

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique et conformité
Groupe Crédit Agricole



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



BERTRAND DE SAINT MARS
Délégué général adjoint
Amafi



JEAN-PIERRE BORNET
BPCE

■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

Faillite Lehman – Condition de la compensation au regard du droit de la faillite US – Application des règles spéciales de *safe harbor* en matière de *netting* (non) – Exigence de réciprocité (oui) – Refus de compenser (oui).

US Bankruptcy Court SDNY, *Swedbank v. Lehman*, 5 mai 2010.

La compensation opérée par le créancier ne satisfait pas à la condition de réciprocité de la Section 553 du Code de la faillite américain, au motif que les créances à l'encontre de l'établissement en faillite étaient nées avant le dépôt de bilan, alors que les obligations envers le failli liées à des dépôts en banque étaient nées après le dépôt de bilan.

Les conditions d'application du *close out netting* permettant de mettre en œuvre une compensation envers la contrepartie en défaut en cas d'ouverture d'une procédure collective à son encontre sont d'interprétation strictes. La récente décision rendue dans une affaire opposant la Swedbank à Lehman en est la parfaite illustration en droit américain.

En l'espèce, avant le dépôt de bilan de LBHI intervenu le 15 septembre 2008, la Swedbank était partie à quatre contrats-cadres (ISDA Master Agreements) avec diverses filiales de Lehman dans le cadre desquels LBHI s'était porté caution. LBHI était également le débiteur principal au titre d'un ISDA Master Agreement entre LBHI et la Swedbank, lequel prévoyait un large droit conventionnel de compensation. Le dépôt de bilan de LBHI a mis en jeu certains cas de rupture de contrat liés à la faillite aux termes de ces ISDA Master Agreements, en vertu de quoi des paiements d'un montant de 13,9 millions de dollars liés à la rupture des contrats étaient prétendument dus à la Swedbank. La Swedbank se prétendait également détentrice d'une créance d'environ 18 millions de dollars sur LBHI au titre d'un billet à ordre *senior* détenu par la Swedbank. Le solde du compte Swedbank était de 2 140 897,40 SEK au 15 septembre 2008. Peu après, la

Swedbank procédait au « gel administratif » du compte Swedbank, interdisant tout retrait de fonds par LBHI mais permettant toutefois le dépôt et/ou virement de montants supplémentaires sur le compte, ce qui a abouti à l'accumulation de fonds supplémentaires de 82 765 466,45 SEK. Swedbank informait par la suite LBHI de son intention d'exercer son droit conventionnel de compensation en compensant les obligations de la Swedbank en qualité de banque dépositaire des fonds à l'égard des montants déposés sur le Compte Swedbank avec les obligations de LBHI aux termes des ISDA Master Agreements et du billet à ordre. LBHI déposait alors devant le juge américain une requête visant à obtenir à l'encontre de la Swedbank une ordonnance d'application de la suspension des poursuites et de paiement des fonds déposés postérieurement au dépôt de bilan.

Le Tribunal de la faillite du district sud de New York a jugé que la compensation à laquelle la Swedbank avait procédé ne satisfaisait pas à la condition de réciprocité à laquelle la compensation (*set off*) est soumise aux termes de la Section 553 du Code de la faillite américain, au motif que les créances de la Swedbank à l'encontre de LBHI étaient nées avant le dépôt de bilan, alors que les obligations envers LBHI liées à des dépôts en banque que la banque cherchait à compenser étaient nées après le dépôt de bilan. La Section 553 dispose, dans sa partie concernée, que : « Sauf disposition contraire de la présente section et des sections 362 et 363 du présent titre, le présent titre n'affecte aucunement le droit d'un créancier de compenser une dette réciproque due par ledit créancier au débiteur et née avant l'ouverture de la procédure aux termes du présent titre avec une créance dudit créancier à l'encontre du débiteur née avant l'ouverture de la procédure ». Le tribunal a souligné que, pour les besoins de l'analyse de la réciprocité, un créancier post-dépôt de bilan est considéré comme différent de l'entité d'avant dépôt de bilan au motif qu'il « n'a pas la même qualité ». La Swedbank a reconnu à l'audience que sa tentative de compensation ne satisfaisait pas à la condition de réciprocité (!). Elle a toutefois argué que les dispositions de *safe harbor* des Sections 560 et 561 du Code de la faillite rendent l'exigence de réciprocité de la Section 553 inapplicable dans ce contexte. La Section 560 prévoit, dans sa partie concernée, qu'un créancier « participant à un

swap » est en droit : « [d'exercer] tout droit conventionnel [...] de compenser [...] toutes valeurs de résiliation ou montants de paiement ayant pour origine ou se rapportant à la résiliation, la liquidation, ou la clôture anticipée d'un ou plusieurs contrats de swap » et que l'exercice de ce(s) droit(s) « n'est pas suspendu, écarté ou limité d'une quelconque autre manière par l'application d'une quelconque disposition du présent titre ou par un quelconque ordre émanant d'un tribunal ou d'une agence administrative dans le cadre de toute procédure ouverte en vertu du présent titre. » La section 561 prévoit, dans sa partie concernée, que : « L'exercice de tout droit conventionnel [...] de provoquer la résiliation, la liquidation ou la clôture anticipée d'un ou plusieurs [...] contrats de swap ou de compenser les valeurs de résiliation, montants de paiement, ou autres obligations de transfert découlant d'un ou plusieurs... contrats de swap ou s'y rapportant [...] ne sera pas suspendu, écarté ou limité d'une quelconque autre manière par l'application d'une quelconque disposition du présent titre ou par un quelconque ordre émanant d'un tribunal ou d'une agence administrative dans le cadre de toute procédure ouverte en vertu du présent titre ». En conséquence, la Swedbank arguait que son droit conventionnel de compensation prévu dans les ISDA Master Agreements n'était pas limité par la condition de réciprocité visée à la Section 553. Autrement dit, que les règles particulières au *close out netting* en matière d'instruments financiers prévalaient sur celles de droit commun.

Ces arguments n'ont pas convaincu le tribunal. Celui-ci a jugé que « [à] la simple lecture de leur texte, ces dispositions de *safe harbor* ne modifient en rien le principe axiomatique du droit de la faillite [...] posant une condition de réciprocité à l'exercice d'un droit de compensation. Ces dispositions de *safe harbor* ne visent tout simplement pas directement la condition de réciprocité de la section 553(a)... [et] [É]tant donné le silence des dispositions de *safe harbor* au sujet de la condition de réciprocité de la section 553(a), le tribunal refuse d'ajouter par son interprétation une exception à la loi ». Le tribunal souligne à l'appui de sa conclusion le fait que « le Congrès a promulgué les sections 560 et 561 bien après que la section 553 fut établie en tant que texte législatif constituant le fondement de l'autorisation de compensation dans le cadre d'une faillite et en parfaite connaissance de la condition de réciprocité établie par cette section ». Le tribunal adopte ainsi le raisonnement selon lequel « [s]i le Congrès avait eu pour intention de supprimer la condition de réciprocité de la section 553(a), il l'aurait fait de manière claire et directe ». En conclusion, le tribunal observe que « [L]es sections 560 et 561 préservent les droits conventionnels de compensation en ce qui concerne les obligations postérieures au dépôt de bilan – assurant ainsi pour l'essentiel à la contrepartie non débitrice du swap qu'[un] [...] dépôt de bilan ne fera pas obstacle aux attentes commerciales d'avant dépôt de bilan en matière de compensation », mais elles « n'améliorent pas la position d'une contrepartie non débitrice par rapport à ses attentes commerciales d'avant dépôt de bilan ». En conséquence, le tribunal conclut qu'un jugement permettant à la Swedbank d'exercer une telle compensation non réciproque « aurait un effet d'aubaine en faveur de la Swedbank au détriment d'autres créanciers ». Le tribunal a rejeté l'argument de la Swedbank selon lequel une condition de réciprocité ne devrait pas être introduite implicitement dans les Sections 560 et 561 puisque ces sections disposent que le « droit conventionnel » d'une partie à la « compensation »

ne doit pas être « suspendu, écarté, ou limité d'une quelconque autre manière par l'application d'une quelconque disposition du présent titre ». Le tribunal a également considéré comme « technique », plutôt que significative, la suppression du mot « réciproque » des dispositions connexes de *safe harbor* en matière de suspension des poursuites visées aux Sections 362(b)(6), (17) et (27) dans le cadre des modifications en dates de 2006 du Code de la faillite.

Le lendemain du prononcé de sa décision, le tribunal a rejeté la requête de la Swedbank visant à la suspension de l'application de la décision du tribunal dans l'attente du déroulement de la procédure d'appel et ordonné à la Swedbank de verser avant la fin de la journée à LBHI la totalité des montants déposés par cette dernière après son dépôt de bilan. Le même jour, la Swedbank a fait appel de la décision du Tribunal de la faillite du district sud de New York auprès de la United States District Court for the Southern District of New York.

