

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur
juridique
Calyon



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué
général adjoint
AFEI



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur
adjoint,
Banque
Fédérale
des Banques
Populaires

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

AMF – Sanction – Procédure – Rôle du rapporteur.

CA Paris, 25 juin 2008, 1^{re} H.

Les textes n'interdisent pas à celui qui rapporte à l'audience de la Commission des sanctions de l'AMF d'évoquer l'affaire sous tous ses aspects, y compris celui des sanctions encourues.

Le rapport n'est qu'un des éléments du dossier au regard duquel la Commission se prononce ; dès lors le contenu et les conclusions de celui-ci sont sans incidence sur la légalité de la décision ; le fait que le rapporteur ait pris partie sur les sanctions susceptibles d'être prononcées n'est pas de nature à mettre en cause l'impartialité de la Commission des sanctions.

La décision rendue par la cour d'appel de Paris le 25 juin 2008 dans l'affaire Marionnaud rejette le recours de personnes poursuivies contre une décision de l'AMF¹ qui les avait sanctionnées assez lourdement pour ne pas avoir correctement informé le marché. Il n'en sera pas question ici, cette partie de la décision étant de fait et reprenant à son compte les éléments retenus par la Commission des sanctions. En revanche, un problème de procédure retiendra l'intérêt : les appelants reprochaient au rapporteur d'avoir donné son avis sur les sanctions et estimaient qu'il avait ainsi, d'une part, outrepassé sa mission et, d'autre part, porté atteinte aux droits de la défense, à l'interdiction de participer au délibéré et au principe d'impartialité. La cour répond que le texte qui définit la mission du rapporteur ne comporte pas de limite lui interdisant d'évoquer les sanctions encourues, qu'en l'espèce le rapporteur n'a pas participé au délibéré, que les personnes poursuivies ont pu débattre contradictoirement des conclusions de son rapport, que ce dernier n'est qu'un élément du dossier et que, dès lors, ses conclusions sont sans incidence sur la légalité de la décision.

La question des droits de la défense et de l'impartialité ne faisait pas problème. En effet, outre que le rappor-

teur ne participe pas au délibéré, les personnes poursuivies ont connaissance du rapport avant l'audience et peuvent y répondre, en premier avant la clôture de l'instruction (Comofi, art. R. 621-39.III), en second lors de l'audience. Si, comme l'indique la cour d'appel, l'article R. 621-40 du Comofi indique simplement que « lors de la séance, le rapporteur présente l'affaire », ce qui ne délimite pas précisément sa mission, il ne tombe pas aussi évidemment sous le sens que cela « n'interdit pas au rapporteur d'évoquer l'affaire dans tous ses aspects, y compris celui des sanctions encourues ». En effet, le rapporteur est désigné par le président de la Commission des sanctions, ce qui en soi donne une coloration à sa mission : désigné par une autorité impartiale, on peut estimer qu'il doit faire preuve de la même impartialité. Cependant, si cela lui interdit d'entamer sa mission avec un a priori, cela ne lui interdit pas, à l'issue de son enquête, de donner un avis motivé sur la réalité des faits et de leur qualification. Mais peut-il aller jusqu'à proposer des sanctions sans manquer au devoir d'impartialité ? Les textes précisent qu'à l'issue de son enquête il « consigne par écrit le résultat de ces opérations dans un rapport », ce qui semble exiger une certaine neutralité ; au surplus, le résultat des « diligences utiles » auxquelles il doit procéder (Comofi, art. R. 621-39.I) paraît relever de l'ordre du constat. Aussi, lorsque « lors de la séance, le rapporteur présente l'affaire » (Comofi, art. R. 621-40.II), il n'en résulte pas une mission différente de celle accomplie précédemment. Dès lors, on peut penser qu'il s'agit simplement de présenter le résultat de ses diligences. Ajoutons enfin, même si c'est secondaire, que l'appellation de « rapporteur » évoque une mission neutre.

Cette discussion, sur la mission du rapporteur, est relancée par l'intervention, nouvelle, d'un représentant du Collège à l'audience. En effet, un décret du 2 septembre 2008 a introduit de manière opportune une sorte de procureur en prévoyant que « lors de la séance, le collège est représenté par une personne désignée à cette fin par le président de l'Autorité des marchés financiers, qu'elle soit ou non membre du collège ou des services » (Comofi, art. R. 621-40.I bis). À l'évidence, cette personne a pour mission de dire la position de la partie poursuivante, ce qui justifie qu'elle donne son sentiment sur les sanctions qui devraient être prononcées. Par contre-coup, il devient encore plus difficile de justifier que le rapporteur puisse également se prononcer sur les sanctions, sauf à en faire une sorte de procureur bis, ce qui ne serait ni utile, ni opportun, ni équitable

1. Décision de sanction de l'AMF du 5 juillet 2007 : Banque et Droit n° 115, septembre-octobre 2007, Chronique financière, p. 38.

au regard de l'égalité des armes. C'est d'autant plus évident qu'à l'audience intervient une troisième personne face à la partie poursuivie, le commissaire du Gouvernement, qui peut présenter des observations (Comofi, art. R. 621-40.II). Le vrai est que la présence du commissaire du Gouvernement est inutile, compte tenu de la présence du rapporteur et du représentant du collège, et inopportune, compte tenu de l'indépendance de l'AMF et, plus encore, de la Commission des sanctions. Mieux vaudrait donc supprimer son intervention pour toutes ces raisons.

Négociation pour compte propre – Vente à découvert – Arbitrage – Suspens de règlement-livraison – Chambre de compensation – Procédure de rachat – Augmentation de capital – Non-respect du calendrier – Contrôle des services d'investissement.

AMF, Com. des sanctions, 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et autres. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec 2001, 3^e éd., n° 1137 et s.

Le dépassement du délai de livraison est passible d'une sanction disciplinaire lorsque le donneur d'ordre a pris des positions vendeuses sans disposer de l'assurance raisonnable de pouvoir, notamment par le recours à des emprunts de titres, procéder en temps voulu à la livraison des instruments financiers correspondants.

En tant que souscripteur, les intermédiaires financiers sont tenus dans les mêmes conditions que les autres clients par le calendrier de l'augmentation de capital, sans pouvoir utiliser le délai supplémentaire dont ils disposent pour procéder aux opérations matérielles induites par la souscription pour retarder d'autant leur décision de souscription pour compte propre.

Une attention accrue doit être portée par les établissements à la gestion de leurs éventuels suspens de règlement-livraison, en prévoyant notamment un niveau d'information et d'intervention adéquats de leur responsable de la conformité pour les services d'investissement (RCSI).

La décision rendue le 4 septembre 2008 par la Commission des sanctions de l'AMF est d'autant plus intéressante à relever qu'elle se situe dans le délicat contexte des ventes à découvert, sur lesquelles nous faisons par ailleurs un point dans la partie Actualités réglementaires de cette chronique. Il faut d'ailleurs noter que cette décision, publiée sur le site Internet de l'Autorité le 24 septembre², a été « annoncée » par un communiqué de presse dès le 19 septembre où l'AMF rappelait « que les règles en vigueur à Paris obligent tout vendeur de titres sur le marché réglementé à livrer les titres sous trois jours » et qu'elle serait « d'une vigilance et d'une sévérité extrêmes sur le respect de ces règles », tout en précisant que « le Collège de l'Autorité a notifié, il y a plusieurs mois, des griefs à un prestataire de services d'investissement (PSI) soupçonné d'avoir cédé sans être en mesure de livrer à bonne date ».

