

N° 360933 – 361999 – 362000

Président de l'Autorité des marchés financiers et autres

6^{ème} et 1^{ère} sous-sections réunies

Séance du 5 janvier 2015

Lecture du 26 janvier 2015

CONCLUSIONS

M. Xavier de LESQUEN, rapporteur public

I. Au mois de juin 2008, le groupe Paribas Affaires Industrielles (PAI), agissant via sa filiale FD 17, a confié à la société Exane, prestataire de services d'investissement, la réalisation d'une opération d'investissement dont l'objet était d'acquérir pour son compte un maximum de 9 millions de titres de la société cotée Atos, représentant environs 11% de son capital.

Le mandat résulte d'un message électronique adressé le 18 juin 2008 à 16h02 au responsable du pôle « Marché des capitaux propres » de la société Exane, qui expose la stratégie d'achat. Elle se décompose en deux étapes : d'abord, (i) acheter des titres au fil de l'eau au prix actuel du marché (qui est de 36,8€) et (ii) négocier les blocs trouvés au meilleur prix, un prix maximum de 38€ étant indiqué, puis (iii) organiser un RBB (« reverse book building ») sur la quotité restante sur la base d'un prix convenu avec l'acheteur.

La première étape démarre dès 16h05 par des achats directs suivi à 16h10 de la diffusion d'un message à une quarantaine de vendeurs d'Exane sur la recherche de blocs de titres Atos.

La seconde étape est déclenchée le lendemain à 17h38. Après revue avec le client des informations recueillies auprès des vendeurs, et selon les instructions de celui-ci, Exane diffuse au marché l'information qu'il se porte acquéreur de 5 millions de titres au prix de 39€, sur le principe du « premier arrivé - premier servi ». Nous signalons, pour ne pas y revenir, qu'il ne s'agit pas à proprement parler d'un « RBB », opération consistant d'abord en la réalisation d'un sondage de marché dont l'objet est de permettre à l'acheteur d'évaluer le prix d'équilibre du marché pour l'acquisition du volume important de titres qu'il recherche, puis à ouvrir un livre d'ordres pour recueillir les ordres de ventes au prix fixe qu'il décide d'offrir, les ordres n'étant finalement exécutés que si l'objectif de volume est atteint.

C'est une opération moins structurée qui est mise en œuvre : Exane se contente d'acquérir pour le compte de son client les blocs de titres que des vendeurs lui proposent aux conditions fixées. Près de 4,2 millions de titres sont ainsi acquis à la clôture du marché le 19 juin. Ils viennent s'ajouter aux près de 240.000 titres déjà achetés au fil de l'eau et à des titres acquis auprès de la société Netgem. La société PAI est ainsi en mesure d'annoncer le 20 juin à l'ouverture du marché qu'elle est devenue détentrice de 17,9% du capital d'Atos. Le cours de l'action, qui était de 38,91€ à l'ouverture, passe à 40,43€.

Le 2 septembre 2008, le secrétaire général de l'AMF a ouvert une enquête sur l'opération. Au vu du rapport d'enquête, le collège de l'AMF a décidé d'ouvrir une procédure de sanction à l'encontre de la société Exane et de M. Nicolas C..., son président-directeur général ainsi que contre la société Boussard & Gavaudan, qui avait vendu des titres, et son président. Six griefs sont notifiés aux deux premiers par lettre du 22 juillet 2010.

La commission des sanctions en a retenu deux, l'un relatif à l'obligation de tenir à jour une liste d'initiés et d'établir une barrière à l'information (dite « muraille de Chine »), l'autre portant sur l'obligation de détecter les conflits d'intérêts et de faire prévaloir l'intérêt du client. Sur ce fondement, et après avoir écarté les autres griefs, dont celui concernant la société Boussard & Gavaudan et son président, la commission des sanctions a infligé à la société Exane une amende de 500.000€, à son PDG, M. Nicolas C..., un avertissement et a décidé la publication de la décision sur le site Internet de l'AMF.