Bien que cette affaire ne concerne que la compensation de créances antérieures à un dépôt de bilan avec des créances postérieures, elle a de plus larges implications. Le tribunal a jugé que, nonobstant l'absence d'une condition explicite de réciprocité à la compensation dans les dispositions de *safe harbor* des Sections 560 et 561, la réciprocité est « un aspect essentiel et parfaitement compris de la pratique en matière de faillite ». La faillite de Lehmann sera l'occasion de nombreuses autres décisions judiciaires dans différents systèmes de droit. Beaucoup des contestations réalisées par les liquidateurs porteront sur les droits des créanciers de Lehmann à mettre en œuvre tel ou tel article d'une convention les liant avec l'ancien courtier de New York. Parmi ces contestations, un certain nombre aura trait à la question de la compensation et du *close out netting*, soulignant qu'ici comme ailleurs, la question du régime dérogatoire des produits dérivés au droit commun de la faillite continue de poser problème. On signalera à cet égard les réflexions totalement préliminaires au sein d'Unidroit pour harmoniser en droit matériel les règles du *netting*. Gageons que ce projet rencontrera un certain nombre d'obstacles, à commencer par certains États qui ne souhaitent pas, ou plus, accorder des dérogations trop importantes au secteur financier.

Securities class actions – Droit pour les actionnaires français d'ester en justice devant les tribunaux américains (oui) – Contrariété à l'ordre public international français (non) – Abus de *forum shopping* (non).

Paris, 28 avril 2010, Vivendi v. Gérard et autres.

- Le droit d'ester en justice est un droit fondamental.
- Il n'existe aucune hiérarchie entre les différents fors compétents pour connaître du présent litige. Des liens sérieux existent entre le litige et le for américain. La compétence du juge américain ne résulte en l'espèce d'aucune manœuvre frauduleuse.
- L'abus de *forum shopping* ne peut être constaté alors que l'appréciation concrète d'une éventuelle contrariété de la décision de ce juge au regard de l'ordre public international

français, à supposer que celle-ci soit constitutive d'un tel abus, ne peut être posée en l'absence d'un jugement sur le fond du litige rendu à ce jour.

L'action intentée devant des tribunaux américains par des actionnaires français d'une société française côté à la fois sur une bourse en France et aux États-Unis d'Amérique dans le cadre d'une *securities class action*¹ n'est pas constitutive d'un abus de *forum shopping*. Confirmant la décision des premiers juges du fond², la cour d'appel de Paris réfute ainsi l'argumentation développée par Vivendi dans sa longue bataille contre les actionnaires français membres de la *class action* intentée aux États-Unis d'Amérique.

On se souvient que dans le différent qui oppose Vivendi à certains de ses (anciens) actionnaires dans le cadre de cette procédure judiciaire intentée devant un tribunal américain, l'une des défenses de la société était de contester le droit pour des actionnaires français de se joindre à la procédure intentée aux États-Unis³. L'objectif, en sortant les actionnaires français de la *class*, était de diminuer de façon substantielle le montant que Vivendi aurait – le cas échéant – à payer aux actionnaires en réparation de leur préjudice, les actionnaires français représentant une part très significative du capital de Vivendi en 2002 lors des faits incriminés, certains estimant cette part à plus de 65 % de la *class*. Vivendi ayant depuis lors été reconnu comme responsable par le jury du Tribunal fédéral du district sud de Manhattan le 29 janvier 2010 et le juge Holwell ayant refusé de reconsidérer l'exclusion des actionnaires français le 31 mars 2009, la question des dommages-intérêts alloués aux actionnaires n'en est que plus primordiale.

On comprend dès lors l'intérêt qu'avait Vivendi de sortir ces actionnaires de la liste des « victimes ». Soit du côté de la justice américaine, soit du côté de la justice française.

Pour confirmer la décision du juge de première instance, les magistrats de la cour examinent d'abord la question du for, puis celle de la fraude à la compétence du juge français et enfin la question de l'abus de *forum shopping*. Ils s'inscrivent dans la lignée de la jurisprudence Cornelissen qui fixe les conditions dans lesquelles le juge français peut accorder l'*exequatur* en France⁴.

Précisons d'emblée que la licéité du *forum shopping* est sujette à discussion, la notion même d'abus de *forum shopping* n'étant pas définie, voire sujette à controverse. La pratique de *forum shopping* consiste pour un plaideur à s'assurer l'accès au for le plus favorable à ses intérêts, que ce soit sur le terrain du fond, afin de profiter de l'ap-

plication de solutions substantielles plus intéressantes, ou plus fréquemment sur le terrain procédural, afin de bénéficier de procédures facilitant l'action en justice, telles que la *discovery*, les conventions de *contingent fees* ou encore précisément les *class actions*⁵. Mais dès lors, comme nous dit la Cour de Paris dans l'arrêt commenté, que « le droit d'ester en justice est un droit fondamental », en quoi le *forum shopping* serait-il constitutif d'un abus? N'est-ce pas, dans un monde d'économie libérale, l'essence même de la liberté reconnue à tout à chacun, y compris au justiciable, d'aller regarder vers ce qu'il y a de meilleur pour lui, ses intérêts et leur défense? Dans un univers où le droit se mondialise et où les systèmes juridiques eux-mêmes se font concurrents, le *forum shopping* n'est que la manifestation de cette concurrence entre les systèmes et l'on ne voit pas très bien en quoi il serait constitutif d'un abus. Sauf à déplacer le problème. Moins que d'abus de *forum shopping*, la question de droit est plutôt celle de la conformité à notre ordre juridique de la pratique de la *class action* avec *op out*. Il s'agit alors d'une question classique de la conformité à l'ordre public international français.

S'agissant de la détermination du for, la cour d'appel relève que peut être retenue « la saisine des juridictions du lieu où la société a son siège, mais également celle des juridictions du lieu de la réalisation du dommage ou de la production du fait générateur ». Elle applique, en la matière, les règles du règlement CEE 44/2001 dit Bruxelles I. Elle constate ensuite qu'« il n'existe aucune hiérarchie entre les différents fors compétents pour connaître du litige ». Mieux, elle estime que « des liens sérieux exist[ent] entre le litige et le for américain, à savoir les actions acquises par les intimés étaient cotées à la bourse de New York, les infractions reprochées à la société Vivendi consistaient en un non respect par celle-ci de la réglementation boursière de l'Etat de New York, les dirigeants [...] étaient à cette époque domiciliés à New York, où ils avaient fait un certain nombre de déclarations ». Dès lors, pour les magistrats d'appel, « tous ces éléments [...] ne permettent pas de considérer que le choix de ce juge n'était pas approprié ». Cette compétence du juge américain reconnue à ce stade est importante car il s'agit là du premier stade pour qu'une décision étrangère puisse obtenir l'*exequatur* du juge français. La décision ici commentée s'inscrit dans le fil de la jurisprudence française qui fait une appréciation relativement libérale de cette compétence du juge étranger : sauf compétence exclusive des juridictions françaises, le juge étranger est considéré comme compétent dès lors que le litige qu'il a eu à connaître se rattache d'une manière caractérisée au pays dont le juge a été saisi. Généralement, ce lien avec l'Etat étranger est apprécié à partir d'un faisceau d'indices (comme en l'espèce), même si parfois le juge français considère qu'un indice unique suffit à caractériser un tel lien.

La question du for réglé, il convient alors de s'interroger sur l'existence d'une fraude à la compétence du juge français en allant chercher un juge américain. Pour la cour, cette compétence « ne résulte d'aucune manœuvre frauduleuse alors même que la procédure a été engagée par des action-

1. On reconnaît ici la notion de F 3 : E. Gaillard, « Foreign Cub, la Cour suprême des États-Unis amenée à se prononcer », JCP ed. G 2010, p. 366.

2. Cf. notre commentaire dans cette chronique. Cf. aussi l'analyse très complète de D. Cohen, « Contentieux d'affaires et abus de *forum shopping* », Dalloz 2010, p. 975.

3. Cf. notre commentaire du jugement du 13 janvier 2010 du TGI de Paris dans cette précédente chronique, Banque & Droit n° 130, mars-avril 2010.

4. « Pour accorder l'*exequatur* hors de toute convention internationale, le juge français doit s'assurer que trois conditions sont remplies, à savoir la compétence indirecte du juge étranger, fondée sur le rattachement du litige au juge saisi, la conformité à l'ordre public international de fond et de procédure et l'absence de fraude à la loi » : Cass. Civ. 1^{re} 20 janvier 2007.

5. Cf. D. Bureau et H. Muir Watt, « Droit international privé, partie II », PUF, 2007, n° 1064, p. 459.

naires américains et étrangers qui ont sollicité la certification la plus large, et que l'éviction des intimés aurait été sans conséquence sur les suites de cette action et sur les coûts supportés par la société Vivendi pour assurer sa défense ». Cette condition d'un choix non frauduleux du juge étranger constitue la deuxième étape de la reconnaissance d'une décision étrangère par le juge français. Il peut y avoir fraude quant à la compétence judiciaire (le choix du juge étranger ne doit pas être artificiel) ou quant au jugement lui-même. En l'espèce, les magistrats parisiens estiment que la fraude n'est pas caractérisée.