Les faits sont, comme souvent, relativement simples. Dans le cadre de l'augmentation de capital de la société Euro Disney SCA dont la période de souscription était ouverte du 31 janvier au 8 février 2005 inclus, le desk risque - arbitrage de la Banque d'Orsay a réalisé un certain nombre de transactions sur le titre pour des quantités importantes, certaines d'entre elles étant des ventes à découvert qui ont généré des suspens de règlement-livraison auprès de la chambre de compensation du marché sur lequel elles étaient effectuées, Euronext Paris en l'espèce. Ce sont ces suspens qui ont alerté l'AMF et conduit à l'élaboration d'un rapport de contrôle puis à une procédure de notification de griefs lancée le 25 avril 2006 auprès de la banque elle-même, du responsable direct de l'activité de négociation pour compte propre et des deux collaborateurs qui intervenaient au sein du desk risque - arbitrage. Outre le non-respect du délai de règlement-livraison de trois jours de bourse après la négociation qui avait conduit aux suspens, les griefs notifiés étaient de deux autres ordres : l'un concernait le non-respect du calendrier de l'augmentation de capital, la banque étant soupçonnée de n'avoir déterminé le montant de sa souscription qu'après la date de clôture de celle-ci ; l'autre concernait un défaut de contrôle des services d'investissement, la banque n'ayant pas mis en place les procédures qui auraient permis d'alerter le RCSI sur les dysfonctionnements matérialisés par les suspens.

Sur le non-respect des délais de règlement livraison

Notons d'abord que l'opération d'arbitrage à l'origine des suspens de règlement-livraison ayant déclenché la procédure de sanction est classique. Il s'agit d'acheter des droits de souscription sur les titres à émettre, tout en vendant à découvert, les actions existantes en pariant sur l'existence d'une différence positive entre, d'un côté, le prix de revient des actions nouvellement émises³ et, de l'autre, le prix de vente sur le marché des actions existantes. Cette opération supposant l'emprunt des titres vendus sur le marché jusqu'à ce que les actions nouvelles soient émises et puissent alors être restituées au(x) prêteurs(s), le coût de l'emprunt des titres nécessaires vient bien sûr grever le résultat final de l'opération.

Dans ce cadre, il faut remarquer, et c'est important, qu'ici, ce qui est en jeu, ce n'est pas le fait d'avoir vendu à découvert, qui au moins à l'époque, n'était pas en soi discuté, et encore moins prohibé, mais bien d'avoir poursuivi les opérations d'arbitrage alors même que la banque avait conscience de son incapacité à emprunter les titres en nombre suffisant, faute de prêteurs, et donc à satisfaire à ses obligations de règlement-livraison en temps et en heure. La décision précise ainsi « qu'au plus tard à compter du 4 février, compte tenu tant de l'assèchement des possibilités d'emprunts que, corrélativement, de la très forte hausse des taux auxquels avaient été réalisés les derniers emprunts, [la banque] ne disposait plus de l'assurance raisonnable de pouvoir procéder en temps voulu à la livraison des titres qu'elle ven-

2. Ce qui constitue un délai de publication très atypique par sa brièveté.

3. Prix de revient constitué du prix d'achat des droits de souscription augmenté des frais d'intermédiation et du prix de souscription des actions nouvelles.

draît à découvert ; qu'elle n'en a pas moins poursuivi ses achats de droits de souscription jusqu'au dernier jour de leur cotation, soit le 8 février 2005, augmentant de plus de 35 % entre ces deux dates sa position acheteuse en droits de souscription ainsi que, corrélativement, sa position vendeuse de titres existants ». N'est ainsi pas retenu l'argument avancé par les mis en cause selon lequel la situation de marché aurait placé la banque dans « une situation totalement indépendante de sa volonté où des suspens ont été générés, malgré ses efforts continus de recherche d'emprunt [de titres] à prix élevé ».

En revanche, la Commission a été manifestement troublée par un autre argument qui consistait à déterminer si le dépassement du délai de livraison de trois jours de bourse pouvait ou non être constitutif d'un manquement sanctionnable par l'AMF alors que les règles de la chambre de compensation prévoient une procédure de rachat des positions vendeuses demeurées en suspens au terme du septième jour de compensation suivant la date de dénouement théorique⁴. À tel point d'ailleurs qu'elle a demandé un complément d'instruction en la matière : on relève ainsi que la décision du 4 septembre 2008 est précédée d'une décision du 8 novembre 2007 dont l'objet était de demander ce complément d'instruction. In fine toutefois, cet argument n'est pas non plus retenu, la Commission estimant nécessaire d'établir une distinction entre les situations dans lesquelles il lui faut « tenir compte, le cas échéant, des aléas qui ont pu déjouer les prévisions normales d'un donneur d'ordres », de celles dans lesquelles le défaut de livraison est quasi avéré.

Au cas d'espèce, cette analyse se trouve d'ailleurs renforcée par des pièces du dossier établissant que sur au moins trois journées, la banque – qui n'était pas membre direct du marché – a fait exécuter des ordres d'achat et de vente pour des quantités et des prix identiques, transmis à quelques secondes d'intervalle à des négociateurs distincts et qui, de ce fait, se sont appariés. L'objectif – atteint en l'occurrence – était ainsi « d'apurer des suspens vis-à-vis d'un premier compensateur pour en créer d'autres vis-à-vis d'un second, masquant ainsi la méconnaissance du délai de livraison de trois jours », et de retarder d'autant la mise en œuvre de la procédure de rachat par la chambre de compensation.

Il faut certainement approuver la décision prise sur ce point par la Commission des sanctions en ce qu'elle manifeste une interprétation équilibrée de la réglementation où, loin des prises de position souvent passionnelles que l'on observe en ce moment, il ne s'agit pas de prohiber le principe même de la vente à découvert, mais de sanctionner l'opérateur, fut-il arbitragiste⁵, qui a accompli de telles opérations « sans disposer de l'assurance

raisonnable de pouvoir, notamment par le recours à des emprunts de titres, procéder en temps voulu à la livraison des instruments financiers correspondants ».

Sur le non-respect du calendrier de l'augmentation de capital

Sur un autre plan, les pièces du dossier indiquaient que la banque n'a arrêté le montant de sa souscription opérée à titre réductible que plusieurs jours après la date de clôture de la souscription, utilisant ainsi le délai supplémentaire octroyé aux établissements financiers pour rassembler les ordres de souscription de leurs clients avant de les faire remonter à l'établissement centralisateur. La Commission des sanctions considère que ce fait, qui n'est d'ailleurs pas contesté par la banque, caractérise un manquement à l'obligation qu'ont les prestataires habilités d'agir avec équité dans le respect de l'intégrité du marché, sans qu'il soit besoin de rechercher si la banque avait ainsi indûment bénéficié d'un avantage par rapport aux autres investisseurs, notamment au travers d'informations nouvelles dont les autres actionnaires n'auraient pas disposées.

Là aussi, il faut approuver cette solution : un intermédiaire ne peut utiliser le délai supplémentaire dont il dispose pour procéder aux opérations matérielles induites par la souscription pour retarder d'autant sa décision quant au nombre de titres qu'il entend lui-même souscrire pour compte propre. En tant que souscripteur, il est tenu dans les mêmes conditions que les autres clients par le calendrier de l'augmentation de capital.

Sur le défaut de contrôle des services d'investissement

La question en l'occurrence consistait à déterminer si était constitutive d'un manquement sanctionnable l'absence de procédures permettant d'alerter le RCSI sur les dysfonctionnements relevés à l'occasion de l'opération d'arbitrage réalisée sur les titres Euro Disney. Pour sa défense, la banque faisait valoir que « ni le niveau de risque, ni le volume, ni le déroulement de l'opération ne justifiaient d'une alerte spécifique », et que d'ailleurs « les contrôles et alertes du back office ont joué leur rôle puisque les traders du desk concerné et le responsable du front office ont été alertés tant sur les suspens en cours que sur l'impatience croissante des contreparties ». La Commission des sanctions, s'appuyant sur deux articles du Règlement général⁶, ne fait pas suite à cette argumentation : elle considère ainsi que le manquement est caractérisé car « quel qu'ait été l'échange d'informations entre le back office et le front office sur le déroulement de l'opération d'arbitrage, il ne saurait justifier le défaut de saisine du RCSI lorsqu'ont été constatés l'extrême difficulté d'obtenir des prêts de titres et le coût de ceux-ci » et, en conséquence, la décision

4. C'est par cette procédure de rachat que la chambre de compensation essaie de se procurer les titres non livrés pour pouvoir se substituer à l'adhérent compensateur du vendeur défaillant et mettre ainsi en œuvre sa garantie. À cet effet, les conditions qu'elle propose au marché sont particulièrement attractives (120 % du cours coté le jour du rachat), les coûts augmentés des pénalités en étant supportés par l'adhérent compensateur défaillant. Sur les conditions de mise en œuvre des procédures de rachat, on renvoie à l'instruction I.8-2 de LCH-Clearnet.

