

Manipulation de Cours – Day Trading – Ordres agressifs et volumineux exécutés en partie ou en totalité, suivis immédiatement d'ordres de vente – Manipulation : non – Spéculation : oui.

Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 14 mars 201, société X.

Des ordres agressifs et volumineux donnent au marché un signal acheteur, mais ne lui donnent pas pour autant une indication fausse s'ils sont placés à un niveau suffisant pour être exécutés et s'ils ne sont pas annulés, ce qui était le cas des ordres critiqués, qui étaient tous immédiatement exécutés pour moitié ou en totalité et répondaient à une offre préexistante dans le carnet, à quoi s'ajoutait que d'autres intervenants avaient également passé des ordres agressifs de volume très important, de sorte que la hausse du cours des titres concernés était moins imputable à l'activité de la société de trading poursuivie qu'à l'accroissement d'activité des autres intervenants, sensibles, notamment, aux signaux techniques que constituaient les ordres de celle-ci.

Le renversement rapide des positions est un indice de manipulation de cours, mais, en l'occurrence, cet indice est démenti par le fait que les ordres d'achat agressifs et volumineux n'avaient pas comme seule raison d'être le renversement des positions, mais bien l'acquisition effective des titres demandés, et parce que le renversement des positions permettait au trader, dont la politique d'exécution était essentiellement tournée vers une politique de *day trading*, de sécuriser régulièrement, au cours des mêmes séances de bourse, ses gains potentiels, quitte à continuer d'intervenir durant le reste de la séance.

De la difficulté de prouver la manipulation de cours, ce qui n'est pas nouveau, mais est aggravé par la pratique du *day trading* et le *trading* à haute fréquence ou algorithmique. La difficulté qui en résulte a bien été mise en évidence dans cette affaire : « Manipulation de cours : quelle différence avec le principe même de la spéculation ? »⁷. En l'espèce, si l'on s'en tient à l'essentiel, une société de trading avait pratiqué, à plusieurs reprises, de la manière suivante : elle plaçait des ordres d'achat dits agressifs et volumineux sur un titre, c'est-à-dire des ordres passés à la meilleure limite pour une quantité supérieure à celle présente en carnet pour cette limite et qui trouvent en totalité ou partiellement une contrepartie mais entraînent un décalage des limites qui définissaient antérieurement la fourchette de cotation. Selon la décision, les ordres agressifs sont ceux qui sont immédiatement exécutés pour au moins la moitié des volumes demandés et les ordres volumineux ceux qui portent sur un volume très supérieur à la moyenne des ordres passés au cours de la même séance. Après avoir passé ces ordres, exécutés en totalité ou en partie, et avoir provoqué un décalage du cours à la hausse, la société de trading, tout en maintenant une certaine pression à l'achat, avait renversé ses positions et vendu ses titres au meilleur prix, et réalisé ainsi une plus-value systématique, qui, même marginale en soi, n'était pas négligeable sur la quantité.

S'agissait-il d'une manipulation de cours ? On pouvait, de prime abord, le penser. Rappelons que l'art. 631-1 du Règlement général de l'AMF décide que : « Constitue une manipulation de cours : 1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres : a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instrument financier [...] », et qu'à titre d'indice, l'art. 631-2 prévoit que l'AMF peut prendre en compte « 1° L'importance de la part de volume quotidien des transactions représentée par les ordres émis ou les opérations effectuées sur l'instrument financier concerné, en particulier lorsque ces interventions entraînent une variation sensible du cours de cet instrument ou de l'instrument sous-jacent ; [...] 4° Les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis ou des opérations effectuées sur le marché réglementé de l'instrument financier concerné, associés éventuellement à des variations sensibles du cours d'un instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé [...] ». À cela s'ajoute que l'ESMA⁸ a fustigé la technique dite du « momentum ignition » ou « création d'un mouvement des prix », c'est-à-dire l'« Entrée d'ordres ou d'une série d'ordres destinée à lancer ou à exacerber une tendance et à inciter d'autres acteurs à accélérer ou élargir la tendance afin de créer une opportunité de dénouer/ouvrir une position à un prix favorable ». N'était-on pas exactement face à cette pratique dans l'affaire jugée par la Commission des sanctions ?