Reste en dernier lieu la question de l'« abus » de *forum shopping*. Sans rentrer dans un débat académique (l'« abus » du *forum shopping* nécessite d'abord de définir en quoi constitue le *forum shopping*), la cour reprend point par point l'argument des premiers juges du fond en considérant qu'un tel « abus » ne peut être caractériser en l'espèce « alors même que l'appréciation concrète d'une éventuelle contrariété de la décision de ce juge au regard de l'ordre public international français, à supposer que celle-ci soit constitutive d'un tel abus, ne peut être posée en l'absence d'un jugement sur le fond du litige rendu à ce jour ». La question de la conformité à l'ordre public international est la dernière condition pour obtenir une décision d'*exequatur*. Il s'agit tant de l'ordre public international de fond (à savoir, les valeurs essentielles et fondamentales de la société française) que de l'ordre public international de procédure (le droit à un procès équitable, par exemple). C'est ici le point le plus important, à avoir la conformité de la procédure de *class action* avec *opt out* avec les principes de l'ordre public international français. Selon Vivendi, une telle procédure serait contraire à la règle constitutionnelle aux termes de laquelle tout individu associé à une demande collective en justice doit avoir « été mis à même de donner son assentiment en pleine connaissance de cause et qu'il puisse conserver la liberté de conduire personnellement la défense de ses intérêts et de mettre un terme à cette action⁶ ». De plus, il y aurait aussi violation de l'autorité relative de la chose jugée et privation du droit d'agir en justice dès lors que les règles de procédure américaine exigent que la décision à intervenir sur le fond ait un effet universel. Ces arguments méritaient d'être analysés avec d'autant plus d'attention qu'entre la décision de première instance et celle de la cour d'appel, la République française avait déposé, aux côtés de la Grande-Bretagne et de l'Australie, un *Amicus curiae* dans le cadre du contentieux en cours devant la Cour Suprême des États-Unis dans l'affaire *Morisson v. Australia National Bank* sur la question des F 3 où elle indique très clairement que les *class actions* avec *opt out* sont incompatibles avec la conception française de l'ordre public international⁷.

Il convient d'approuver sans réserve cette décision pour les mêmes raisons que celles du jugement de première instance : ce n'est pas à ce stade de la procédure que le juge français peut examiner la conformité à l'ordre public international français, mais que lorsqu'une demande

d'*exequatur* sera formulée : « L'appréciation concrète d'une éventuelle contrariété de la décision de ce juge au regard de l'ordre public international français [...] ne peut être posée en l'absence d'un jugement sur le fond du litige rendu à ce jour ». *Ita missa est*. La solution ne saurait souffrir de critiques au regard de la jurisprudence actuelle. Certes, reste la question de fond, à savoir celle de la compétence de plus en plus fréquente des juges américains pour trancher des litiges entre actionnaires non américains de sociétés non américaines et non cotées sur une bourse des États-Unis. Et l'on peut ici se joindre aux critiques de plus en plus nombreuses de l'extension de cette compétence. Mais il convient de relever qu'il s'agit d'abord d'une question relevant du juge américain lui-même. Tel est d'ailleurs le sens de la décision en cours d'examen devant la Cour Suprême des États-Unis dans l'affaire déjà mentionnée de F 3. Au-delà de cette extraterritorialité grandissante (envahissante ?) des juridictions américaines, la question de fond, celle de l'absence de recours collectifs en France, est sans doute la vraie question, trop souvent absente des commentaires juridiques.

AMF – Commission spécialisée – Notification de griefs complémentaires – Commission des sanctions – Rapporteur – Impartialité – Motivation de la décision – Obligation de répondre à chaque argument avancé (non) – Obligation de motiver la sanction elle-même (non) – Négociateur pur – Écran délocalisé – Intégrité du marché – Obligation de filtrage des ordres (oui) – Obligation de chercher à prévenir le risque de défaut de livraison que peut générer un ordre particulièrement important (oui).

CE, 6^e et 1^{er} ss-sect. réunies, 28 décembre 2009, n° 305621, *Refco Securities*.

• La Commission des sanctions n'est pas tenue de répondre à chacun des arguments avancés pour sa défense par le mis en cause, ni d'indiquer les raisons qui la conduisent à infliger une sanction plutôt qu'une autre parmi celles qu'elle est habilitée à prononcer.

• Même si les commissions spécialisées ne sont pas des juridictions au regard du droit interne, le Conseil d'Etat est néanmoins compétent pour examiner si le principe d'impartialité et le principe du respect des droits de la défense rappelés à l'article 6 §1 de la convention européenne des droits de l'homme peuvent être utilement invoqués à l'appui d'un recours formé à leur encontre devant lui. N'est pas critiquable de ce point de vue le fait pour la même commission spécialisée de notifier à une nouvelle personne les mêmes griefs que ceux déjà notifiés à une autre.

• Ne méconnaît pas le principe d'impartialité le fait de désigner pour l'instruction du dossier d'un mis en cause le rapporteur qui, à l'occasion d'une autre instruction, a estimé utile de demander au Collège d'attirer cette personne dans une procédure de sanction, sur le fondement des mêmes faits.

• Le négociateur pur, même s'il n'a pas la charge de la livraison des titres pour lesquels il a passé des ordres de vente, doit toutefois veiller à ne pas exercer ses

6. Décision n° 89-257 du 25 juillet 1989, loi modifiant le Code du travail et relative à la prévention du licenciement économique et au droit à la conversion, JO du 28 juillet 1989, p. 9503.

7. Cf. E. Gaillard, art. préc.

activités dans des conditions telles que le dénouement des opérations propres au marché sur lequel il intervient ne puisse être réalisé sans enfreindre les règles organisant le fonctionnement des marchés. Le caractère répétitif des incidents survenus, l'importance du volume des transactions opérées par rapport au capital social de la société dont les titres étaient négociés, l'absence d'initiative de nature à limiter le défaut de livraison des titres, sont des éléments de nature à caractériser un tel manquement.

L'arrêt rendu le 28 décembre 2009 par le Conseil d'Etat⁸ sur un recours formé contre une décision de sanction prononcée par la Commission des sanctions de l'AMF⁹ mérite d'être relevé tant par les précisions qu'il apporte en matière de procédure de sanction devant l'AMF, que par les conclusions opérationnelles que les membres de marché doivent en tirer.

En termes procéduraux d'abord, le Conseil d'Etat rappelle que si la décision de la Commission des sanctions doit nécessairement comporter « l'énoncé des éléments de fait et de droit constitutifs des infractions commises », la Commission « n'est, en revanche, pas tenue de répondre à chacun des arguments avancés pour sa défense par [le mis en cause] ni d'indiquer les raisons qui la conduisent à infliger une sanction plutôt qu'une autre parmi celles [qu'elle est habilitée à prononcer] ». Le Conseil reprend sur ce point, un principe qu'il avait déjà affirmé quelques années plus tôt¹⁰, conforme également à la jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme¹¹. Si la solution ne fait donc pas de doute sur le strict plan juridique, il faut néanmoins souligner qu'au-delà de son rôle juridictionnel, la Commission des sanctions a également un rôle pédagogique, vis-à-vis de l'ensemble des acteurs du marché que ses décisions doivent éclairer dans l'ajustement de leurs comportements, pratiques et procédures qui, le cas échéant, est attendu d'eux. De ce point de vue, une claire motivation de la décision, mais également de la sanction elle-même, est importante comme l'a souligné en juillet 2009 un rapport de l'Amafi dans un contexte où le « rapprochement de décisions traitant de situations apparemment similaires peut en effet faire apparaître des différences assez notables en termes de sanctions prononcées¹² ».

Un autre moyen développé par le défendeur tenait au fait que le respect du principe d'impartialité aurait fait obstacle à ce que dans le cadre d'une demande de notification complémentaire de griefs, la commission spécialisée qui a décidé l'engagement d'une première procédure de sanction, puisse décider, à raison des mêmes faits, s'il y a lieu d'engager une autre procédure à l'encontre d'un nouvel mis en cause. Sur cet aspect, le Conseil d'Etat commence par affirmer sa compétence « alors même que la commission n'est pas une juridiction au regard du droit interne » pour examiner si le principe d'impartialité et le principe du respect des droits de la défense rappelés à l'article 6 §1 de la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme et des libertés fondamentales peuvent, eu égard à la nature, à la composition et aux attributions de cet organisme, être utilement invoqués à l'appui d'un recours formé devant lui. Il estime toutefois qu'à partir du moment où les membres des commissions spécialisées, émanation directe du Collège, sont distincts de ceux de la Commission des sanctions, le fait de notifier à une nouvelle personne les mêmes griefs que ceux déjà notifiés à une autre ne constitue, ni un manquement au principe d'impartialité, ni une violation du principe du respect des droits de la défense.

Le dernier moyen procédural invoqué qui mérite d'être relevé avait trait à la possibilité, sans méconnaître le principe d'impartialité, de désigner pour l'instruction du dossier du mis en cause, le rapporteur qui, à l'occasion d'une autre instruction, a estimé utile, pour les mêmes faits, de demander au Collège de l'attraire dans la procédure de sanction. La question ne manque pas d'intérêt: il est vrai que le rapporteur qui formule une demande de notification complémentaire de griefs à l'encontre d'une personne non encore attraitée dans la procédure de sanction matérialise ainsi qu'il croit nécessaire d'instruire sa situation dans le cadre de cette procédure. Pour autant, peut-on considérer qu'intellectuellement, il a en fait déjà franchi cette étape pour arriver nécessairement à la conclusion qu'une sanction devrait être prononcée, et ainsi pouvoir légitimement présumer que l'instruction qu'il va mener sera purement à charge? Rien n'est moins sûr. Ce n'est en tous cas pas la position prise par le Conseil d'Etat qui estime que « la circonstance qu'un rapporteur, qui, conformément à sa mission, a pu prendre parti sur la nature et la qualification des faits susceptibles d'être retenus à l'encontre d'une personne mise en cause, soit désigné pour instruire des griefs notifiés à une ou plusieurs autres personnes sur le fondement des mêmes faits, n'est pas par elle-même contraire au principe d'impartialité ». Pour supporter cette conclusion, le Conseil relève, d'une part, que les textes ne confient au rapporteur qu'un pouvoir de proposition, le Collège ayant seul, le pouvoir décider des griefs notifiés et des personnes mises en cause (Comofi, art. R. 621-38) et, d'autre part, que le rapporteur ne participe pas au délibéré de la Commission des sanctions (Comofi, art. R. 621-40). Alors que l'on a déjà relevé que le Conseil d'Etat avait une conception particulièrement exigeante (trop exigeante!) du principe d'impartialité¹³, la solution nous paraît devoir être approuvée.