5. La Commission a ainsi rejeté l'argument selon lequel le déroulement des opérations d'arbitrage serait incompatible avec le respect de la règle d'un dénouement au terme du délai de trois jours de bourse, estimant notamment que cela « porterait atteinte à l'égalité des conditions d'intervention des différents opérateurs sur le marché ».

6. « Tout mouvement d'instruments financiers en conservation non effectué dans les délais fixés par les règles des marchés ou des systèmes de règlement-livraison est détecté immédiatement par le système d'information et porté à la connaissance du service concerné aux fins de régularisation » (RG AMF, art. 332-34).
« Le responsable du contrôle des services d'investissement s'assure de l'efficacité des procédures de gestion prévisionnelle des flux d'instruments financiers et d'espèces destinées à prévenir les suspens et les infractions aux prescriptions du 2° de l'article 332-4. Au cas où néanmoins des suspens se produiraient, le responsable du contrôle des services d'investissement en vérifie les conditions et les délais d'apurement » (RG AMF, art. 332-52).

« de poursuivre l'opération et d'en accroître la taille ». On est ici peu convaincu par l'argumentation qui semble en réalité prise à la lumière de l'attention aujourd'hui portée aux suspens, surtout lorsqu'ils font suite à des ventes à découvert, mais également du considérable renforcement des fonctions de contrôle et de conformité depuis quelques temps. Si l'on cherche en revanche à se replacer dans la situation prévalant début 2005 au regard de la combinaison des articles du règlement général sur lesquels s'appuie la décision, trois observations doivent être soulignées. La première est que le texte impose seulement l'obligation de détecter « immédiatement » le suspens, pour en avertir le « service concerné », qui semble ici être un service de post-marché et non de contrôle de conformité. La deuxième observation est qu'au sens du texte la fonction du RCSI est d'abord une fonction préventive consistant à s'assurer « de l'efficacité des procédures de gestion prévisionnelle des flux d'instruments financiers et d'espèces destinées à prévenir les suspens ». La troisième et dernière observation est que, si le règlement général prévoit qu'en cas de suspens il appartient au RCSI d'en vérifier « les conditions et les délais d'apurement », il n'en résulte pas une obligation d'information particulière sur les opérations à l'origine du suspens pour qu'il puisse prononcer sur leur poursuite, ou à tout le moins informer sa hiérarchie pour que celle-ci puisse prendre une décision éclairée...

On est d'autant moins satisfait qu'aucune démonstration n'est réalisée pour mettre en évidence le caractère atypique de la situation qui aurait particulièrement justifié l'alerte du RCSI : le nombre très important de titres concernés – 130 millions – ne peut constituer un argument suffisant pour des opérations dont le but est souvent de jouer sur des volumes significatifs tant le profit par titre est peu important. Pour la bonne compréhension de la décision, non seulement par le commentateur juridique, mais surtout par les opérateurs qui doivent en tirer les conséquences, il faut donc regretter qu'ici la Commission des sanctions n'ait pas, soit motivé plus précisément sa décision, soit écarté le manquement en alertant seulement sur le fait que dans l'environnement existant désormais il aurait cependant été constitué. C'est, nous semble-t-il, sur de tels exemples que la prévisibilité des positions du régulateur dans son appréciation des obligations pesant sur les acteurs est trop souvent critiquée.

Il n'en reste pas moins que désormais, et compte tenu du rôle aujourd'hui conféré aux fonctions de conformité, il apparaît aujourd'hui tout à fait nécessaire que les établissements veillent avec une attention accrue à la gestion de leurs éventuels suspens de règlement-livraison, en prévoyant notamment un niveau d'information et d'intervention adéquats de leur RCSI. On liera bien sûr cette question à la position prise par ailleurs par l'AMF en ce qui concerne les diligences qui incombent aux teneurs de compte conservateur en vue de prévenir tout tirage sur la masse, commentée il y a quelques mois dans cette même chronique⁷. Au final, la décision se traduit par un avertissement et une sanction pécuniaire à l'encontre de chacune des personnes notifiées.

AMF – Manquement d'initié – Sanction.

AMF, Com. des sanctions, affaire HF Company, 26 juin 2008. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3^e éd., n° 1064 et s.

Une information privilégiée résulte d'une information précise et non publique susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre.

L'obligation d'abstention pesant sur le détenteur d'une information privilégiée revêt un caractère absolu.

Le manquement tiré de l'utilisation d'une telle information est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances.

La présente décision n'offre pas une grande originalité, mais est intéressante par certains de ses aspects. Pour l'essentiel, au cours d'une réunion d'analystes, notons :

- que le dirigeant d'une société a indiqué qu'il avait un stock trop important qui entraînait une marge négative, ce qui devrait probablement l'obliger à constater une perte exceptionnelle sur le stock ;
- que tous les participants auraient eu conscience qu'il s'agissait d'une information importante que le marché ignorait ;
- que la collaboratrice d'une société de gestion en a aussitôt informé un gérant, qui a, dans les minutes qui ont suivi, passé un ordre de vente de titres de la société en cause ;
- qu'ayant ensuite été alerté du caractère privilégié de l'information, le gérant a inscrit les titres de la société sur une liste d'interdiction ;
- que la société a publié un communiqué quelques jours plus tard, juste après la clôture du marché, informant le public que, du fait d'une provision exceptionnelle sur le stock, la rentabilité serait affectée et les résultats devraient subir une baisse de 25 % ;
- que le cours a chuté de 36,6 % le jour suivant, puis de 5,85 % celui d'après ;
- que le gérant a donné un nouvel ordre de vente, cette fois d'un bloc d'actions de la société en cause, peu de temps avant la diffusion du communiqué ;
- qu'il avait su qu'il allait y avoir un communiqué ;
- qu'ayant confirmation de l'existence d'un acheteur pour son bloc, il a demandé à l'intermédiaire de faire en sorte que l'exécution de l'ordre n'intervienne que postérieurement au communiqué ;
- que l'acheteur ayant confirmé son intérêt, l'intermédiaire s'est porté vendeur auprès de celui-ci avant le communiqué, puis a acquis le bloc auprès de la société de gestion après la diffusion du communiqué, deux heures environ ayant séparé les deux.

Si l'on s'en tient aux faits rapportés, le manquement d'utilisation d'une information privilégiée était certainement caractérisé. L'intéressé a néanmoins contesté, sans véritable argument, la notification des griefs, de même que le caractère précis et non public de l'information, sans plus d'espoir de succès, ainsi que le lien de cause à effet entre l'obtention de l'information et

7. Banque & Droit n° 113, mai-juin 2007, p. 56.

son utilisation. Sur ce dernier point, la Commission des sanctions s'en tient à son analyse habituelle, qui repose sur la théorie du faisceau d'indices : « le manquement tiré de l'utilisation d'une telle information est caractérisé par le simple rapprochement chronologique entre la détention de l'information et son utilisation, sans qu'il soit nécessaire de démontrer l'existence d'une relation de cause à effet entre ces deux circonstances ». Elle note « qu'en l'espèce, le contenu des conversations téléphoniques ci-dessus rappelées du 27 juin 2006 et du 3 juillet 2006 à 16 h 31, moment où le mis en cause a décidé de céder les titres de manière ferme et définitive, avec un accord sur la quantité et sur le prix, sont révélateurs de la conscience qu'il avait d'enfreindre son obligation d'abstention » et ajoute « que sa tentative de reporter après la parution du communiqué de la société la réalisation de cette dernière vente est sans incidence sur la constitution du manquement », ce dont on peut même induire qu'elle vient au contraire renforcer la conscience qu'il avait de détenir une information privilégiée.

