mai 2018 (le placement)

- Peu à peu, la Commission des sanctions élabore une jurisprudence sur la définition du service de placement dans le cadre d'opérations de levées de fonds.
- Rappel: ce service est défini comme « *le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers* » (art. D.321-1 du CMF). Ni les CIF, les SGP ne sont autorisées à fournir ce service d'investissement.
- Ce service porte sur tout instrument financier, coté ou non, avec ou sans prospectus visé par l'AMF. Il ne s'applique pas aux OPC (Position AMF 2012-08).
- Régulièrement, la Commission des sanctions doit rappeler aux CIF l'interdiction qui leur est faite de se livrer à une activité de placement.

1.5 La décision du 2 mai 2018 (le placement)

- Les levées de fonds interviennent généralement dans le cadre d'une opération non constitutive d'une offre au public ou au titre de l'une des exceptions au prospectus (« club deal »).
- Pour ces émetteurs, l'accès aux services d'un PSI agréé pour offrir le placement implique des frais significatifs. Encore faut-il que le prestataire accepte d'intervenir pour le compte de l'émetteur, c'est-à-dire qu'il considère que l'émission sera susceptible de susciter un intérêt suffisant.
- L'accès par ces émetteurs au service de placement est ainsi de facto limité.
- Dans ces conditions, les émetteurs font souvent appel à des réseaux de CGP :
 - le maillage de la clientèle des réseaux de CIF intervenant conjointement aboutit à élargir considérablement le périmètre des souscripteurs potentiels.
 - la clientèle des CIF est une cible de choix pour les actions émises dans le cadre des dispositifs fiscaux.

1.5 La décision du 2 mai 2018 (le placement)

- Le travail de qualification du service de placement est difficile tant le texte est général («*le fait de rechercher des souscripteurs ou des acquéreurs pour le compte d'un émetteur ou d'un cédant d'instruments financiers*»).
- La position AMF 2012-08 apporte peu de précisions sur ce point («*ce service se reconnaît par la présence de deux conditions cumulatives : l'une est l'existence d'un service rendu à un émetteur ou cédant d'instruments financiers*»).
- Les difficultés pour distinguer le placement du simple conseil en investissement tiennent au fait que l'acte matériel constitutif de l'obligation est souvent identique dans les deux cas: il s'agit d'une incitation ou proposition, à souscrire à une levée de fonds.
- La contrepartie de l'obligation en revanche diffère : le conseil en investissement est fourni pour le compte du souscripteur, alors que le service de placement l'est au seul bénéfice de l'émetteur.
- Pour la Commission des sanctions : **c'est la rémunération versée par l'émetteur qui constitue le critère déterminant permettant de déceler que le service est bien rendu pour son compte** (déjà sur ce point, voir les décisions AMF : 28 fév. 2008 P* , 6 août 2018 A* ; 28 oct, 2013, Société X ; 4 déc, 2013, Société X.)
- Cette règle avait été rappelée très récemment encore dans une décision du 20 mai 2015 : «*la rémunération stipulée dans la convention au bénéfice des conseillers en investissements financiers était étroitement liée au montant des souscriptions recueillies*»

1.5 La décision du 2 mai 2018 (le placement)

La Commission des sanctions fait à nouveau application de ces règles dans une décision du 2 mai 2018 :

- En l'occurrence le CIF avait conclu un « *Contrat d'apporteur d'affaires* » avec l'émetteur, en vertu duquel il « *s'engage à faire ses meilleurs efforts et à déployer toutes les diligences nécessaires à l'effet de présenter [...] un maximum d'investisseurs potentiels parmi ses clients et de récolter un maximum de fonds* ».
- Le CIF devait percevoir une commission égale à « *neuf (9) pour cent hors taxes des sommes collectées* ».
- Ce dernier critère est déterminant pour la Commission des sanctions pour caractériser le service de placement.
- Elle rappelle à cette occasion que le placement n'est pas exclusif du conseil en investissement (« *Il est donc établi que [le CIF] a fourni un service de placement non garanti à Gospel sur la Colline, peu important qu'elle ait par ailleurs prodigué un conseil en investissement aux clients ayant souscrit aux actions de cette société, ces deux prestations n'étant pas exclusives l'une de l'autre* »).