8. Voir aussi les conclusions du rapporteur public, M. Guyomar, et le commentaire de B. Guarrigues, « L'obligation pesant sur les PSI d'exercer leurs activités sans porter atteinte aux règles portant atteinte aux règles organisant le fonctionnement des marchés », Bull. Joly Bourse, mars-avril 2010, p. 138.

9. AMF, Commission des sanctions, décision du 1^{er} février 2007 à l'encontre des sociétés Parel et Refco, cette chronique, Banque & Droit n° 114, juillet-août 2007, p. 30.

10. CE, 4 mai 1998, Société de bourse Patrice Wargny.

11. La CEDH a d'abord affirmé que « l'article 6 par. 1 (art. 6-1) oblige les tribunaux à motiver leurs décisions, mais il ne peut se comprendre comme exigeant une réponse détaillée à chaque argument » (CEDH, 19 avril 1994, Van de Hurk c/ Pays-Bas, § 61). Elle a par la suite ajouté: « L'étendue de ce devoir peut varier selon la nature de la décision. Il faut, en outre, tenir compte notamment de la diversité de moyens qu'un plaideur peut soulever en justice et des différences dans les États contractants en matière de dispositions légales, coutumes, conceptions doctrinales, présentation et rédaction des jugements et arrêts. C'est pourquoi la question de savoir si un tribunal a manqué à son obligation de motiver découleant de l'article 6 (art. 6) de la Convention ne peut s'analyser qu'à la lumière des circonstances de l'espèce » (CEDH, 9 décembre 1994, Hiro Balani c./ Espagne, § 27 et Ruiz Torija c./ Espagne, § 29).

12. « Quelles évolutions du pouvoir de sanction de l'Autorité des marchés financiers – Trente propositions d'un groupe de travail de l'Amafi – Contribution à la réflexion de place », 20 juillet 2009, Amafi / 09-48, n° 69; cette chronique, Banque & Droit n° 127, septembre-octobre 2009.

13. V. cette Chronique, Banque & Droit n° 111, janvier-février 2007, p. 33, ss CE, 27 octobre 2006, Parents et autres (n° 276069, 277 198, 277 460). Voir également, sur la mise en place d'une procédure de récusation permettant de pallier les difficultés rencontrées, cette chronique, Banque & Droit n° 117, janvier-février 2008, p. 36.

Sur un plan opérationnel, la décision du Conseil d'Etat se révèle également intéressante en ce qu'elle confirme totalement le raisonnement mené par la Commission des sanctions. Mais pour bien en appréhender les conséquences, il convient de rappeler tout d'abord les faits ayant conduit cette dernière à sanctionner le défendeur. En l'occurrence, il faut se souvenir que celui-ci était un négociateur pur sur le marché dont les opérations étaient compensées par un compensateur multiple. Autrement dit, le défendeur était responsable de la production des ordres de ses clients sur le marché (Euronext en l'occurrence), conformément aux règles applicables en la matière tandis que le compensateur multiple, auprès duquel les clients avaient un compte ouvert pour permettre le dénouement de leurs opérations, était, quant à lui, responsable de ce dénouement, tant vis-à-vis de la chambre de compensation, que des différents clients. C'était ainsi au compensateur multiple qu'il appartenait de répondre aux appels de garantie et de marge de la chambre de compensation d'une part, de réaliser les mouvements de règlement-livraison avec les différents clients et la chambre de compensation d'autre part. Dans ce contexte, le négociateur avait été sanctionné car, ayant exécuté pour le compte d'un client des ordres de vente représentant un montant tout à fait substantiel (15 % du capital en l'occurrence), il n'avait rien entrepris après avoir constaté la défaillance de son client, pour assurer, au moins en partie, la résorption du suspens. La Commission des sanctions en avait déduit « qu'à la place qu'il occupait dans la chaîne de traitement des ordres, il [n'avait] donc pas contribué à garantir la régularité des opérations » dans le respect de l'ensemble des règles organisant le fonctionnement du marché », comme l'article 3-4-1 du Règlement général du CMF [alors applicable] lui en faisait obligation » et qu'il n'avait également pas respecté les « obligations issues [...] des articles 2.12.1 et 2.12.3 de l'Instruction Euronext n° 4-01 du 1^{er} septembre 2003 prescrivant, notamment, le filtrage, aux fins de validation ou de rejet, des "ordres dont la taille est manifestement disproportionnée en comparaison de la liquidité du marché" ». Dans cette appréciation, la Commission avait manifestement pris en compte le fait que quelques mois plus tôt, pour le même client, dans le cadre d'une même opération d'arbitrage à l'occasion de l'augmentation capital d'un autre émetteur¹⁴, un suspens tout aussi important avait déjà été organisé¹⁵.

Le Conseil d'Etat souligne d'abord que si le négociateur pur « qui n'était pas le teneur de compte du donneur d'ordres, n'avait pas la charge de la livraison des titres pour lesquels [il] avait passé des ordres de vente, il lui appartenait toutefois [...] de veiller à ne pas exercer ses activités dans des conditions telles que le dénouement des opérations propres au marché sur lequel [il] intervenait ne puisse être réalisé sans enfreindre les règles organisant le fonctionnement des marchés ». Relevant dans ce cadre, le caractère répétitif des incidents survenus, l'importance du volume des transactions opérées par rapport au capital social de la société dont les titres étaient négociés, l'absence d'initiative de nature à limiter le défaut de livraison des titres¹⁶, le Conseil d'Etat en déduit que le négociateur « n'a pas contribué à garantir la régularité des opérations dans le respect de l'ensemble des règles organisant le fonctionnement des marchés, comme l'article 3-4-1 [du Règlement général du Conseil des marchés financiers] lui en faisait obligation »

En l'occurrence, la solution doit être approuvée : la scission des fonctions de compensateur et de négociateur ne peut conduire à décharger ce dernier de toute responsabilité quant au contrôle préalable des ordres qu'il transmet au marché. Au cas d'espèce, compte tenu en effet du volume vendu et du cadre particulier dans lequel les opérations s'inscrivaient, il paraissait difficile d'ignorer que le client était en train d'effectuer le même arbitrage que celui qu'il avait réalisé quelques mois plus tôt à l'occasion d'une autre augmentation de capital, et avec sans doute le même résultat en termes de création d'un suspens particulièrement important. Maintenant, la question consiste à déterminer le comportement qui était alors attendu du négociateur et qui lui aurait permis de ne pas manquer à ses obligations... La réponse est moins aisée qu'il n'y paraît. Il semble en effet difficile de considérer que cela aurait pu aller au-delà d'une simple interrogation du client sur sa capacité à assurer le bon dénouement des opérations en temps et en heure : sauf clause particulière, propre au contrat qui lie le compensateur au négociateur¹⁷, il n'appartient pas à ce dernier mais au compensateur, en présence d'un client défaillant, de prendre les mesures qui s'imposent le cas échéant pour se substituer à lui. En l'occurrence d'ailleurs, compte tenu du volume en cause, une telle substitution était concrètement impossible. Il semble en résulter que face à un client qui n'est pas en mesure de confirmer qu'il pourra faire face à ses obligations de livraison, le négociateur aurait dû refuser de prendre en charge les ordres de son client. Commercialement, toujours particulièrement difficile, la décision l'est aussi d'un point de vue juridique : même si la notion de refus de vente n'est pas applicable en l'espèce, un client pourra toujours soutenir que le refus de son ordre lui aura fait perdre une chance, lui ouvrant ainsi droit à des dommages et intérêts. Sauf situations assez évidentes

14. Les actions existantes sont vendues à découvert pendant que les droits de souscription sont achetés en pariant sur l'existence d'une différence positive entre, d'un côté, le prix de revient des actions nouvellement émises et, de l'autre, le prix de vente sur le marché des actions existantes.

15. Le suspens tient au fait que les titres vendus à découvert ne seront en pratique livrés que lorsque les titres nouveaux auront été créés et mis à la disposition de celui qui a exercé les droits de souscription, soit plusieurs jours après la date normale de règlement-livraison en suite de négociations opérées sur le marché. Il est à noter que maintenant la Commission des sanctions peut également sanctionner le donneur d'ordres qui 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. V. en ce sens, AMF, Com. des sanctions, 4 septembre 2008, Banque d'Orsay et autres : cette chronique, *Banque & Droit* n° 122, novembre-décembre 2008, p. 25. V. également AMF, Com. des sanctions, 13 novembre 2008, Avendis Capital SA, Accent Tonique BV et Accent Grave BV : cette chronique, *Banque & Droit* n° 125, mai-juin 2009, p. 29, où l'une des personnes sanctionnées est d'ailleurs le donneur d'ordres à l'origine du suspens en cause ici.

16. Est particulièrement considéré inopérant de ce point de vue, le fait qu'après avoir constaté la défaillance de son client, le négociateur s'est borné à transmettre au compensateur une lettre du teneur de compte mentionnant la date tardive à laquelle les titres vendus allaient être livrés.