Telle avait été l'analyse du collègue de l'AMF, qui avait reproché à la société de trading d'avoir utilisé un mode opératoire qui pouvait avoir eu pour effet de donner au marché des indications trompeuses sur la demande et l'offre des titres en envoyant des signaux acheteurs sous la forme d'ordres d'achat agressifs et volumineux, ce qui aurait engendré des tendances haussières. Il le pensait d'autant plus que ces ordres d'achat avaient été immédiatement suivis d'ordres de vente, témoignant d'un renversement de positions très rapide, stratégie qui pouvait avoir été adoptée en vue de tirer profit du mouvement haussier que la société de trading avait elle-même amorcé.

Telle ne fut pas l'analyse du rapporteur, puis celle de la Commission des sanctions qui a mis hors de cause la société de trading par une décision très motivée et animée d'une volonté pédagogique évidente. Elle commence par rappeler la hiérarchie d'exécution des ordres, puis comment se déterminent le meilleur prix de vente et le meilleur prix d'achat, qui constituent la fourchette de cotation, encore ce qu'il faut entendre par ordres agressifs et ordres volumineux et les conséquences que ceux-ci peuvent avoir sur la fourchette de cotation. La décision prend ensuite soin de décrire avec précision la succession chronologique des opérations critiquées, pour finalement écarter la qualification de manipulation de cours. Plusieurs raisons la conduisent à une telle appréciation : les ordres d'achat agressifs et volumineux n'étaient pas annulés, ni fixés à un prix ne permettant pas leur exécution, mais au contraire à un prix qui leur permettrait d'être exécutés en totalité ou en grande partie ; ils étaient donc placés pour être exécutés et non – seulement ? – pour faire décaler le cours et répondaient donc à une offre préexistante dans le

7. F. Martin-Laprade, note sous décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 14 mars 2014 : BJB mai 2014, p. 257.

8. « Orientations » du 24 février 2012 relatives aux systèmes de contrôles dans un environnement de négociations automatisées.

carnet ; ils n'étaient pas les seuls de cette nature, de sorte que la hausse du cours des titres était moins imputable à la seule activité de la société de trading qu'à l'accroissement d'activité de la part des autres intervenants, sensibles, notamment, aux signaux que constituaient les ordres de la société de trading ; les renversements des positions étaient, certes, rapides et massifs, mais ne pouvaient être pris en compte en tant qu'indices de manipulation de cours car ils étaient précédés d'ordres d'achat qui avaient été effectivement exécutés et n'avaient donc pas comme seule raison d'être le renversement de position à venir, mais bien l'acquisition effective des titres demandés ; enfin, les renversements de position avaient pour justification de sécuriser régulièrement, au cours d'une seule séance de bourse, les gains potentiels de la société de trading, qui était essentiellement tournée vers une politique de trading journalier. C'est la consécration du *day trading*.

Reconnaissons que la situation était différente d'autres hypothèses qu'avait eu à connaître la commission des sanctions dans lesquelles des éléments d'environnement coloraient les pratiques poursuivies⁹. Néanmoins, on peut être surpris de la conclusion favorable car, au résultat, si la décision est rassurante pour les droits de la défense et la justice, elle n'est pas totalement satisfaisante pour le bon fonctionnement du marché. On peut en effet difficilement se déprendre de l'idée d'une organisation habile ayant provoqué un fonctionnement artificiel de la loi de l'offre et de la demande.

Jean-Jacques Daigre

PSI – Risques imprévisibles – Obligation d'en informer le souscripteur d'un produit financier.

Cass. com. 11 février 2014, n° 12-26083.

Le prestataire de services d'investissement est tenu, à l'égard de son client, d'une obligation d'information portant, le cas échéant, sur les risques inhérents aux placements proposés, leur chance de réalisation, fût-elle imprévisible.

