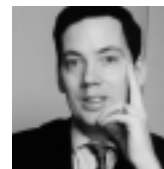


# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, **Paris I**

## I Actualités jurisprudentielles

**CMF — Sanctions disciplinaires —  
Souscription de titres postérieurement  
à la clôture de l'offre — Manquement  
aux obligations professionnelles du PSI —  
Primauté de l'intérêt du client —  
Respect des règles du marché.**

*CMF, 25 septembre 2002, Aurel Leuwen et Natexis Capital, Rev. CMF n° 54, décembre 2003/janvier 2003, p. 63 ; cf. H. de Vauplane et J. P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 2001, n° 1087-1.*

Constitue un manquement aux obligations professionnelles le fait pour un prestataire de services d'investissement de souscrire à titre réductible des actions lors d'une augmentation de capital postérieurement à la date de clôture de l'offre.

Constitue de même un manquement aux obligations professionnelles le fait pour un teneur de compte/conservateur d'accepter une instruction tardive de souscription à titre réductible dans le cadre d'une augmentation de capital postérieurement à la date de clôture de l'offre, cette acceptation étant due pour partie par une insuffisance des règles du contrôle interne chez ce dernier.

Les deux sanctions prononcées par le Conseil des marchés financiers (CMF) à l'encontre de deux professionnels sont un nouvel exemple de la force pratique des règles déontologiques comme source du droit<sup>1</sup>, que la montée en puissance des règles de bonne conduite en cours d'élaboration par le CESR dans le cadre du processus Lamfallussy devrait renforcer. A ce jour, se sont plus d'une quarantaine de sanctions disciplinaires qui ont été prononcées par le CMF à l'encontre de prestataires de services d'investisse-

ment depuis sa création. C'est généralement dans le cadre de ses missions de contrôle de routine « sur place » que le CMF constate des manquements à son règlement ou plus généralement aux règles du marché. Ces inobservances font alors l'objet d'un rapport transmis, après étude par les services du CMF, à la formation disciplinaire de cet organisme. Les violations reprochées des règles sont fort variées. Il peut s'agir de manquements « bénins » tels que d'insuffisance de couverture lors d'une introduction en bourse, d'irrégularité des ordres de bourse transmis<sup>2</sup> ou des conventions de compte<sup>3</sup>, de défaillance dans l'enregistrement des ordres par téléphone<sup>4</sup>, ou dans le processus de traitement des ordres des clients<sup>5</sup>, mais aussi plus « grave-ment » de rémunérations abusives<sup>6</sup>. La loi réserve au CMF le soin d'apprécier si la sanction doit ou non être rendue publique. C'est ainsi que si certaines de ces sanctions sont nominatives, tel n'est pas le cas pour la plupart d'entre elles, le CMF pouvant décider de garder l'anonymat sur la personne sanctionnée. Pour apprécier la publicité à donner à une décision, le CMF tient compte à la fois de la portée pédagogique de la sanction et des risques liés à la publicité donnée<sup>7</sup>. Lorsqu'il décide de laisser dans l'anonymat les personnes en cause, le Conseil fait alors mention dans son rapport annuel du problème rencontré et de la sanction prononcée sans mentionner d'autres éléments permettant une identification du prestataire condamné. Ainsi, la publication des éléments d'identification de la personne incriminée constitue une graduation dans la sévérité de la sanction. On regrettera à cet égard la pratique de plus en plus développée par la COB des « lettres d'observation » où celle-ci « livre en pâture » les noms de sociétés et dirigeants qui ont contrevenu aux règles du marché, sans qu'une procédure de sanction ne soit pour autant ouverte<sup>8</sup>. Certes, le rôle du régulateur est de souligner les attitudes qu'il considère répréhensibles, mais un tel objectif peut être tout

1 Cf. nos observations sous CMF, 26 septembre 2001, *Banque & droit* n° 81, janv.-fév. 2002, p. 22.

2 Décisions CMF n° D. 2001-01, 2000-02 et 2001-03 du 12 juin 2001, *Rev. CMF* n° 43, nov.-2001.

3 Décisions CMF n° D. 2000-04 et D. 2000-05 du 11 juillet 2001, *Rev. CMF* n° 43 nov.-2001.

4 Décision CMF n° D.2001-07 du 19 novembre 2001, *Rev. CMF* n° 44 déc.-2001/janv. 2002.

5 Décision CMF n° D. 2001-08 du 4 décembre 2001.

6 Décision CMF n° D. 2001-06 du 26 septembre 2001, *Rev. CMF* n° 43 nov. 2001.

7 B. Gizard et J.-P. Deschanel, *Déontologie financière : Brèves leçons*, Banque éd. 2002, coll. Les essentiels de la banque, p. 68.