17. Mais alors de nature à remettre en cause, le principal intérêt de la scission de ces deux fonctions qui est de permettre au négociateur pur de disposer de peu de fonds propres puisque n'ayant pas à gérer le risque de contrepartie...

comme celle qui est en cause ici, il apparaît donc délicat de demander au négociateur, surtout au moment de la prise d'ordres où il est désormais formellement exigé que leur exécution se fasse avec « célérité » (RG AMF, art. 314-66, 2°), de se poser en arbitre de ce qu'exige l'intérêt général du bon fonctionnement du marché au regard de l'intérêt particulier de son client. La position jurisprudentielle désormais prise par la Commission des sanctions en ce qui concerne les positions vendeuses prises par des donneurs d'ordres sans avoir l'assurance raisonnable de pouvoir livrer en temps voulu les titres¹⁸ paraît, de ce point de vue, de nature à simplifier une analyse prêtant sinon à de nombreuses discussions.

Le Conseil d'Etat confirme également l'analyse de la Commission des sanctions en ce qui concerne le « filtrage » insuffisant opéré sur les ordres de son donneur d'ordres. Pour correctement apprécier cet aspect de la décision, il faut préciser que le négociateur pur avait mis à la disposition de son client, ce que la pratique connaît sous la terminologie d'« écran délocalisé », c'est-à-dire en fait un dispositif permettant, sous réserve des conditions prévues par le contrat liant le négociateur à son client, de disposer le cas échéant des mêmes fonctionnalités que le négociateur lui-même, notamment en termes de visibilité du carnet d'ordres et de capacité à introduire des ordres « directement » dans celui-ci. Cette dernière capacité est toutefois encadrée par les règles de fonctionnement du marché qui prévoient, non seulement que le membre de marché reste en permanence entièrement responsable des ordres transmis via de tels écrans, mais aussi qu'il doit alors mettre en place un dispositif de filtrage automatique comportant notamment des procédures de validation des ordres, et à défaut de rejet, lorsque leur taille est manifestement disproportionnée en comparaison de la liquidité du titre, évaluée par rapport à la capacité d'absorption normale du marché, ou lorsque le prix auquel ils sont passés est très éloigné des cours prévalant sur le marché ou, à l'évidence, destiné à provoquer un décalage de cours exagéré, voire à provoquer un gel de la cotation. On comprend aisément la finalité de telles dispositions : alors que chaque membre de marché est spécifiquement agréé par l'entreprise de marché, au regard de divers critères dont notamment sa capacité à intervenir sur le marché sans en perturber le bon fonctionnement, il aurait été paradoxal d'accepter qu'il laisse la possibilité à certains de ses clients d'être des membres de « second rang » qui ne respecteraient pas les mêmes exigences. Sur ce point, le négociateur pur avait manifestement manqué à son obligation puisqu'en réalité le filtrage mis en place s'appuyait uniquement sur des éléments financiers destinés à prévenir le risque de contrepartie¹⁹ et ne comportait aucun élément en vue de protéger le bon fonctionnement du marché. C'est donc très logiquement que le Conseil d'Etat confirme le bien-fondé de la sanction infligée par la Commission des sanctions au regard du non-respect des règles du marché.

18. V. jurisprudence précitée.

19. Le système de filtrage était destiné à générer une alerte lorsque les ordres du client concerné atteignaient 80 % d'un plafond fixé à un million d'euros par ordre et à 35 millions d'euros par jour.

Cet aspect invite toutefois à une réflexion plus générale liée aux travaux actuellement menés à niveau international sur les conditions dans lesquelles des membres de marché peuvent ouvrir un tel accès électronique aux systèmes de négociation à leurs clients²⁰. Rassemblés sous le terme de *direct electronic access*, ces mécanismes recouvrent en fait deux formes que sont le *direct market access* et le *sponsored access*. Si la pratique en cause devant le Conseil d'Etat s'intègre totalement dans celle du DMA, le SA en constitue une évolution particulièrement remarquable dans la mesure où il suppose que le membre du marché n'exerce aucun contrôle *a priori* sur les ordres transmis par son client en termes de respect de ses limites, de protection du marché... Il est donc particulièrement intéressant, mais en même temps assez inquiétant, d'observer que tant l'OICV que CESR s'interrogent sur un tel mécanisme alors que sa prohibition totale devrait aller de soi : dans un contexte où le membre du marché est un maillon de plus en plus important dans le contrôle de l'intégrité du marché, comment en effet accepter que des clients pourraient à travers lui avoir accès à l'intégralité des fonctionnalités de négociation sans pour autant être placés dans le même cadre juridique. Le fait que quinze mois après l'échéance de la consultation publique, l'OICV n'ait toujours pas produit son rapport final est de ce point de vue loin de rassurer.

Manquement d'initié – Notion d'information privilégiée – Déclenchement d'une procédure d'alerte par les commissaires aux comptes – Information privilégiée (oui).

Cass. Com. 23 mars 2010, affaire Focal.

Le déclenchement d'une procédure d'alerte constituant un événement distinct des faits qui l'ont motivé, l'information relative à ce déclenchement est de nature à constituer, en elle-même et indépendamment de celle relative à ces faits, une information privilégiée.

Cet arrêt, qui ne sera pas publié, mérite un bref signalement en ce qu'il permet de rappeler que certains événements constituent objectivement une information privilégiée, peu importe l'influence effective de cette information sur le cours de bourse de l'instrument financier. Selon la Cour, il suffit pour que l'information soit qualifiée de privilégiée qu'elle soit susceptible d'avoir une influence sur le cours de bourse de l'instrument financier : la loi « n'exige pas le constat positif d'une telle influence pour que cette influence soit retenue ».

En l'espèce, le président du conseil d'administration d'une société reçoit, le 12 décembre 2003, de son commissaire aux comptes une lettre recommandée déclenchant la procédure d'alerte pour « faits de nature à compro-

20. V. « Policies on Direct Market Access – Consultation Report », IOSCO, février 2009 et « Micro-Structural Issues of the European Equity Markets – Call for Evidence », CESR/10-142, avril 2010. V. aussi notamment les réponses de l'Amafi : « OICV-IOSCO Consultation Report Policies on Direct Electronic Access – Comments by Amafi », Amafi / 09-32, 15 mai 2009 ; « CESR's Call for Evidence Micro-Structural Issues of the European Equity Markets – Comments by Amafi », Amafi / 10-22, 30 avril 2010.

mettre la continuité de l'exploitation » (C. com, art L. 234-1). Le 24 mars 2004, la société publie un communiqué de presse faisant état de la procédure d'alerte. Entre ces deux dates, un actionnaire cède des titres de la société (l'actionnaire et la société avaient le même dirigeant). Pour contester l'existence d'une information privilégiée entre le 12 décembre 2003 et le 25 mars 2004 (période au sein de laquelle les titres ont été cédés), le dirigeant considérait que le déclenchement de la procédure d'alerte ne présentait aucun caractère d'originalité par rapport aux informations déjà connues du public et invoquait en ce sens deux arguments. En premier lieu, il estimait que la publication le 16 octobre 2003 (donc, avant réception de la LRAR déclenchant la procédure d'alerte) de résultats semestriels faisant état d'une « situation délicate » de la société était mise en évidence par des chiffres largement négatifs et que, dès lors, cette information était suffisante pour qu'un investisseur puisse estimer avoir à faire à une société en grave difficulté. Le deuxième argument était tiré de la publication le 3 février 2004 (donc postérieurement à la LRAR déclenchant la procédure d'alerte) d'un avis faisant état d'un besoin de trésorerie et d'un projet d'augmentation de capital. L'AMF, approuvé par la Cour de cassation, a rejeté cette argumentation au motif « qu'il y a loin d'une "situation délicate", surtout si son redressement est annoncé, à une situation de nature à compromettre la continuité de l'exploitation de l'entreprise et à justifier la mise en œuvre de la procédure d'alerte ». Dans sa décision de confirmation, la Cour de cassation reprend la distinction entre l'information objectivement privilégiée et l'influence sur le cours : « Le déclenchement d'une procédure d'alerte constituant un événement distinct des faits qui l'ont motivé, l'information relative à ce déclenchement est de nature à constituer, en elle-même et indépendamment de celle relative à ces faits, une information privilégiée ». Il convient d'approuver sans réserve cette décision et on considérera que la même solution s'applique aux informations portant sur le traitement d'une entreprise en difficulté (saisine du mandataire *ad hoc*, résultat d'un vote dans un comité...).

Manquement d'initié – Justification tirée de la nécessité de financer une augmentation de capital – Motif impérieux exonératoire (non) – Fixation de la sanction pécuniaire en fonction du profit réalisé (non).

Cass. Com. 23 mars 2010, affaire Cyberdeck.

Ne constitue pas un motif impérieux exonératoire de responsabilité la nécessité d'obtenir des fonds pour souscrire à une augmentation de capital.

La question du devoir absolu d'abstention qui pèse sur les dirigeants de sociétés cotées constitue pour ces derniers une réelle difficulté lorsqu'il s'agit de renverser la charge de la preuve. Il s'agit d'une mission quasi impossible. On sait que la position de la Commission des sanctions de l'AMF est que seul un « motif impérieux relevant de la contrainte ou de la force majeure » est de nature à pouvoir justifier une exception au principe d'abstention qui pèse sur l'initié primaire en possession d'une information

privilégiée²¹. Cette position a été confirmée à plusieurs reprises par la cour d'appel de Paris qui a notamment considéré que « le manquement d'initié est caractérisé par le seul fait d'avoir vendu des titres sans y avoir été contraint par une circonstance insurmontable de nature à justifier la transgression du devoir d'abstention qui résultait de la détention d'une information privilégiée²² » ou bien que « même en admettant que dans son esprit les cessions litigieuses étaient motivées par le souci de régler ses dettes, cette situation ne saurait exonérer M. X de ses obligations au regard de la réglementation des marchés financiers, alors qu'elle était la résultante de ses choix personnels dans la gestion de ses affaires et qu'aucune des cessions critiquées [...] ne lui a été imposée par une impérieuse nécessité, telle que par exemple l'imminence d'une vente forcée de ses actions de la société X ou d'un autre élément de son patrimoine²³ ».