Si le cœur de la décision est sans surprise, compte-tenu des faits rapportés, quelques aspects accessoires ne sont pas sans intérêt. En premier, le fait que la collaboratrice de la société de gestion qui assistait à la réunion d'analystes avait communiqué l'information à l'un des gérants et n'a cependant pas été poursuivie par l'AMF ; elle entre pourtant dans le premier cercle des initiés tenus à une obligation d'abstention (RG AMF, art. 622-2) ; mais la raison en vient sans doute que le manquement d'initié ne s'applique pas à la personne qui communique une information privilégiée à une autre personne dans le « cadre normal de son travail, de sa profession ou de ses fonctions » (RG AMF, art. 622-1.1°) ; il en va de même du délit (Comofi, art. L.465-1).

En revanche, on peut être plus surpris, du moins au regard des faits rapportés, de l'absence de poursuite à l'encontre de l'intermédiaire qui s'est porté contrepartie de l'acquisition du bloc. Rappelons en effet que, selon ce qui est exposé par la décision, le gérant l'a appelé au téléphone à plusieurs reprises peu de temps avant la clôture du marché et, par conséquent, avant la diffusion du communiqué, dans des termes qui peuvent laisser penser que l'intermédiaire est également devenu un initié. La décision rapporte, en effet, des extraits de conversations téléphoniques qui ne semblent pas laisser beaucoup de doute, en particulier celui-ci : « Si jamais ils sortaient un truc [...] qui soit en rapport avec ce qu'ils ont dit la semaine dernière à la personne qui les a rencontrés, on pourrait être incriminé, donc autant attendre le communiqué ». Or, à l'issue du dernier échange téléphonique, l'intermédiaire a décidé de se porter contrepartie de l'acheteur qu'il avait sondé et qui avait confirmé son intérêt, puis a acquis le bloc auprès de la société de gestion quelques instants après la diffusion du communiqué, deux heures s'étant écoulées entre les deux. Le bloc paraît avoir été acheté par l'intermédiaire auprès de la société de gestion au prix unitaire de 31,94 € et certainement revendu par avance un peu plus cher à l'acheteur, alors que le cours est passé de 32,34 € à 20,50 € le lendemain, puis à 19,30 le surlendemain. Si l'on comprend bien, et si les faits rapportés par la décision sont conformes à la réalité, il se pourrait que l'intermédiaire ait lui-même utilisé une information

privilégiée en connaissance de cause. Pourtant, il n'a pas été poursuivi par l'AMF. Sans doute y a-t-il des raisons, mais celles-ci ne sont pas précisées, ce qui laisse le lecteur un peu insatisfait.

Enfin, la décision condamne le gérant personnellement, non la société de gestion, qui n'était pas poursuivie, et le condamne à une sanction pécuniaire de 200 000 €. Celle-ci est arrêtée non en considération du profit réalisé, mais en tenant compte de la gravité du manquement et du fait que l'intéressé dispose de ressources importantes. Une petite incertitude en résulte. En effet, la décision précise que les opérations réalisées par le gérant ont permis à la société de gestion « dont il est actionnaire à hauteur de 49,50 % du capital social, d'éviter une perte qui aurait pu atteindre 464 000 € si les titres avaient été cédés juste après la parution du communiqué ; que cette somme ne correspond toutefois pas, au sens de l'article susvisé, à un « profit » réalisé, de sorte que le montant de la sanction sera fixé dans la seule limite du plafond forfaitaire de 1,5 million d'euros ». Trois remarques sur ce point : la fixation de la sanction en fonction du plafond forfaitaire et non du décuple du profit réalisé laisse beaucoup plus de liberté à l'AMF, qui doit simplement la justifier en fonction de la gravité du manquement commis et non des avantages ou profits retirés ; en deuxième, en insistant sur le fait que la perte évitée ne correspond pas « au sens de l'article susvisé, à un "profit" réalisé », l'AMF semble retenir une interprétation littérale du mot « profit » et exclure de tenir compte de la perte évitée, ce qui relève d'une interprétation excessivement restrictive ; enfin, l'AMF aurait également pu justifier sa décision par le fait que le profit réalisé (ou la perte évitée) l'a été par la société de gestion et non directement par l'intéressé, ce dont le Conseil d'État lui impose de tenir compte depuis une décision du 11 février 2005⁸.

AMF – Manquement d'initié – Sanction (non) – Information ni précise ni susceptible d'influencer les investisseurs.

AMF, Com. des sanctions, affaire A, B, C, D, et E, 19 juin 2008. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3^e éd., n° 1064 et s.

Dès lors qu'une information n'est pas assortie d'indications propres à permettre d'apprécier suffisamment l'effet possible d'un tel événement sur le cours du titre, non plus qu'à mettre un investisseur raisonnable en mesure d'utiliser cette information comme l'un des fondements de ces décisions d'investissement, elle ne présente pas les caractères d'une information privilégiée.

Cette décision vient préciser en creux ce qu'il faut entendre par information privilégiée. En l'espèce, les seuls éléments rassemblés par l'enquête étaient les suivants :
– alors que le principal actionnaire d'une société était

8. CE, 11 février 2005, Recueil ; Banque et Droit n° 101, mai-juin 2005, chronique financière, p. 48.

en négociation pour vendre sa participation, diverses personnes, dont on ne sait pas qui elles étaient, ni quels étaient leurs liens avec le cédant, ont acquis des titres sur le marché ;

– la négociation a été suspendue le lendemain de la dernière acquisition, puis reprise sept mois plus tard pour aboutir peu de temps après.

Le Collège de l'AMF a estimé, dans la notification des griefs, que les acquisitions de titres auraient été réalisées en utilisant une information relative au « très probable désengagement de M. A. du capital de [la société X] », information qui aurait présenté les caractéristiques d'une information privilégiée. La Commission des sanctions ne suit pas, pour deux raisons. En premier, elle rappelle que, selon l'art. 621-1 du Règlement général de l'AMF, une information est réputée précise « si elle fait mention d'un ensemble de circonstances ou d'un événement qui s'est produit et qui est susceptible de se produire et s'il est possible d'en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces circonstances ou de cet événement sur le cours des instruments financiers concernés ». Or, elle estime que telle n'était pas la situation en l'espèce, l'information au centre de l'affaire (le probable désengagement de l'actionnaire principal) n'étant « pas assortie, en ce qui concerne les modalités de l'opération à venir et notamment celle du désengagement de M. A. du capital de la société X., d'indications propres, dans les circonstances de l'espèce, à permettre d'apprécier suffisamment l'effet possible d'un tel événement sur le cours du titre de la société X ». La Commission considère donc que, s'il s'agissait bien d'un événement susceptible de se produire, première condition du caractère précis, il ne s'agissait pas d'une information suffisamment circonstanciée pour permettre d'apprécier son éventuelle influence sur le cours du titre. Il est vrai qu'en l'espèce, rien ne démontrait que le désengagement éventuel de l'actionnaire principal aurait été inquiétant ou au contraire attractif ou simplement neutre pour le marché. Aucune indication n'est en particulier donnée sur l'évolution du cours de bourse au moment et à la suite de la cession effective. En second, la Commission estime que l'information détenue par les acquéreurs des titres n'était pas de nature à permettre de savoir si un investisseur raisonnable aurait pu en faire le fondement d'une décision d'investissement, ce qui n'en ferait pas, au regard de l'art. 621-1 du RG de l'AMF une information susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours du titre. Cette seconde remarque rejoint la précédente : les circonstances ne permettaient pas de savoir si la révélation du projet de cession de l'actionnaire principal aurait eu ou non une influence sur le marché.