Cet arrêt sera commenté dans le prochain numéro de la revue, mais est néanmoins signalé car, bien que non publié au *Bulletin*, il recèle un enseignement très important pour les professionnels : même les risques imprévisibles doivent être révélés au client. En l'occurrence, une personne avait souscrit des parts de SCPI par l'intermédiaire d'une banque et avait financé l'opération par un emprunt auprès de cet établissement ; les ayant revendues, elle avait recherché la responsabilité de la banque ; une cour d'appel avait rejeté sa demande, estimant qu'elle était suffisamment expérimentée en matière de placements financiers, mais la décision avait été cassée par un premier arrêt¹⁰, qui avait reproché aux juges

du fond de n'avoir pas recherché si l'information délivrée avait été cohérente avec l'investissement proposé et avait mentionné les caractéristiques les moins favorables et les risques inhérents à l'investissement ; la cour de renvoi avait rejeté l'action de l'investisseur, au motif qu'il ne pouvait être reproché à la banque de n'avoir ni prévu que la SCPI ne serait pas en mesure de tenir ses engagements ni anticiper l'effondrement du marché immobilier. La décision est à nouveau cassée au motif « qu'en statuant ainsi, alors que le prestataire de services d'investissement est tenu, à l'égard de son client, d'une obligation d'information portant, le cas échéant, sur les risques inhérents au placement proposé, leur chance de réalisation fût-elle imprévisible ». Prise à la lettre, cette formule est redoutable, car elle impose une obligation d'alerte apparemment sans limite. Faudra-t-il avertir le souscripteur que le ciel peut lui tomber sur la tête ? ...Évidemment non, car il faut qu'il s'agisse de risques inhérents au placement.

Cette décision fera l'objet d'un commentaire bien plus complet dans le prochain numéro de la revue.

Jean-Jacques Daigre

AMF – Pouvoir de sanction – Abus de marché – Manipulation de cours – Cumul de sanctions – Non bis in idem – Convention européenne des droits de l'homme – Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne.

Cass. Crim. 22 janvier 2014, n° 12-83579, FS-P+B+R+I.

Selon la chambre criminelle de la Cour de cassation, l'article 50 de la Charte des droits fondamentaux de l'Union européenne ne s'oppose pas au cumul de poursuites et de sanctions pénales et administratives à raison des mêmes faits en matière d'abus de marché.

Au croisement de différents ordres juridiques, entre exigences constitutionnelles et conventionnelles, entre la jurisprudence de la Cour de Justice de l'Union européenne (CJUE) et celle de la Cour européenne des droits de l'Homme (CEDH), les difficultés soulevées par la double répression pénale et administrative des abus de marché¹¹ au regard du principe *non bis in idem* ne tarissent pas¹². Par un arrêt rendu le 22 janvier 2014¹³, la chambre criminelle

11. Depuis que la COB s'est vue attribuer par la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier le pouvoir de sanctionner administrativement les abus de marché en plus des sanctions pénales déjà existantes.

12. Pour une approche critique, v. notamment H. Le Nabasque, « La règle *non bis in idem* et les abus de marché », RDBF 2010. Repère 6 ; J. Lasserre Capdeville, C. Mascala et S. Neuville, « Propositions doctrinales pour lutter contre l'atteinte au principe *non bis in idem* en matière financière », D. 2012, p. 693 ; N. Rontchevsky, « Pour en finir avec une acrobatie intellectuelle française : retour sur le cumul des procédures administratives et pénales en matière d'abus de marché », BJB 2012, p. 610 ; C. Copain, « Le principe *ne bis in idem* : entre harmonisation et dissonance européenne », AJ pénal 2013, p. 270 ; E. Dezeuze, « Abus de marché : de la coexistence à la coordination des procédures administrative et pénale » : RDBF 2013, dossier 18.

13. RLDA n° 92, 2014, p. 26, note A.-D. Merville ; LPA n° 62, 2014, p. 13, note L. Ruet ; RTD com. 2014, p. 159, obs. N. Rontchevsky ; RDBF n° 2, mars 2014, comm. 83, note P. Pailler ; Dr Sociétés n° 3, mars 2014, comm. 56, note R. Salomon ; JCP éd. G n° 12, 2014, 345, note C. Mauro ; BJB n° 4, avril 2014, § 11185, p. 203, note J. Chacornac.

9. Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 9 avril 2009, *Société Spa*.
Décision de la Commission des sanctions du 28 octobre 2011, *Société Tocqueville Finance*.

10. Cass. com. 14 décembre 2010, n° 10-10165, non publié au *Bulletin*.