La responsabilité civile des sociétés de gestion

Quelques points d'attention



Responsabilité civile des SGP

PREJUDICE CAUSE PAR LE DEPASSEMENT D'UN MANDAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE (Com. 6 décembre 2017 n° 16-23.991)

- > Une société avait confié la gestion d'un portefeuille d'instruments financiers à une société de gestion, à charge pour cette dernière d'adopter une gestion financière prudente **« afin d'obtenir la valorisation du capital confié sans prendre de risque »**. Or, courant 2010, le professionnel souscrivait, dans le cadre du mandat, des obligations émises par l'État grec, juste avant la crise touchant cet État. La convention de mandat est résiliée en 2012, entraînant la cession desdits titres. Le client, constatant une moins-value sur les titres grecs, assigne en responsabilité la société de gestion et obtient gain de cause en première instance, puis devant la Cour d'appel.
- > La Cour de cassation rappelle, de manière très claire, que le non-respect des dispositions contractuelles du mandat de gestion entraîne la responsabilité du professionnel à l'égard de son client. En l'espèce, la société de gestion faisait valoir que les obligations grecques faisaient partie, parmi d'autres valeurs mobilières, du portefeuille géré sous mandat, et qu'il convenait d'apprécier les résultats de la gestion financière sur l'ensemble du portefeuille. En d'autres termes, le client ne devait pas se focaliser sur la seule moins-value constatée sur les titres grecs. L'argument est rejeté par la Haute juridiction qui énonce que :
- > **Le préjudice causé par le non-respect d'un mandat de gestion est constitué par les pertes financières nées des investissements faits en dépassement du mandat, indépendamment de la valorisation éventuelle des autres fonds investis et de l'évolution globale du reste du portefeuille géré conformément au mandat.**

Responsabilité civile des SGP

- > **PREJUDICE CAUSE PAR LE DEPASSEMENT D'UN MANDAT DE GESTION DE PORTEFEUILLE** (Com. 14 févr. 2018, n° 16-21.634)
- > L'inexécution par une société de gestion de portefeuille de ses obligations d'information à l'égard des investisseurs engage sa responsabilité civile en raison des chances perdues.
- > La Cour d'appel a constaté que les documents remis au souscripteur n'attiraient aucunement son attention sur le risque, certain en matière de FCPI, de perte en capital. Les documents publicitaires qui prenaient la forme de fiches synthétiques mentionnaient en effet seulement les objectifs de rentabilité, **sans évoquer les pertes**. Ces fiches se contentaient de renvoyer aux notes d'information approuvées par la COB qui, elles, comportaient un avertissement en première page sur les risques du produit. **La Cour d'appel a considéré que ces documents publicitaires n'attiraient aucunement l'attention du souscripteur sur le risque, certain en matière de FCPI, de perte en capital** ; les fiches synthétiques n'étaient donc pas cohérentes avec la note d'information à laquelle elles renvoyaient.
- > En l'état de ces constatations les juges du fond ont légalement justifié leur décision en déduisant que « le gestionnaire du fonds avait commis une faute en s'abstenant de mentionner les caractéristiques les moins favorables de l'investissement proposé dans sa documentation commerciale ».
- > Elle est approuvée par la Cour de cassation.

Merci de votre attention



Panorama annuel des sanctions de l'AMF

Athènes Services, 24 mai 2018

41 rue la Bienfaisance
75008 Paris
Tél. +33 (0)1 44 94 94 00

45 rue de Trèves
1040 Bruxelles
+32 (0)2 486 02 90

www.afg.asso.fr



@AFG_France