La question est donc, pour le dirigeant poursuivi pour manquement d'initié et excipant d'un motif impérieux, celle du renversement de la charge la preuve. D'un strict point de vue juridique, l'on peut estimer que le devoir absolu d'abstention... n'est pas absolu puisqu'il souffre de l'exception du fait justificatif. Mais, ce n'est là que la situation de droit commun, comme tout crime ou délit (article L. 122-7 du Code pénal sur le fait justificatif). La présomption d'existence d'un lien de causalité entre la détention de l'information privilégiée et l'acquisition ou la cession de l'instrument financier en raison de la connaissance de cette information est une présomption simple. C'est au dirigeant poursuivi d'en apporter la preuve. C'est ce qu'indique avec précision l'arrêt commenté : « Dès lors qu'est établie la matérialité du manquement défini par l'article L. 622-1 du Règlement général de l'AMF, il appartient à la personne mise en cause à ce titre de démontrer que l'opération incriminée a été justifiée par un motif impérieux ». La présente espèce, comme les autres cas signalés, souligne la difficulté pour le dirigeant d'en rapporter la preuve, le motif autre que personnel n'étant pas suffisant à caractériser un motif impérieux.

En l'espèce, dans la semaine qui avait précédé l'annonce d'une augmentation de capital de la société Cyberdeck réservée à la société Casalva, le dirigeant et unique associé de la société Casalva avait vendu à découvert des titres de la société Cyberdeck (ce qui posait par ailleurs la question de la légalité de cette vente à découvert²⁴). Cyberdeck avait un besoin rapide de recapitalisation et Casalva était l'unique actionnaire. Les services de l'AMF ont constaté au cours de la phase préparatoire du projet d'augmentation de capital et jusqu'à la suspension du cours du titre des mouvements inhabituels sur les titres, mouvements dont l'origine revient à des cessions par le dirigeant de la société Casalva, alors qu'il était en possession d'une information privilégiée relative à la préparation d'une augmentation de capital réservée à cette société et devant être réalisée à un prix plus de deux fois et demi inférieur au cours de bourse du moment, ces ventes ayant

21. AMF, décision du 28 février 2008, « Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF », 2008, p. 56.

22. Paris, 15 mai 2008, Beilin, « Recueil des décisions de la Commission des sanctions de l'AMF », 2008, p. 297.

23. Paris, 24 novembre 2009, Frydman.

24. Cf. L. Ruet, note sous AMF, 6 décembre 2009, Petites Affiches, 16 janvier 2009, n° 12, p. 7.

permis de réaliser une plus value de plus de 370 000 €. La Commission des sanctions condamne le dirigeant à une amende de 1 200 000 €.

Pour sa défense, le dirigeant considérait qu'il rentrait dans le cadre d'un motif impérieux en ce que la cession des titres avait permis de lever sans délai des fonds nécessaires à une opération d'augmentation de capital destinée à assurer la pérennité de la société. L'argument est intéressant, mais il était discrédité par la situation de l'espèce. En effet, le dirigeant avait vendu les titres de la société à découvert, jouant ainsi sur la différence entre le cours de bourse au moment de la vente et le prix de l'augmentation de capital, lequel était donc inférieur au premier. On a vu que la Cour n'avait pas considéré avoir affaire en l'espèce à un motif impérieux. Un tel motif doit relever de circonstances exceptionnelles où le dirigeant ne peut pas faire autrement que de céder ses titres. Il doit s'agir d'un élément externe à sa volonté. L'analogie avec la force majeure est intéressante, même si elle en diffère. Il doit s'agir d'une circonstance exceptionnelle, étrangère à la personne de celui qui l'éprouve. Là aussi, l'événement doit avoir une intensité telle qu'il n'est pas possible d'y résister.

Cette sévérité vis-à-vis de la jurisprudence de la Commission des sanctions et de la Cour de Cassation risque toutefois d'être mise à mal par le récent arrêt Spector de la CJUE du 23 décembre 2009. On sait que selon cet arrêt, largement commenté, « la prohibition des opérations d'initiés s'applique lorsqu'un initié primaire qui détient une information privilégiée fait une utilisation indue de l'avantage que lui procure cette information en effectuant une opération de marché concordant avec cette information » (§ 53). Le critère de l'« avantage indu » est au centre de toutes les analyses. Pour justifier cette approche, la Cour de justice revient sur la question de la finalité de la directive, à savoir la protection de l'intégrité des marchés financiers et le renforcement de la confiance des investisseurs, laquelle repose, notamment, sur l'assurance que ces derniers seront placés sur un pied d'égalité et protégés contre l'utilisation indue d'informations privilégiées. En employant les termes « utilisation indue de l'avantage » procuré, la Cour opère un glissement vers la subjectivité de l'auteur. La Cour réintroduit ainsi l'élément moral sur le terrain de la preuve en énonçant que si l'article 2 de la directive Abus de marché ignore toute considération subjective, c'est parce que l'intention de l'initié est présumée : elle se déduit « à partir des éléments [objectifs] constitutifs » de l'opération (§ 36). La Cour poursuit en relevant que, compte tenu « de la nature des infractions en cause » et du « degré de sévérité des sanctions qu'elles sont susceptibles d'entraîner », cette présomption doit être réfragable et l'initié mis en mesure de présenter sa défense selon une procédure contradictoire, dans le respect du principe de présomption d'innocence (§ 44). Ainsi, tout en qualifiant l'utilisation indue d'une information privilégiée d'infraction purement matérielle, la Cour semble inviter les autorités nationales compétentes à opérer un examen attentif des motivations de l'auteur. Selon nous, il revient désormais à l'AMF de s'assurer que l'initié primaire a bénéficié d'un avantage indu. Il ne lui sera donc plus possible de sanctionner un dirigeant du simple rapprochement chronologique des événements. La charge de la preuve de l'existence de l'avantage indu

incombe dorénavant à l'AMF. En effet, si dans son analyse, la CJUE écarte les moyens de défense subjectifs pour apporter la preuve que l'initié n'a pas utilisé une information privilégiée, elle précise dans sa décision que « le fait que l'article 2, paragraphe 1 de la directive 2003/6 ne prévoit pas expressément d'élément moral ne signifie pas pour autant qu'il faille interpréter cette disposition de sorte que tout initié primaire en possession d'une information privilégiée qui effectue une opération de marché tombe automatiquement sous le coup de la prohibition des opérations d'initiés » (§ 45). Il convient donc d'être attentif aux prochaines décisions de la Commission des sanctions et l'analyse que celle-ci fera de l'arrêt Spector.

Personne sensible – Omission de déclaration d'un compte d'instruments financiers situé à l'étranger.

Commission des sanctions AMF, 21 janvier 2010.

Le collaborateur, inscrit sur la liste des personnes sensibles de son employeur PSI, est sanctionné pour avoir omis de déclarer à ce dernier un compte d'instruments financiers ouvert à l'étranger.

La décision de la Commission des sanctions rendue le 21 janvier 2010 à l'encontre de M. E est intéressante car elle sanctionne un grief rarement mis en exergue, celui d'une fausse déclaration de compte d'instruments financiers par un collaborateur. En l'espèce, il était reproché à un collaborateur d'un prestataire de services d'investissement (PSI) de ne pas avoir déclaré à son employeur l'ouverture à son nom d'un compte titres à l'étranger. Ce collaborateur avait bien été inscrit sur la liste des personnes sensibles dudit PSI comme le Règlement général de l'AMF alors applicable le précisait. Le fait que M. E a été désigné comme personne sensible qu'après avoir ouvert ce compte à l'étranger ne le dispensait pas de le déclarer quand bien même il l'a ensuite rapidement clos. Au surplus, M. E a, à deux reprises, effectué cette fausse déclaration en omettant d'informer le RCSI de son employeur de l'existence de ce compte, ce qui implicitement, fait d'une simple omission une fausse déclaration.

Devant de tels faits dont la matérialisation objective ne souffre d'aucune contestation, l'on approuvera la décision de la Commission de sanctions de prononcer un blâme à l'encontre de M. E.

Au-delà de son caractère anecdotique et historique car elle vise une disposition aujourd'hui abrogée du Règlement général de l'AMF, cette décision permet de nous intéresser au dispositif des déclarations des transactions personnelles défini aux articles 313-9 et suivants du RG AMF. Ce dispositif qui concerne les personnes concernées se décline en deux temps. En premier lieu, le prestataire doit établir et maintenir opérationnelles des procédures appropriées en vue d'interdire à toute personne concernée de réaliser des transactions personnelles qui entrerait dans le champ des opérations constitutives d'abus de marché. Dans un deuxième temps, ce dispositif précise que chaque personne concernée doit informer sans délai le PSI des transactions personnelles qu'elle réalise. Ce dispositif voit son champ élargi aux personnes avec qui le prestataire a conclu un contrat d'externalisation.