Compte tenu de la mise hors de cause des intéressés, la Commission des sanctions a décidé de rendre la décision anonyme et de ne pas la publier. Elle ne figure que sur le site de l'AMF, et encore de manière anonyme.

Placement de titres – Offre publique à prix ouvert – Commercialisation de titres – Absence de connaissance du client – Absence de formalisation des souscriptions – Démultiplication non fondée des souscriptions.

AMF, Com. des sanctions 11 septembre 2008, BNP Paribas et Société Générale, affaire EDF. Voir H. de Vauplane et J.P. Bornet, « Droit des marchés financiers », 3^e éd., Litec, 2001, n° 98.

Un prestataire de services en investissement doit être en mesure de justifier des instructions reçues de ses clients afin, notamment d'être à même de justifier du respect des règles de protection des clients.

Ces deux décisions, sœurs plus que jumelles, de la Commission des sanctions de l'AMF étaient attendues par les spécialistes de la banque de détail. Rendues à l'occasion de contrôles diligentés par l'AMF auprès de plusieurs établissements bancaires suite à la privatisation des actions EDF par l'État français en novembre 2005, ces décisions concernent deux grands établissements : BNPP et la Société Générale. Les points soumis à l'examen de la commission sont concentrés sur le cœur du métier des collaborateurs œuvrant en banque de détail. En quelques pages et clairement, à l'aide de principes affirmés sans détour, ces deux décisions tracent le cadre de la commercialisation des instruments financiers lors d'opérations financières importantes, comme cela fut le cas lors des privatisations que l'on a connu ces dernières années. Mais au-delà de l'aspect particulier propre à une action commerciale d'envergure, le dispositif décliné par ces décisions concerne toutes les opérations de placement de titres par un établissement financier, que cela soit de manière ponctuelle ou lors d'opérations nationales.

En novembre 2005, suite à plusieurs péripéties de nature politique, le Gouvernement français a procédé à la privatisation des actions EDF. Cette opération a pris la forme d'une offre publique à prix ouvert (OPO), dont une tranche réservée aux investisseurs particuliers - personnes physiques bénéficiait de conditions alors jugées attractives. Le souci gouvernemental de développer l'actionnariat populaire lors de ces opérations conférait ainsi une priorité aux ordres portant sur un faible nombre de titres : d'où la tentation, relevée par la décision à l'encontre de l'une des banques de multiplier ces ordres au sein d'une souscription émanant d'une même famille. Cet objectif de développer l'actionnariat populaire entraine, dans les faits, en contradiction avec la réalité économique. Il avait été en effet constaté que bon nombre d'épargnants, lors de ces opérations de privatisation, revendaient rapidement voire dès la souscription et avec profit les titres acquis. Cette possibilité, baptisée « effet d'aubaine », remarquée lors des opérations précédentes de privatisation, dont celle réalisée quelques mois auparavant concernant les actions de la société Gaz de France - GDF tendait ainsi à occulter la réelle portée de ces souscriptions populaires. Bon nombre des souscripteurs à ces opérations y participaient seulement pour l'effet d'aubaine dont ils profitaient quasi systématiquement. Le capitalisme populaire, qui aurait dû s'inscrire dans une perspective d'investissement à long terme, était ainsi détourné de son objet au

profit de la réalisation rapide d'une plus value escomptée (voire présentée par certains collaborateurs des réseaux bancaires comme certaine). Or, la privatisation d'EDF, outre son montant exceptionnellement élevé puisqu'elle portait sur près de sept milliards d'Euros, ne répondit pas aux attentes des amateurs de l'effet d'aubaine. Lors des premières cotations qui ont suivi cette privatisation, l'action EDF s'est inscrite dans un mouvement de baisse à l'origine de pertes atteignant les investisseurs qui avaient souscrit dans un unique but d'investissement gagnant à court terme. Et comme ce gain était considéré comme certain, leur déception fut vive. L'on notera que l'action EDF a connu ensuite un remarquable parcours boursier, qui perdure encore actuellement, permettant à ses actionnaires d'origine de réaliser une réelle plus value, réconciliant ainsi les tenants de l'investissement boursier à moyen – long terme avec une réalité qui avait jusqu'à présent privilégié les partisans de l'effet d'aubaine.

Marris de ne pas avoir bénéficié de l'effet d'aubaine espéré, un certain nombre de souscripteurs ont rapporté à l'AMF les pratiques commerciales des banques lors de ces périodes de commercialisation intense d'instruments financiers sous la houlette d'un État soucieux de réussir une opération de privatisation par ailleurs politiquement controversée. En conséquence, l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête auprès de la majorité des banques de détail ayant participé à cette opération, enquête qui se développa en deux temps. Fin décembre 2005, l'AMF demanda à ces établissements de lui communiquer rapidement le résultat de leurs contrôles internes sur cette opération. Après avoir réceptionné ces rapports et analysé leurs conclusions, l'AMF diligenta des contrôles auprès de plusieurs agences de ces réseaux pour s'assurer du respect des prescriptions légales et réglementaires applicables lors de cette opération. À l'issue de ces contrôles, deux établissements se sont vus notifier des griefs qui les ont conduits devant la Commission des sanctions.

Le grief commun aux deux décisions de sanctions a trait aux modalités de réception des souscriptions. L'importance de cette opération, les dates de réalisation de l'opération concrètement concentrée sur quelques jours, conjugués à la pression médiatique, commerciale et au cas présent, politique, ont rendu la commercialisation de ces titres extrêmement délicate.

En raison de ce contexte, l'AMF constate que ces établissements n'ont pas été en mesure de présenter un justificatif des souscriptions par les clients auquel s'ajoutait parfois la même absence concernant l'ordre de vente par le client dans le cadre de l'effet d'aubaine à tort espéré. Ce manquement à l'article 322-6 du règlement général de l'AMF applicable au moment des faits est patent. Infraction matérielle, il est constaté sans possibilité de discussion. Assis sur la fonction de teneur de compte conservateur de ces établissements, ce manquement est toujours d'actualité et codifié à l'actuel article 322-6 du RG AMF. Il révèle la précipitation et la hâte des réseaux commerciaux à réussir une opération d'importance.

La décision rendue à l'encontre de l'une des banques est à cet égard intéressante car sa lecture conduit l'AMF à proposer une ligne de conduite à suivre par les établissements lors de ces opérations d'envergure. Consciente du peu de

temps disponible pour les réseaux lors de la réalisation de ces opérations, l'AMF reconnaît clairement la validité de la pratique de la pré-commercialisation à l'aide de bulletins dits de réservation adressés aux clients. Ces bulletins adressés et signés par les clients sont valables à condition d'être ensuite confirmés par les clients, notamment lors de leur information des conditions définitives de l'opération avec la mention ou la remise de la documentation légale visée par l'AMF. Plus généralement, ces opérations exigent des établissements une traçabilité sans faille des instructions des clients, ce que le sort toujours favorable de ce type d'investissement à court terme avait contribué à faire oublier par les collaborateurs de réseaux commercialisateurs fortement sollicités. La commercialisation bâtie sur une pré-réservation, acceptée par la Commission des sanctions est intéressante, car elle contribue à desserrer la contrainte pesant sur les réseaux commerciaux. À une phase de sollicitation active des clients, lancée alors que l'opération est annoncée sans que les conditions n'en soient encore précisément connues, succède une phase de réalisation où seuls les clients ayant manifesté une marque d'intérêt sont sollicités. La concentration de l'action des forces commerciales s'opère lors de ce deuxième temps vers des clients réellement intéressés, avec des chances importantes de concrétisation de cet intérêt sous forme de souscriptions.

