

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**JEAN-JACQUES DAIGRE**

Professeur de droit  
Université Paris I



**JÉRÔME  
CHACORNAC**

Maître  
de conférences  
Université Paris 2



**ANNE-CLAIRE ROUAUD**

Professeur  
Université de Reims



**FRIDA MEKOUÏ**

Juriste financier à la DAJ  
de la Société Générale,  
chargée d'enseignement à  
l'Université Paris XI

### ■ JURISPRUDENCE

#### **Manquement d'initié – Caractérisation – Sanction.**

CA Paris, 5/7, 14 janvier 2016, n° 2014/13986, Elliott.

**Présente le caractère d'une information privilégiée le projet suffisamment défini pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même s'il existe des aléas quant à sa réalisation effective. Le critère de précision ne requiert nullement que la réalisation du projet en cause soit certaine, ou que ses modalités définitives aient été arrêtées, ni même que le prix ait été fixé.**

**La présomption d'utilisation d'une information privilégiée est réfragable et la répression de cette pratique est subordonnée à la protection de l'intégrité des marchés financiers.**

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La cour d'appel de Paris confirme et consolide la décision de sanction de l'AMF du 25 avril 2014<sup>1</sup>. Deux sociétés de gestion dirigées par les mêmes personnes étaient poursuivies à la suite de la tentative d'OPA d'Eiffage et Macquerie sur la société des Autoroutes Paris/Rhin/Rhône (APRR), tentative qui avait fait parler d'elle à l'époque et n'avait permis aux offrants d'acquérir qu'un peu plus de 81 % du capital et des droits de vote, alors qu'ils espéraient au moins 95 %

pour lancer une offre publique de retrait assortie d'un retrait obligatoire. Les deux sociétés de gestion, à l'affût, avaient entrepris d'acheter des titres APRR auprès de petits porteurs pour tenter d'obtenir le pourcentage manquant et le revendre à meilleur prix aux deux offrants. Il leur a été reproché de ne pas avoir suffisamment isolé leurs diverses activités à cette occasion et, pour l'une, d'avoir transmis à l'autre une information privilégiée, pour l'autre, de l'avoir utilisée au bénéfice du fonds qu'elles géraient toutes les deux (Elliott).

Au-delà des faits et de leur appréciation, quels enseignements peut-on retenir ? Le premier est une nouvelle confirmation que le caractère précis d'une information privilégiée est relatif. Précision n'est pas certitude. En l'occurrence, la cour estime qu'est assez précise « l'information sur un projet suffisamment défini entre les parties pour avoir des chances raisonnables d'aboutir, même s'il existe des aléas quant à la réalisation effective de ce projet ». La formule est un standard forgé dès 1993<sup>2</sup> et repris avec constance depuis lors, tant par la Cour de Paris que par l'AMF<sup>3</sup>. C'est ce que postule l'art. 621-1 du Règlement général de l'AMF, dont les termes laissent une grande marge d'appréciation, au point que des auteurs ont pu écrire qu'« une telle définition de la précision est susceptible d'englober à peu près tout type d'événement et qu'elle manque singulièrement [...] de précisions »<sup>4</sup>, ce qui est un peu excessif.

1. AMF, Commission des sanctions, 25 avril 2014, n° SAN-2014-03. Voir la note P. Pailler : RDBF n° 5, septembre-octobre 2014, n° 185, p. 49.

2. CA Paris 26 mai 1993, Delalande : Banque et Droit septembre 1993, p. 24, obs. F. Peltier.

3. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> éd., Economica, n° 492-3, p. 698. A. Couret et al., *Droit financier, Précis Dalloz*, 2<sup>e</sup> éd., n° 1429, p. 1058.

4. D. Martin, E. Dezeuze et Fl. Bouaziz, en collaboration avec M. Françon, *Les Abus de*

Ce qui est vrai, c'est que la prise en compte d'un projet doit se faire à chacune de ses étapes : « Chaque stade d'une même opération financière peut constituer une information privilégiée sans qu'il soit nécessaire d'attendre la finalisation de l'opération : un projet d'offre publique alors même que l'initiateur n'a pas encore fixé le prix ou hésite encore entre deux cibles, peut constituer une information privilégiée »<sup>5</sup>. De nombreuses décisions l'illustrent<sup>6</sup>.

Un autre point a été beaucoup discuté, tenant au fait de savoir si les acquisitions, alors que l'une des sociétés détenait une information privilégiée, n'auraient été que la poursuite d'une stratégie entamée des mois auparavant. L'AMF, s'en tenant à sa jurisprudence habituelle<sup>7</sup>, avait jugé, par principe, que « la circonstance invoquée par les mis en cause que les acquisitions faites en connaissance d'une information privilégiée s'inscrivent dans la ligne d'une stratégie d'investissement n'est pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention » et estimé que le devoir d'abstention des initiés primaires l'emportait sur toute autre considération. Elle n'y avait mis qu'une exception, l'hypothèse d'un motif impérieux qui aurait rendu nécessaire l'opération. Cette partie de la décision avait été quelque peu critiquée<sup>8</sup> au regard de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne qui, dans l'affaire Spector<sup>9</sup>,

marché. Manquements administratifs et infractions pénales, Lexisnexis, n° 73, p. 54.

5. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Economica, n° 492-3, p. 698.

6. Voir les décisions citées par l'ouvrage précité, p. 54 et s.

7. AMF, décision de sanction, 5 mars 2009, Société Nortène; sur recours, CA Paris, 5/7, 30 mars 2010, n° 2009/13348. AMF, décision de sanction, 29 mars 2007, Banque X et MM A et B.

8. P. Pailler, note précitée.

9. CJUE 23 décembre 2009, aff. C-45/08, Spector Photo Group NV et a. c/ Commission financière, bancaire et des assurances: RDBF 2010, comm.80, note Th. Bonneau; RTD Com. 2010, p. 395, note N. Rontchevsky; BJS 2010, p. 346, note D. Schmidt; BJB 2010,

a fait de l'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire une présomption réfragable. La cour d'appel de Paris, à la différence de l'AMF, prend soin d'y veiller. Elle rappelle qu'« il résulte de cette jurisprudence que la présomption d'utilisation de l'information privilégiée est réfragable et que la répression de cette pratique est subordonnée à la protection de l'intégrité des marchés financiers ». Elle considère néanmoins, un peu contre l'évidence, que l'AMF ne s'en était pas affranchie, et puise dans les éléments retenus par cette autorité ceux permettant de considérer que tel n'était pas le cas. Elle retient que la politique d'investissement des sociétés en cause n'avait, depuis l'origine, d'autre but que d'acquérir un pourcentage d'actions suffisant pour permettre à des sociétés d'obtenir le seuil de 95 %, mais que « les acquisitions d'actions APRR postérieures au 27 mai 2010 ne constituaient pas la poursuite de la même stratégie, le seuil de 95 % étant d'ores et déjà atteint à cette date, mais visaient à lui permettre de céder les actions APRR acquises durant cette période à un prix supérieur au cours du titre ». La cour vient au secours de l'AMF en concluant que « la Commission des sanctions a, à juste titre, souligné que les parties n'apportaient pas d'éléments de nature à démontrer que l'utilisation de l'information privilégiée aurait été nécessitée par un motif impérieux, sans que les requérants puissent lui reprocher d'avoir confondu la notion de "motif impérieux", qui est une cause exonératoire de responsabilité, avec la démonstration de l'utilisation induite de l'information privilégiée, qui constitue un élément constitutif du manquement ». Voilà une distinction bienvenue juridiquement, mais il est loin d'être évident, contrairement à ce que semble suggérer la cour, que l'AMF l'ait eue en tête. ■

p. 92, note S. Torck; Banque et Droit, janvier-février 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.P. Bornet; *Droit des sociétés* 2010, comm. 96, note R. Mortier.

## Entreprise de marché – Neutralité et impartialité – Manquement – Sanction.

AMF, Commission des sanctions, 4 décembre 2015, Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, San-2015-21.

**Accorder une exemption, de manière discrétionnaire et non publique, à un membre du marché, qui a permis à celui-ci d'augmenter très fortement le nombre de ses ordres par rapport au nombre de transactions, de limiter les coûts en résultant, d'améliorer ses algorithmes, en dehors de tout programme prédéfini, sans contrepartie et sans limitation de durée, est contraire à l'obligation d'une entreprise de marché d'exercer son activité avec neutralité et impartialité.**

**En octroyant une telle exemption, sans en informer les autres membres du marché, l'entreprise de marché ne les a pas mis en mesure de comprendre la modification des conditions de négociation qui en résultait, a créé une disparité de traitement et n'a pas exercé son activité dans le respect de l'intégrité du marché.**

## Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voici une décision particulièrement remarquable<sup>1</sup>. D'une part, pour la première fois, une entreprise de marché, Euronext Paris en l'occurrence, est sanctionnée fortement pour avoir manqué aux obligations de neutralité, d'impartialité et de respect de l'intégrité du marché; d'autre part, un apporteur de liquidité pratiquant le trading haute fréquence est sanctionné lourdement pour manipulation de cours. Ce second aspect ne fera pas l'objet d'un commentaire, tant la question est infiniment plus technique que juridique; notons simplement qu'il était reproché au prestataire d'avoir perturbé le marché par la pratique de l'empilage d'ordres et de l'annulation systématique de la quasi-totalité de ceux-ci. Ce n'est pas la première fois que le trading haute fréquence est pris en défaut par l'AMF<sup>2</sup>, mais l'affaire est ici emblématique, par la qua-

1. Voir le commentaire de J. Chacornac: RDBF janvier-février 2016, comm. 46, p. 84.

2. AMF, Décision de sanction, 14 mars 2014, SAN-2014-01: BJB n° 155, mai-juin 2014,