

Chronique financière et boursière



Hubert de Vauplane
Direction des affaires juridiques
Banque Paribas

Manipulation de cours. «Acheté/vendu». Opération entravant le libre établissement des cours (oui)

Société Marseillaise de crédit/Cob, 16 décembre 1997.

Constitue une manipulation de cours ayant pour effet de fausser le fonctionnement du marché et de procurer un avantage injustifié l'opération d'«acheté/vendu» réalisée dans le but de restaurer la confiance des investisseurs.

La présente décision de la Cob souligne les limites à l'utilisation de la technique boursière des «achetés/vendus». Celle-ci consiste, pour un même donneur d'ordres, à passer un ordre d'achat et vente simultanée de même caractéristique (19). En conséquence, si l'opération conduit bien à faire coter un cours de bourse, elle ne se traduit par aucun transfert de propriété. En pratique, un «acheté/vendu» prend la forme d'une «application». Un «acheté/vendu» est généralement utilisé afin de «faire coter» un titre peu liquide, comme au cas présent, ou encore, pour faire «tourner» un portefeuille en fin d'année (souvent pour des raisons fiscales). Dans le cas présent, la Société Marseillaise de crédit, société détenue par l'État, a procédé le 7 mai 1984 à une émission de titres participatifs. Au début des années 90, ces titres s'échangeaient autour de 1 450 francs, le cours ne cessant de baisser par la suite, jusqu'à un plancher de 701 francs en décembre 1995, en raison des résultats affichés par la SMC. Entre le 21 et le 29 décembre 1993, le titre a cependant connu une forte poussée de ses cours, ce qui attira l'attention de la Cob qui ouvrit une enquête en mars 1996. Les investigations menées par la Commission ont conduit celle-ci à montrer que pendant la période de hausse, une société de bourse avait été le principal intervenant à l'achat. Celle-ci a acquis un nombre important de titres pour le compte d'une filiale de la SMC, la société GP banque. Ces opérations, ainsi qu'un certain nombre d'«achetés/vendus» pour le compte de la SMC, ont constitué la quasi-totalité des opérations sur le titre participatif, faisant ainsi monter artificiellement le cours du titre participatif de plus de 17 %. Ces opérations ont permis au groupe SMC de ne pas provisionner un nombre important de titres participatifs comptabilisés à un coût moyen de 1 220 francs, soit précisément le cours atteint à la suite des interventions litigieuses. Dans ses conditions, la Commission a notifié à la SMC les griefs qui lui étaient reprochés au titre des articles 3 et 4 du règlement Cob n° 90-04.

Les dirigeants de la SMC n'ont fourni aucune explication sur la hausse du cours ; ils se sont bornés à indiquer dans leurs auditions qu'ils n'avaient pas été informés de ces opérations. Cependant, le relevé des instances du Comité exécutif de la SMC du 20 décembre 1993 a montré qu'il était prévu, pour éviter une baisse du cours du titre participatif, de garantir une rémunération de 6 % sur le dernier cours avant érosion. Il était aussi projeté d'autres mesures techniques qui auraient été annoncées par voie de presse mais sur lesquelles la Cob avait donné un avis défavorable. «*Considérant que l'ensemble de ces indices montre que la finalité des opérations effectuées [par la société de bourse] obéissait au souci de faire coter la valeur à un cours prédéterminé dans le but de restaurer la confiance des investisseurs ; que par ces manœuvres, la SMC, inversant la tendance à la baisse du cours du marché, a conduit le cours à une remontée de 17,3 % entre le 21 et le 29 décembre 1993 ; que par la suite, lorsque la société a cessé d'intervenir sur son titre participatif par l'intermédiaire de [la société de bourse] les cours, après deux jours de maintien à 1 220 francs, ont baissé à nouveau ; considérant que par ces pratiques, la SMC a entravé le libre établissement des cours [...]*». Le montant de l'amende est symbolique (10 000 francs), la Cob ayant pris en considération le fait que les opérations n'ont pas causé de préjudice au marché compte tenu du fait qu'elles ont porté sur un nombre restreint de titres, que GP Banque était le seul acheteur sur le marché et que les vendeurs ont retiré le bénéfice d'une liquidité immédiate et d'un cours favorable. On s'étonnera d'une telle motivation de la Commission. On sait en effet que les sanctions prononcées par une autorité administrative indépendante comme la Cob (comme celles du Conseil de la concurrence ou du Conseil supérieur de l'audiovisuel) obéissent à des règles particulières de la part du Conseil constitutionnel. Trois principes essentiels doivent être appliqués : celui de non-rétroactivité des lois qui concerne «toute sanction ayant le caractère d'une punition» (20), le principe de nécessité et de proportionnalité (21), et celui du respect des droits de la défense. Ainsi, la proportionnalité doit tenir compte du préjudice lui-même et non des circonstances qui ont occasionné celui-ci. Dès lors, le montant de la réparation aurait dû être calculé par rapport au cours de bourse avant les opérations d'«achetés/vendus», quelle que soit par ailleurs la situation des porteurs de titres.

Cette affaire souligne les limites d'intervention pour un émetteur sur ses propres titres. Même si ces conditions seront prochainement assouplies dans le cadre du DDOEF en discussion devant le parlement, tout risque de manipulation de cours en la matière ne doit pas être écarté, au contraire. En

effet, dès lors qu'il sera plus facile pour un émetteur de procéder au rachat de ses titres, il conviendra pour celui-ci de veiller tout particulièrement aux risques d'utilisation d'information privilégiée et de manipulation de cours.

(19) H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit de la Bourse, Litec*, 1994, § 285, p. 196.

(20) Cons. constitutionnel, 30 décembre 1982.

(21) Cons. constitutionnel, 30 décembre 1987 ; 19 janvier 1989 et 29 juillet 1989.