Mais l'intérêt des clients, quelles que soient les modalités de souscriptions retenues, doit toujours être respecté. La décision rappelle clairement cette exigence, fondée sur le dispositif alors en vigueur, codifié aux articles 321-46 et suivants du règlement général de l'AMF, qui a pour but de s'assurer que la souscription proposée aux clients s'inscrit dans ses objectifs et qu'il a bien été à même d'en comprendre les risques et avantages. Ce dispositif, antérieur à celui mis en place par la transposition de la directive Marchés d'instruments financiers (MIF), avait anticipé les mesures particulières mises en œuvre depuis le 1^{er} novembre 2007 par l'ensemble des établissements bancaires. L'AMF s'est attachée lors de ses contrôles à s'assurer de la mise en œuvre de ces dispositions qui permettaient de s'assurer, en toute rigueur et objectivité, que ces souscriptions correspondaient bien à l'intérêt du client.

La décision de la Commission des sanctions est d'ailleurs assez discrète sur ce point. On aurait ainsi apprécié que celle-ci, qui poursuit à travers l'édification de sa jurisprudence une œuvre pédagogique bienvenue, illustre ses propos en mettant en exergue quelques cas de souscriptions qui n'auraient pas correspondu à l'intérêt des clients selon son appréciation des textes. Or, pour justifier de ce chef de condamnation, elle se fonde sur l'existence d'un « petit mémento à l'attention des nouveaux commerciaux », qui ne faisait pas, semble-t-il ou alors de manière insuffisante, état de l'impératif primordial constitué par la nécessaire bonne adéquation du placement avec les besoins-objectifs et compréhension-compétence du client. Pire encore, ce « petit mémento » incitait les clients à bénéficier de l'effet d'aubaine. Certes en lui-même, cet effet n'est pas répréhensible car il peut correspondre à un objectif à court terme du client, mais il appartient au réseau bancaire commercialisateur de se soucier de la capacité des clients

à financer leurs achats. Ainsi, l'examen de leur capacité à supporter les éventuelles pertes et moins values liées à la souscription des actions EDF dans le cadre de l'OPO constitue un point de passage essentiel de l'action commerciale. Pour avoir omis de le préciser dans son petit mémento, la banque est condamnée.

On notera que la commission des sanctions ne reprend pas dans sa décision un éventuel manquement qui aurait été constitué par l'absence d'un contrôle préalable des provisions des clients souscripteurs. La Commission semble s'attacher d'avantage à une approche pragmatique liée à la connaissance de la surface financière des clients et à leur possibilité générale de souscrire à l'opération plutôt qu'à un contrôle systématique des provisions dont il conviendrait d'ailleurs de déterminer la date (celle de la souscription apparaîtrait logique mais la seule date importante serait bien celle du règlement-livraison). S'agissant de la question du contrôle de la couverture des opérations passées au comptant par les clients, l'on citera un intéressant arrêt rendu par la Chambre commerciale de la Cour de cassation le 4 novembre 2008, qui considère que ce contrôle relève des règles de bonne conduite. Nous reviendrons sur cette décision dans notre prochaine chronique.

Cette sanction à l'encontre de BNPP est à mettre en regard avec celle, récente, de certaines Caisses d'Épargne du 5 juin 2008⁹. Dans ces deux dossiers, l'on constate l'importance que la Commission des sanctions attache à la formation-information des collaborateurs des réseaux, dont témoigne l'examen attentif qu'elle fait de cette documentation. Sur ce point de la traçabilité de la connaissance du client, l'on devine à la lecture de la décision que les procédures alors en place étaient peu contrôlées et donc, non réellement appliquées à l'ensemble des dossiers des clients. Ce point, dont il ne faut pas mésestimer l'importance est lié à l'activité de la banque de détail et à l'inévitable inertie née de traitements industriels de dossiers concernant des millions de clients. La transposition de la directive MIF le 1^{er} novembre 2007 a été, à cet égard, à l'origine d'une importante action des réseaux bancaires de détail qui à l'aide de systèmes d'information adéquats dans le cadre d'une politique volontariste ont constitué les bases d'une bonne traçabilité de la connaissance de leur clientèle, préalablement catégorisée en clients non professionnels ou professionnels, voire encore contreparties éligibles (Comofi, art. L. 533-16, et les textes subséquents). L'on ajoutera que cette connaissance des clients favorise les actions de pré-réservation dont elle constitue une des conditions de réussite. Et c'est sans doute parce que ces deux établissements, comme les autres de la Place, ont, depuis l'époque de la privatisation des actions EDF, mis en place cet important chantier de la connaissance de leurs clients et de la traçabilité de leurs instructions ou des conseils qu'ils leur délivrent, que la Commission des sanctions est restée discrète sur ce thème majeur.

Dans le même ordre d'idées, l'on peut être surpris dans ces décisions d'aucune mention relative aux commissionnements dits « à l'acte » dont pouvaient bénéficier

les collaborateurs des réseaux. Ces pratiques incitatives, alors fréquemment rencontrées, sont à l'origine d'un conflit d'intérêts entre le collaborateur et ses clients. Elles pouvaient, en effet, conduire les collaborateurs à prescrire au client un produit fortement commissionné alors même qu'il ne correspondait pas aux attentes et compréhension du client. En a-t-il été de même pour la privatisation EDF? L'AMF a-t-elle rencontrées de telles pratiques? La décision de la Commission des sanctions est muette sur ce thème, sauf de manière indirecte lors de la dénonciation de la pratique de la « démultiplication » des ordres, reprochée et justificatrice d'un manquement de la part de la Société Générale. Là encore, on peut penser que la Commission a pris en considération l'abandon par les établissements des pratiques de commissionnement à l'acte dans le cadre du vaste mouvement de réforme initié lors de la transposition de la directive MIF. On notera d'ailleurs que certains établissements dont la Société Générale ont, avec bonheur, communiqué sur l'abandon de ces pratiques de commissionnement à l'acte pour renforcer la confiance de leur clientèle.

S'agissant de la pratique de la « démultiplication », l'on doit reconnaître que cette pratique a été favorisée par l'absence, alors fréquente, dans les dossiers clients de renseignements concernant la famille des titulaires de comptes. Il était alors facile pour les clients, éventuellement inspirés par des collaborateurs zélés, de s'inventer une famille qui leur permettait de « pleinement » participer à l'opération de privatisation. Là aussi, les efforts réalisés depuis 2005 par les établissements bancaires, notamment dans le cadre plus général de la lutte contre le blanchiment, ont permis de répondre aux impératifs de la réglementation propre aux privatisations. Finalement, ce qui semble être reproché à la Société Générale, c'est d'avoir accepté bon nombre de souscriptions émanant de familles nombreuses sans s'en être émue outre mesure.

Ces décisions de la Commission des sanctions entrent en résonance avec celles rendues par la chambre commerciale de la Cour de cassation au printemps 2008, et notamment celles rendues les 12 février et 8 avril 2008¹⁰. Plus généralement, l'on assiste à un déplacement de l'approche protectrice des clients. Jusqu'alors, ces mesures étaient centrées sur le produit commercialisé et la bonne information-compréhension du client. Il revient à l'ensemble de ces décisions de déplacer la protection du client, non seulement sur le produit, mais et surtout sur la bonne adéquation de la souscription d'un produit financier avec les objectifs du souscripteur, sa situation et ses compréhensions-compétence en matière financière. L'ensemble de ces points ont notamment été revus avec la transposition de la directive MIF en droit français. Depuis la commercialisation des titres EDF en novembre 2005, la situation et les pratiques des établissements ont changé, conséquence des efforts importants qu'ils ont accomplis.

Pour conclure, l'on remarquera que la privation des actions EDF et intervenue de manière concomitante à la

9. Cf. cette chronique n° 120 juil.-août 2008, n° p. 21.

10. Cf. cette chronique n° 119 mai-juin 2008, p. 23.

publication du rapport de M. Jacques Delmas-Marsalet sur la commercialisation des produits d'épargne qui a annoncé ces réformes. Si ces condamnations donnent rétrospectivement raison aux conclusions de ce rapport (mais en était-il besoin ?), l'on regrettera qu'il n'ait pas été davantage lu dès sa parution par les responsables en charge de la commercialisation des actions EDF.

Responsabilité civile des intermédiaires – Appel de couvertures.