Cette réglementation, en conséquence des difficultés pratiques rencontrées lors de sa mise en œuvre, n'est pas toujours appliquée dans toutes ses composantes au sein des établissements. C'est pourquoi, cette décision de la Commission des sanctions nous rappelle l'importance que l'AMF attache aux déclarations effectuées par les collaborateurs ; déclarations que les RCSI veilleront à rappeler périodiquement aux personnes concernées qu'ils doivent adresser à leur RCSI une copie des transactions personnelles qu'ils réalisent

■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

Marché des obligations émises par des entreprises privées.

AMF - Rapport remis par MM. Hoenn et Pinatton.

Alors que les perspectives du développement du marché obligataire se précisent, il est intéressant de reprendre dans cette chronique les conclusions du rapport sur le marché des obligations émises par des entreprises privées présenté le 16 décembre 2009.

Le Collège de l'AMF a chargé deux de ses membres, Dominique Hoenn et Jean-Pierre Pinatton, de faire un rapport sur les modalités de fonctionnement du marché secondaire obligataire notamment suite au choc qu'a connu le marché du crédit en 2008 et d'examiner les pistes pour favoriser une meilleure liquidité à la fois en termes de structure de marché et d'information donnée aux investisseurs et au public. Le rapport se concentre essentiellement sur le marché des émissions obligataires réalisées par les entreprises privées qui ne bénéficient pas en général des services d'un apporteur de liquidité. Le fonctionnement particulier du marché secondaire des emprunts d'Etat (existence de SVT), les émissions réalisées par les établissements de crédit qui font généralement l'objet d'une tenue de marché par les banques émettrices elles-mêmes et le marché des obligations foncières (*covered bonds*) ont été évoqués, mais ne sont pas l'objet du rapport.

Le rapport constate en premier lieu que le marché de la dette est généralement caractérisé par une absence de fongibilité des titres obligataires émis par un même émetteur. De leur côté, en ce qui concerne les émissions *corporate*, la plupart des investisseurs ont tendance à souscrire à une émission et la garder en portefeuille jusqu'à son échéance. La conjonction de ces deux éléments concourt structurellement à un marché secondaire peu actif, sauf et dans une certaine mesure lors des six premiers mois suivant l'émission des titres, période de reclassement, et lors des douze derniers mois de leur vie quand ces titres prennent la qualification « court terme » et qu'ils deviennent support des gestions monétaires.

Outre les émetteurs et les investisseurs, trois « acteurs » participent au fonctionnement du marché secondaire, les teneurs de marché, les intermédiaires et les plateformes électroniques de négociations.

Les teneurs de marché (ou *market makers*) sont généralement des banques qui engagent leurs fonds propres. Ils publient des prix l'achat et à la vente (*bid/ask*) sur un certain nombre de lignes obligataires et interviennent la plupart du temps sur des lignes ayant un encours raisonnablement important et sur des noms bénéficiant d'une bonne signature (et qui peuvent intéresser un plus grand nombre d'investisseurs). Les clients des teneurs de marché sont en général les commerciaux de sa salle des marchés par qui passent les investisseurs.

Les intermédiaires (ou courtiers) ont pour fonction de mettre en relation deux entités qui ont des intérêts opposés. Ils travaillent aussi bien avec les banques qu'avec les investisseurs finaux. Ils disposent le plus souvent d'un service d'analyse financière crédit qui leur permet de conseiller leur client sur une opération spécifique. Les intermédiaires achètent les titres et les revendent immédiatement, contrairement au teneur de marché qui est susceptible de garder les titres dans son *book*. Ils ne prennent aucun risque de crédit sauf celui lié au règlement/livraison du titre. Ils se rémunèrent généralement avec la marge qu'ils réalisent entre l'achat et la vente, marge qui par définition est ignorée des acteurs des deux transactions qu'ils ont intermédiés.

Les plateformes de négociation sont relativement peu développées en ce qui concerne le marché des titres de crédit, de plus elles sont fragmentées. D'après Xtracker, le montant des titres traités sur ces plateformes représente environ 10 % du marché obligataire en Europe (hors emprunts d'Etats). Cela signifie *a contrario* qu'environ 90 % du marché secondaire obligataire est réalisé en OTC.

Dans ce cadre, le rapport décrit la situation du marché secondaire obligataire pendant la crise. Il souligne ainsi que la crise des crédits *subprime* a conjugué, au cours de l'année 2008, une crise de liquidité à une crise de crédit. Pendant cette période, très peu de sociétés ont pu procéder à de nouvelles émissions obligataires en particulier à partir de l'été 2008. Les *spreads* se sont considérablement élargis. En conséquence, de nombreux teneurs de marchés ont cessé leur activité à l'occasion de fusions bancaires ou, pour certains, se sont retirés de cette activité consommatrice de capitaux propres et souvent faiblement rentable. Parallèlement, le nombre de courtiers a augmenté sensiblement. En effet, les investisseurs, en l'absence de leurs contreparties habituelles, se sont tournés vers les courtiers pour réaliser les transactions qui leur étaient nécessaires. Au niveau de l'information disponible, l'absence de teneurs de marchés (ou l'élargissement de leurs fourchettes) a raréfié l'information sur les prix. Ce manque d'information a été renforcé par une quasi-absence d'émissions sur le marché primaire qui, dans des conditions normales de marché, donnent une indication importante en termes de niveaux de prix.

Si les marchés semblent être redevenus plus stables depuis l'été 2009, la crise de 2008 a montré qu'en cas de choc important, le fonctionnement du marché secondaire obligataire pouvait rapidement être très perturbé, du fait de la désaffection ou de la disparition de certains participants, entraînant à son tour une absence d'information.

Pour permettre un fonctionnement satisfaisant du marché secondaire pour l'ensemble des acteurs dans des conditions normales de marché et à faire en sorte, le cas échéant, qu'un nouveau choc ne le remette pas exagérément en cause, le rapport explore plusieurs pistes.

- **Soutenir au niveau européen la mise en place d'une information post-marché sur les transactions effectuées.** Cette publication pourrait concerner les lignes disposant d'un certain encours et avec une publication adaptée dans le temps.

- **Permettre un refinancement auprès de la BCE, sans délai, en cas de situation anormale de marché.** Concernant la structure de marché, la crise de 2008 a largement montré qu'en l'absence de possibilité de se refinancer, les teneurs de marchés, clef de voûte importante avec les courtiers du marché secondaire, étaient dans l'incapacité de tenir des prix fermes et serrés. Un système autorisant, en cas de conditions anormales de marché qui devraient être définies au préalable avec la BCE, les banques à pouvoir porter en repo leurs titres auprès de la BCE, permettrait aux teneurs de marché de pouvoir se mettre à l'achat (le sens recherché par les investisseurs dans ces périodes) sans pour autant remettre en cause la situation de liquidité de leur banque.

- **Un engagement des banques vis-à-vis des émetteurs à assurer une liquidité.** En matière de liquidité, les émetteurs pourraient demander à leurs banques de s'engager sur une tenue de marché pendant le cas échéant un temps limité sur certains emprunts.

- **Mise en place d'un contrat de liquidité systématique pour les emprunts « particuliers ».** S'agissant des émissions obligataires plus particulièrement destinées aux particuliers, l'AMF pourrait soutenir des initiatives de place visant à instaurer un contrat de liquidité systématique (et raisonnable) pour les émissions destinées en priorité au public.

Certification professionnelle – Collaborateurs de PSI.

Art 313-7-1, RG AMF

Au cours de la dernière décennie, les réformes successives du cadre réglementaire des services financiers européens dont la directive MIF constitue un élément essentiel, conjuguées aux évolutions de la jurisprudence des tribunaux, ont renforcé les responsabilités des établissements financiers. Parallèlement, les attentes des clients en matière d'information se sont significativement accrues.

Fort de ce constat, qui s'applique à l'ensemble de la communauté financière, et à l'instar d'autres pays, l'AMF, dans le fil des conclusions du rapport du groupe de travail sur la certification professionnelle des acteurs de marché remis par Jean-Pierre Pinatton le 15 juillet 2008, a encadré la vérification du niveau des connaissances de certains collaborateurs des établissements financiers. Les articles 313-7-1 à 3 du Règlement général de l'AMF précisent ce dispositif, par ailleurs enrichi par les questions-réponses de l'AMF sur ce thème²⁵.

25. www.amf-france.org/documents/general/9038_1.pdf

Ce dispositif, dont les contours précis sont dorénavant cernés, entre en vigueur au 1^{er} juillet 2010. Il contraint chaque PSI à s'assurer que les personnes physiques placées sous son autorité, ou agissant pour son compte, disposent des qualifications et de l'expertise appropriées ainsi que d'un niveau de connaissance suffisant. Nous rappellerons que cette obligation existait déjà dans le Règlement général de l'AMF au titre de l'obligation faite aux PSI de se doter des moyens nécessaires au bon accomplissement de leurs activités. Le caractère novateur du dispositif provient de la formalisation obligatoire de cette obligation générale.

Présentation du dispositif de certification professionnelle

Le dispositif de certification professionnelle a pour objet de permettre aux établissements bancaires et financiers de vérifier que leurs collaborateurs, exerçant certaines fonctions, disposent d'un niveau de connaissance approprié au regard de la réglementation. Afin d'effectuer cette vérification, les établissements bénéficient de l'alternative suivante :

- vérifier que chaque collaborateur concerné a passé un examen externe certifié auprès d'un organisme agréé (institut de formation, écoles, universités). Le collaborateur dispose alors d'une certification dite « externe » et donc « passeportable » qui lui permet d'exercer ses fonctions auprès de tout établissement voire lorsque les accords en cours de négociations par l'AMF auront été conclus, à l'étranger. L'examen externe certifié libère l'employeur de son obligation de vérification des connaissances minimales à acquérir ;
- vérifier les connaissances de chaque collaborateur concerné. Cette vérification dite encore certification interne est réalisée par l'établissement par tout moyen à sa convenance, mais selon une procédure formalisée qui pourra être contrôlée a posteriori par l'AMF.