8 On citera, comme derniers exemples de cette pratique, les cas du P.D.G. de la société Européenne d'Extincteurs et celui de la société Aldeta : *Bull. COB* janv.-2003, n° 375, p. 49 et 51.

aussi bien atteint en gardant anonymes les éléments d'identification de la partie incriminée, et ce afin de respecter les principes du droit de la défense, notamment quant à la présomption d'innocence. On rappellera que la COB a déjà été condamnée dans l'affaire Oury pour avoir fait des commentaires « *en des termes définitifs laissant entendre que les infractions poursuivies sont d'ores et déjà établies* »<sup>9</sup>.

Dans l'affaire commentée, se sont certaines pratiques du marché primaire des titres de capital qui sont sanctionnées. Deux prestataires de services d'investissement ont été sanctionnés sur la même affaire, le premier en sa qualité de membre du marché transmettant un ordre de souscription et le second en celle de teneur de compte/conservateur du premier. Les faits sont d'une grande simplicité: à la suite d'un rapport d'inspection de la Commission bancaire transmis au CMF (ce qui permet de souligner la réalité du travail de coopération entre régulateurs) chez la société de bourse Aurel Leven (société venant aux droits de Leven), il est apparu que cette société avait procédé en juin 1999, à des fins d'arbitrage, à des interventions sur les droits de souscription et transmis à Natexis Capital, qui l'avait accepté, un ordre de souscription à titre réductible sur les titres Vivendi après la date de clôture de l'offre de Vivendi. Les deux prestataires sont condamnés à une sanction pécuniaire de 90 000 euros pour le premier et 30 000 euros pour le second. S'agissant de Aurel Leven, la condamnation est prononcée aux regards de l'article L. 433-1 du C. mon. et fin. qui pose le principe de l'égalité des actionnaires pendant les offres publiques, mais aussi des articles 3-1-1 du RGCMF fixant les principes de diligence, loyauté, équité et primauté des intérêts des clients et de l'intégrité du marché et 3-4-1 du même règlement prévoyant le respect des règles organisant le fonctionnement du marché. Quant à Natexis Capital, le Conseil a considéré « *qu'en acceptant une instruction tardive de la société Leven S. A, le teneur de compte avait permis au donneur d'ordres de bénéficier par ce délai supplémentaire d'une position privilégiée de nature à réduire le risque à participer à l'opération et réduit ainsi l'égalité de traitement entre les différents clients* ». C'est donc là encore sur le fondement de l'article 3-4-1 de son règlement que le Conseil a prononcé sa sanction. La situation de Natexis Capital était aggravée par un certain nombre de carences dans le traitement de l'opération Vivendi, comme le fait qu'il n'avait pas, en sa qualité de teneur de compte, mentionné dans l'avis d'opération sur titres le caractère irréductible de la souscription proposée, la précision que tous les droits préférentiels de souscription non exercés à la clôture de la souscription seraient annulés et que les propriétaires d'actions anciennes Vivendi pouvaient souscrire à titre réductible le nombre d'actions nouvelles qu'ils souhaitaient. Ces carences ont été qualifiées d'insuffisances dans le contrôle interne constitutives de manquement au titre des articles 2-4-17 et 3-1-1 du RGCMF.

On soulignera encore que le CMF a pris soin de tenir compte de la jurisprudence du Conseil d'Etat dans son arrêt Crédit Agricole Indosuez Chevreux dans le cadre d'une sanction frappant une société absorbant l'auteur du

manquement en limitant sa sanction à une seule sanction pécuniaire. On se souvient que la Haute juridiction administrative avait censuré le blâme prononcé par le CMF à l'encontre de la société absorbante de la personne incriminée au nom du principe de la personnalité des peines et des poursuites<sup>10</sup>.

Notons enfin que la formation disciplinaire du CMF n'a pas estimé devoir prononcer une sanction pour les interventions de Aurel Leven sur les droits de souscription. Elle a estimé que l'existence d'une pratique de Place au moment des faits consistant à récupérer dans les derniers jours d'une offre les droits des personnes ne voulant pas souscrire « *n'était guère contestable* ». Constatant que depuis les faits, Euronext avait procédé à une modification de ses règles de marché afin de supprimer « *tout risque de répétition de tels manquements* », elle a considéré que « *le prononcé d'une sanction pour ces faits [ne lui paraissait pas] justifié* ». La motivation du CMF est surprenante: après avoir qualifiée la pratique de Place de non contestable, elle prend note de la modification des règles d'Euronext pour supprimer tout nouveau manquement. Ainsi, ce qui était contestable hier le reste aujourd'hui et demain, mais la mansuétude du régulateur s'expliquerait par l'existence d'une « *pratique de Place* ».

9 Cass. Com., 1er décembre 1998: *Banque & droit* n° 64, mars.-avril 1999, p. 35, note H. de Vauplane.

10 C. E, 10 novembre 2000, *Banque & droit*, n° 75, janv.-fév. 2001, p. 26, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.