Paris, 12 juin 2008, Bernard / Natixis (1^{re} espèce) ; Paris, 15 mai 2008, Brient / HSBC Securities France (2^e espèce) ; Cass. Com., 4 novembre 2008, X / CRCA Champagne Bourgogne. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec 2001, 3^e éd., n° 989 et s.

1^{re} et 2^e espèce : Ces deux décisions font parties désormais de l'histoire du droit et on ne les citera que pour mémoire. On sait que depuis un arrêt de la chambre commerciale du 26 février 2008¹¹, la jurisprudence de la Cour de cassation, en se fondant à la fois sur les règles de droit commun de la responsabilité contractuelles et sur celles relatives aux obligations professionnelles des prestataires de services d'investissement, a considéré que le non-respect des règles de couvertures pouvait être sanctionné au titre de la responsabilité de l'intermédiaire, ces règles ayant désormais comme objectif tout à la fois de protéger le prestataire et le marché tout comme le client lui-même. Cette évolution de la jurisprudence, parfois qualifiée de revirement, n'a pas encore été totalement intégrée par les juges du fonds. En témoignent les deux décisions de la cour d'appel de Paris du 15 mai et 12 juin 2008. Dans la première espèce, La Cour reconnaît que si l'intermédiaire doit se comporter avec loyauté et agir au mieux des intérêts du client, citant en ce sens l'article L. 533-4 du code monétaire et financier dans sa rédaction alors applicable, « l'intérêt du client ne saurait faire écarter l'application des règles impératives édictées pour la sécurité du marché et du prestataire lui-même ». En l'espèce, il était reproché au PSI d'avoir refusé une promesse de nantissement en l'absence de respect des règles de couverture des ordres passés. La cour écarte la responsabilité de l'intermédiaire en considérant que celui-ci n'a pas commis de faute dans la mesure où une promesse de nantissement ne constitue pas une couverture au sens des règles applicables à ces dernières. Dans la seconde espèce, la même cour de Paris écarte là encore la responsabilité du PSI en estimant que celle-ci ne doit pas être retenue dans la mesure où le donneur d'ordre a reçu une information suffisante concernant la constitution d'une couverture des ordres puisque la convention d'ouverture de compte signée comportait les principales règles de couverture mais que surtout le donneur d'ordre ne peut se prévaloir de l'inobservation par l'intermédiaire des règles relatives à la mise en œuvre ou à la sanction de l'obligation de couverture des opérations.

3^e espèce : L'arrêt de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 4 novembre 2008 est important à plusieurs titres ; nous ne ferons qu'en signaler son existence ici, une étude approfondie étant réalisée lors de notre prochaine chronique. En premier lieu, cet arrêt confirme la jurisprudence énoncée par la même chambre dans sa décision du 26 février 2008 qui, en application tout à la fois de l'article 1147 du Code civil et de l'article L. 533-4 du Code monétaire et financier (dans sa rédaction alors applicable), rend responsable le prestataire de services d'investissement vis-à-vis de son client en cas de non-respect des règles de couverture d'ordres de bourse. En second lieu, cette décision étend au marché au comptant l'obligation de mise en garde du PSI à l'égard de son client, alors que l'on se souvient que la jurisprudence Buon, vivement critiquée sur cet aspect, ne s'appliquait que pour les seules opérations spéculatives sur les marchés à terme. Il s'agit là d'une évolution heureuse qui tient compte non seulement de la disparition depuis plus de 10 années du marché dit à « règlement mensuel », mais qui surtout élargit au-delà des seules opérations à terme la notion d'opération spéculative : si le critère de l'obligation de mise en garde reste bien la notion d'opération spéculative (ce qui reste à confirmer, l'arrêt étant muet sur ce point), celle-ci ne saurait s'assimiler aux seules opérations sur les marchés à terme, certaines de ces opérations à terme étant moins spéculatives que d'autres alors qu'à l'inverse certaines opérations au comptant présentent un degré de risque plus fort (un achat de *call* est moins dangereux qu'un achat au comptant).

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Ventes à découvert – Interdiction (non) – Restrictions (oui).

Communiqué de l'AMF du 19 septembre 2008 sur les ventes à découvert.

La liste des pays à avoir prohibé ou encadré plus ou moins largement le dispositif des ventes à découvert est aujourd'hui longue puisque l'Allemagne, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, la France, la Grèce, la Hollande, Hong Kong, l'Irlande, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Norvège, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et Taïwan disposent désormais de règles d'exception en la matière. L'enchaînement est d'ailleurs intéressant puisque ces différentes mesures ont été adoptées quasi simultanément à partir du 18 septembre, la Suède ayant fermé la marche assez tardivement le 10 octobre. Il faut également observer que le mouvement a été lancé par une décision concertée des régulateurs américains et anglais, la Securities and exchange commission et la Financial services authority, mais que la première a retiré ses mesures dès le 8 octobre en suite de l'adoption de l'Emergency Economic Stabilization Act of 2008.

Le contexte dans lequel ont été prises ces mesures

11. Cass. Com., 26 février 2008, Medhi X / Cortal Consors, Banque & Droit n° 118, cette chronique.

n'a sans doute pas besoin d'être rappelé outre mesure puisque la plongée brutale des marchés boursiers qui a concerné d'abord les titres des institutions financières, traduisant une perte de confiance générale dans le système financier et faisant craindre pour sa pérennité, affecte maintenant toute l'économie. Il n'en reste pas moins que se reportant deux mois et demi plus tôt, la situation apparaissait éminemment critique, justifiant d'une intervention d'urgence des régulateurs pour assurer que la plongée rapide de cours boursiers des établissements bancaires ne soit pas accélérée et stimulée par l'intervention de vendeurs à découvert qui, dans la panique générale, semblaient faire un pari peu risqué en se positionnant ainsi. C'est ainsi que l'AMF a publié son communiqué du 19 septembre sur les ventes à découvert¹² portant sur des titres de capital émis par les établissements de crédit et entreprises d'assurance négociés sur les marchés réglementés français (Euronext Paris, MATIF et MONEP). Ce communiqué, « entré en application » le 22 septembre 2008 et pour une durée minimale de 3 mois, invite à deux séries de réflexions : l'une sur le communiqué lui-même ; l'autre de nature plus générale.

Réflexions sur le communiqué AMF lui-même

On relèvera bien sûr, et en premier lieu, la forme puisqu'il s'agit d'un simple communiqué dont la force dans notre ordonnancement juridique, et compte tenu des conditions de mise en œuvre par l'AMF de ses pouvoirs réglementaires, semble bien inopérante. Cela affecte directement la portée juridique des dispositions prises. En premier lieu, un communiqué ne peut certainement pas servir de base à la mise en œuvre de la capacité qu'à l'Autorité de pouvoir, « en tant que de besoin, fixer, de manière temporaire ou permanente, des règles de couverture plus strictes pour un instrument financier ou un marché déterminé » (RG AMF, art. 516-5, al. 2), lui permettant ainsi d'affirmer que « tout investisseur transmettant un ordre de vente avec service de règlement et livraison différés sur l'une des valeurs concernées, doit disposer dans les livres de son intermédiaire financier d'une couverture à 100 % constituée des titres appelés à être vendus ». Pas plus, un communiqué ne peut constituer la base légitime d'une obligation assujettissant le « prestataire de service d'investissement recevant un ordre de vente portant sur l'une des valeurs concernées [à] requérir, de la part de son donneur d'ordre, le dépôt dans ses livres, préalablement à l'exécution de l'ordre, des titres appelés à être vendus ou, s'il n'assure pas lui-même la conservation des avoirs de son client, obtenir de sa part l'assurance de la détention des titres en cause » : il n'est même pas sûr d'ailleurs qu'une simple décision suffirait à transformer en obligation la possibilité prévue par l'article 570-1 du règlement général qui sert à appuyer cette exigence. De même en est-il pour ce qui concerne l'injonction faite, d'une part, aux personnes détenant « une position économique nette à la baisse supérieure à 0,25 % du capital de l'une des sociétés concernées »,

d'en informer l'AMF et le marché, au plus tard en J+1, « par tout moyen approprié », d'autre part, aux institutions financières de « s'abstenir », et l'on notera le terme utilisé, de prêter l'un des titres concernés, sauf « s'il s'agit de couvrir une position déjà prise, de respecter un engagement contracté avant la mise en œuvre des présentes mesures ou encore, d'une manière générale, s'il s'agit d'une opération sans lien avec une prise de position économique à la baisse ».