Les collaborateurs concernés par la certification professionnelle

Des collaborateurs personnes physiques placés sous l'autorité de l'établissement ou agissant pour son compte, sont concernés par le dispositif de certification car exerçant des fonctions dites « clefs ».

- **Vendeur :** exerce la fonction de vendeur toute personne physique chargée d'informer ou de conseiller les clients du prestataire de services d'investissement sous l'autorité ou pour le compte duquel elle agit, en vue de transactions sur instruments financiers ;

La question n° 2 publiée par l'AMF sur son site questions réponses précise cette définition. Le terme « vendeurs » vise les fonctions commerciales, tout en restreignant leur champ à celles conduites en vue de transactions sur instruments financiers et/ou de mettre en œuvre les instructions du client.

En conséquence, la fonction d'agent d'accueil, qui n'informe pas ou ne conseille pas sur les instruments financiers et/ou la mise en œuvre des instructions du client, n'entre pas dans le champ du dispositif. Le dis-

positif ne vise donc pas les personnes qui délivrent des informations ou conseillent la clientèle sur des « opérations de caisse », des dépôts d'espèces ou de chèques, ou l'ouverture de livret A par exemple. Les agents d'accueil sont cependant autorisés, à la demande expresse d'un épargnant, à l'informer de la disponibilité d'une documentation préétablie, en libre accès, concernant des instruments financiers qui n'incluent pas de bon de souscription, sans fournir d'information ou de conseil sur ces instruments. Aucune information ou conseil ne pourra être délivré sur ces instruments par l'agent d'accueil à l'épargnant à moins qu'il soit clairement précisé, dans la fiche de poste, que l'information ou le conseil sur des instruments financiers entrent dans le périmètre de leurs fonctions. Plus généralement, il est rappelé que les établissements devront définir la fonction de vendeur de manière identique s'agissant de la mise en œuvre du dispositif ou encore lors de la définition des personnes bénéficiant de la clause de « grand-père » comme il l'est précisé ci-après.

- **Gérant** : exerce la fonction de gérant toute personne habilitée à prendre des décisions d'investissement dans le cadre d'un mandat de gestion individuel ou dans le cadre de la gestion d'un ou plusieurs organismes de placement collectifs.

- **RCSI** : responsable de la conformité pour les services d'investissement (art. 313-29 du RG AMF).

- **Responsables du post-marché** : exercent la fonction de responsable post-marché les personnes qui assurent la responsabilité directe des activités de tenue de compte-conservation, ou de règlement livraison, ou des activités de dépositaire ou de gestion de titres ou de prestation de services aux émetteurs.

Le dispositif concerne également les personnes exerçant les fonctions suivantes :

- responsable de la compensation d'instruments financiers ;
- compensateur d'instruments financiers (art. 313-29 du RG AMF) ;
- analyste financier (art. 313-29 du RG AMF) ;
- négociateur d'instruments financiers (art. 313-29 du RG AMF)
- responsable de la conformité et du contrôle interne (art. 313-29 du RG AMF).

La clause dite de « grand-père »

Cette clause exclut de l'obligation de vérification des connaissances les professionnels exerçant les fonctions clefs en poste au 1^{er} juillet 2010. Pour les collaborateurs bénéficiaires de la clause de grand-père au 1^{er} juillet 2010 et qui ensuite évolueront dans d'autres établissements, la clause de grand-père s'appliquera dès lors que le changement est réalisé au sein d'un établissement du même groupe bancaire au sens de la réglementation bancaire ou encore si le changement est réalisé dans un établissement du même réseau affilié à un organe central, au sens de l'article L 511-30 du Comofi et que

ce réseau applique les mêmes procédures de vérification des connaissances dans tout son réseau.

Il est rappelé qu'au 1^{er} juillet 2010, chaque employeur doit avoir établi une liste des salariés et collaborateurs agissant pour son compte qui bénéficient de cette clause et la tenir à disposition de l'AMF.

Les modalités pratiques de la vérification des connaissances professionnelles

L'article 313-7-1 du Règlement général de l'AMF précise que le PSI dispose d'un délai de six mois à partir de la date à laquelle le collaborateur concerné commence à exercer l'une des fonctions « clefs » pour conduire cette vérification. Le PSI s'assure que le collaborateur dont les connaissances minimales n'ont pas été vérifiées est supervisé de manière appropriée. Au-delà de cette période et si la vérification des connaissances du collaborateur n'a pas été positive, l'établissement ne peut naturellement pas affecter le collaborateur à une fonction « clef » requérant les dites connaissances²⁶.

Aucune obligation d'évaluation régulière des connaissances des collaborateurs n'a été précisée. Toutefois, il appartient à chaque établissement de s'assurer de la bonne actualisation des connaissances de leurs collaborateurs. Dans ce contexte, chaque établissement pourrait utilement envisager l'étude au cours des prochains mois de modules de formation des collaborateurs bénéficiant de la clause de grand-père.

Le dispositif de certification professionnelle complète le régime des cartes professionnelles. Le dispositif de certification trouve son ancrage dans l'obligation des PSI de se doter de moyens et d'une organisation propre à assurer le respect des principes de protection des intérêts des clients et d'intégrité des marchés. Ainsi, avant que ne soit délivrée l'une des cartes professionnelles mentionnées à l'article 313-45 du RG AMF, le responsable en charge de la conformité pour les services d'investissement s'assure que la personne candidate présente l'honorabilité requise ; il s'assure également qu'elle a satisfait à la procédure mise en place par le PSI et destinée à vérifier qu'elle a pris connaissance de ses obligations professionnelles et qu'elle remplit les conditions relatives à la certification de ses connaissances.

En ce qui concerne la carte professionnelle des RCCI et des RCSI, l'AMF a précisé qu'elle continuera de délivrer cette carte au regard de l'évaluation individuelle qu'elle organise en prenant en compte, en tant que de besoin, la réussite à un examen qu'elle a certifié.

Au final, cette importante réforme impliquera de manière structurante la formation des collaborateurs. Restera aux établissements à étudier la mise à jour des connaissances acquises lors de la certification, problématique déjà exprimée de la formation des « grands-pères ».

26. Cf. réponse n° 11 des questions-réponses de l'AMF.

Lignes directrices de l'AMF précisant certaines dispositions du Règlement général en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme.

15 mars 2010

Suite à la transposition en droit français de la directive européenne 2005/60/CE dite « troisième directive anti-blanchiment » et de sa directive d'application, le dispositif français de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme (LBC/FT) a été refondu. L'AMF a publié les lignes directrices qui précisent certaines dispositions du Règlement général en matière de LBC/FT. Au-delà des précisions apportées par l'AMF auxquelles nous renvoyons directement le lecteur, ces lignes comprennent une importante et très intéressante annexe qui reprend la typologie d'indices de blanchiment ou de financement du terrorisme pouvant donner lieu à déclaration de soupçon qui sera directement appréciée par les professionnels. À travers une typologie fondée sur douze familles de cas potentiels, l'AMF aide les professionnels à affiner leurs contrôles. Parmi les cas retenus l'on retiendra plus particulièrement les deux suivants, car représentatifs de la démarche de l'AMF.

Opérations d'allers-retours sur les marchés

Une SGP a établi une relation de « réception transmission d'ordres » avec une personne physique par l'intermédiaire de trois comptes ouverts aux noms de trois sociétés distinctes à responsabilité limitée, une de droit français, une de droit d'un pays UE et une de droit d'un pays européen non UE dont cette personne est actionnaire de référence. La personne intervient sur différents marchés en

passant des ordres sur un titre liquide (pour des montants non repérables par rapport aux volumes quotidiens traités sur cette valeur) en sens inverse et simultanément de manière à ne pas subir une variation substantielle de cours (pas de risque de perte, ni de recherche de rentabilité). À travers ces trois comptes et sur un même titre, la personne procède tour à tour à deux ordres d'achats sur deux des comptes et à un ordre de vente pour une quantité correspondant au cumul des deux ordres d'achat sur le troisième compte.

Le financement des achats est en provenance d'une banque BBB d'un pays *offshore*. Le solde créditeur des ventes est viré périodiquement sur un compte dans un pays nord américain. L'enquête ultérieure montre que le compte de la banque BBB était alimenté par des virements en provenance d'un pays d'Amérique du sud et correspondrait à un trafic de stupéfiants.

Au final, des flux ont circulé entre la France, l'Amérique du Nord, l'Amérique du Sud et un pays UE et ont été masqués par trois structures juridiques, (sans risque de perte, hors frais des intermédiaires financiers).

Souscription et rachat d'OPCVM dans un délai très court

Une personne souscrit des parts d'OPCVM auprès d'une SGP pour un montant important. La banque dépositaire de l'OPCVM reçoit la couverture du montant de la souscription par virements et chèques en provenance de l'étranger. Très peu de temps après la souscription, le client demande le rachat de ses parts dans un délai court et transfère le produit sur son compte dans une autre banque. En présence d'un tel cas de figure, il est conseillé de réaliser une déclaration de soupçons. ■