Le communiqué affirme par ailleurs que « toute personne qui exécute pour compte propre ou pour compte de tiers une opération ayant pour objet ou pour effet de contrevenir aux présentes dispositions, ou de les contourner, sera considérée comme susceptible d'avoir commis un abus de marché ». On s'interroge bien sûr sur une telle affirmation alors que les ventes à découvert sont couramment utilisées depuis longtemps et qu'il n'a jamais été question de les sanctionner sur le fondement de la commission d'un abus de marché. D'ailleurs, alors que le champ du communiqué est réduit aux seuls titres des institutions financières, pourquoi le même fait serait-il constitutif d'un abus de marché pour ces titres et non pour tous les autres ? De deux choses l'une, soit cette pratique est irrégulière et il faut l'interdire pour tous les titres, soit elle est régulière et l'on ne voit pas pourquoi elle ne serait pas adaptée pour les titres financiers. On relève à ce propos que la décision de sanction prononcée contre la Banque d'Orsay, et commentée dans cette même chronique, ne se place aucunement sur le terrain des abus de marché...

Si le juriste ne peut ainsi qu'être désarçonné par l'apparente insouciance de l'autorité administrative indépendante qu'est l'AMF dans l'utilisation de son pouvoir réglementaire, il ne peut cependant oublier la fonction sociale du droit et, plus généralement, de la régulation. L'urgence et la perte de confiance dans la pérennité du système financier que l'on a déjà rappelées justifiaient certainement une réaction forte et visible du régulateur. Cette réaction était en l'occurrence d'autant plus nécessaire que la stigmatisation du processus de vente à découvert et des « vils spéculateurs » qui l'utilisent, à l'œuvre depuis plusieurs mois, connaissait mi-septembre une apogée telle que, ni le pouvoir politique, ni l'opinion publique, n'aurait compris que l'autorité de marché reste inerte, sauf à avouer son impuissance et donc, sa faiblesse. On croit discerner d'ailleurs dans l'enchaînement des événements et le communiqué lui-même l'aveu d'une action sous pression. Il faut ainsi noter que le communiqué du 19 septembre a été précédé daté du même jour d'un autre communiqué par lequel « Michel Prada, Président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), rappelle que les règles en vigueur à Paris obligent tout vendeur de titres sur le marché réglementé à livrer les titres sous trois jours », et précisant ensuite, d'une part, que dans « la période actuelle, où il importe que des mouvements spéculatifs n'entravent pas le retour à l'équilibre des marchés, l'AMF sera d'une vigilance et d'une sévérité extrêmes sur le respect de ces règles », d'autre part, que l'Autorité « se concerte avec les autres régulateurs de marché de la zone euro sur les dispositions applicables à ces opérations ». Les raisons de la volte-face qu'opère quelques heures plus tard le communiqué qui « interdit » les ventes à découvert sur les titres financiers se trouvent certainement dans le constat qui en forme

12. Voir « Crise financière : l'AMF hors la loi... Pour la bonne cause », T. Bonneau, RDBF, septembre-octobre 2008, p. 2.

L'introduction « Les autorités américaines et britanniques viennent de prendre des dispositions exceptionnelles relatives aux ventes à découvert sur les titres des sociétés de leur ressort, ayant pour effet d'amender la réglementation en vigueur, du fait de la situation de leur secteur financier et de leurs marchés respectifs ». Voilà qui transforme en vœu pieux la concertation évoquée en premier lieu et qui a sans doute obligé à l'action immédiate !

Dans leur appréciation de la portée du communiqué, les acteurs de marché ne sont pas d'ailleurs placés sur le terrain de sa légalité mais sur le terrain de sa mise en œuvre opérationnelle qui s'est révélé semé de chausse-trappes. C'est ainsi, mais sans entrer dans le détail, que les jours qui ont suivi sa publication ont vu un intense travail de Place pour en préciser les conditions d'application sans effet disproportionné pour toute une série d'activités : le 23 septembre, l'AMF a ainsi publié un document de questions – réponses sur le communiqué du 19 septembre, qui a lui-même été complété par une lettre du 29 septembre adressée par le secrétaire général de l'AMF au délégué général de l'AMAFI.

Réflexions générales

La première n'est pas juridique : on ne s'y attardera pas donc, mais on ne peut certainement pas l'occulter. La mise au ban du mécanisme de la vente à découvert et de ceux qui l'utilisent doit, une fois la tempête passée, être examinée avec soin : comme le soulignent de nombreux travaux scientifiques, ce mécanisme a en effet une utilité réelle pour l'efficacité du processus de formation des prix de marché et pour lutter contre la formation de bulles spéculatives¹³. Gageons que dépassionner et objectiver le débat sera l'objet du groupe de travail dont l'AMF a annoncé le 6 novembre la mise en place sous la présidence de deux membres de son collège : on est toutefois surpris qu'il ait fallu presque deux mois pour cette constitution alors que les mesures prises par le communiqué du 19 septembre sont valables pour « une durée minimale de 3 mois, période au cours de laquelle l'AMF se réserve de procéder à toute adaptation justifiée par l'évolution du marché » et à l'issue de laquelle « l'AMF appréciera celles des mesures, notamment relatives à la transparence des

opérations de ventes à découvert, qui seront appelées à demeurer en vigueur ».

La seconde réflexion, désabusée par rapport à l'ambition du grand marché européen intégré, a trait à la cacophonie européenne que cette question a suscitée, chacun adoptant à son tour des mesures d'exception parce que l'autre l'a fait : mesures certes proches, mais jamais complètement identiques... La faute ici est moins sur l'AMF que sur la FSA qui est celle qui a lancé le mouvement, et on relève à cette occasion l'axe de force transatlantique sur lequel est le régulateur britannique plutôt qu'euro-péen. On peut certes comprendre que l'urgence n'ait pas permis la concertation qui aurait été souhaitable compte tenu des délais qu'elle implique, mais on regrette que deux mois plus tard, rien de plus n'ait été fait. Une lettre, adressée au secrétaire général de CESR par l'AMAFI et la London Investment Banking Association (LIBA), demandant une harmonisation *a minima* sur quelques points clés est ainsi restée pour l'heure lettre morte. Cette harmonisation est pourtant totalement essentielle dans un environnement où il semble difficile d'analyser les restrictions qui pèsent sur la technique de la vente à découvert autrement que comme une règle de conduite des opérateurs, et donc comme une règle dont le contrôle et la sanction, depuis l'entrée en force de la directive MIF, dépendent de l'autorité d'origine de l'opérateur. Imagine-t-on sérieusement, alors que chaque régulateur ne se préoccupe que de ses titres nationaux, qu'il va s'attacher à faire respecter, par les acteurs qu'il régule, les dispositions prises par ses homologues pour protéger « leurs » titres, ces dispositions étant au demeurant non exactement les mêmes que les siennes ? Dans le même temps, comme aucun établissement ne peut se réfugier derrière ce caractère transfrontière non opérant des règles concernées, chacun doit s'y conformer quand même, avec toutes les difficultés qui en résultent.

Souhaitons alors que la crise, même si son champ est mondial et non seulement européen, invite les régulateurs rassemblés au sein de CESR à veiller à l'avenir à la cohérence toujours plus grande de leurs actions. ■

13. Dans une littérature abondante, on renvoie à « L'interdiction des ventes à découvert est une erreur », D. Ceolin, La Tribune, 29 sept. 2008, p. 21.