La décision, en date du 14 juin 2012, n'est contestée qu'en tant qu'elle concerne la société Exane et son PDG.

Le Président de l'AMF, usant de la faculté de recours qui lui est attribuée par l'article L. 621-30 du code monétaire et financier dans sa rédaction issue de la loi du 20 octobre 2010, vous demande d'aggraver les sanctions, en portant celle infligée à la société à 1 M€ et en infligeant à son président une amende de 200 000 €.

Ces deux derniers vous demandent au contraire, par deux recours enregistrés dans le délai du recours contentieux, d'annuler la décision attaquée ou, à titre subsidiaire, de réduire la sanction infligée à la société Exane, et d'ordonner la publication de votre propre décision.

II. Il convient dans un premier temps d'examiner les moyens relatifs aux deux griefs que la commission des sanctions a retenus.

Le premier est tiré de la méconnaissance des articles 315-15 et suivants du règlement général de l'AMF dans leur rédaction en vigueur au moment des faits, qui imposent au prestataire de services d'investissement de mettre en place des procédures connues sous le nom de « muraille de Chine », dont l'objet est de prévenir la circulation indue d'informations confidentielles, notamment les informations privilégiées définies aux articles 621-1 à 621-3 du règlement général, et par ailleurs la méconnaissance des articles L. 621-18-4 du code monétaire et financier et 223-27 du règlement général qui imposent l'établissement d'une liste d'initiés.

Après avoir estimé que l'information délivrée à Exane par PAI réunissait toutes les caractéristiques d'une information privilégiée au sens de ces dernières dispositions, la commission des sanctions a relevé que la société prestataire n'a pas mis en œuvre des procédures de barrière à l'information, ni établi une liste d'initiés.

Est tout d'abord contesté le point amont du raisonnement, c'est-à-dire l'existence d'une information privilégiée, caractérisée par l'article 621-1 du règlement général de l'AMF comme étant une « information précise qui n'a pas été rendue publique, (...) et qui si elle était rendue publique, serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés ».

III. La critique porte d'abord sur l'identification de l'information privilégiée.

1. L'une des branches est tirée de l'insuffisance de motivation de la décision attaquée mais elle ne pourra vous convaincre. La commission a relevé que « pris dans sa globalité », le mandat donné à Exane comportait (...) l'indication, tout à la fois, de l'objectif poursuivi par PAI, c'est à dire l'acquisition de 9 millions de titres, et de la stratégie déployée pour atteindre cet objectif, décomposée en deux étapes comme nous l'avons vu. Elle en déduit que cette information constituait un « ensemble de circonstances [...] susceptible de se produire », dont il était possible de tirer « une conclusion quant à leur effet... sur le cours des instruments financiers », de sorte qu'elle était précise au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF. Certes, les requérants avaient soutenu en défense que cette qualification était incompatible avec la nature de l'opération réalisée, et aurait conduit à la rendre impossible. Mais la solution retenue par la commission, qui analyse les modalités de l'opération, en particulier les informations diffusées aux vendeurs, suffit à répondre à cette thèse.

2. Il est ensuite soutenu, et c'est la deuxième branche, que la motivation retenue par la décision sort des limites de la notification des griefs. Il est certain que la commission des sanctions est liée par la notification « qui ouvre la procédure disciplinaire et en délimite les contours », l'énoncé des griefs devant « permettre à la personne mise en cause de faire valoir sa défense en présentant ses observations » (voyez 15 mars 2006, M. Z..., n° 276370, aux T., fichée sur ce point). C'est finalement ce dernier critère qui est retenu lorsqu'un écart existe entre la motivation retenue par la commission des sanctions et la notification des griefs. Ce qui importe, c'est que la caractérisation du manquement relève bien du grief notifié, en se rapportant notamment à l'obligation dont il est soutenu qu'elle a été méconnue : voyez sur ce point 28 décembre 2009, Société Refco securities, n° 305621, Tables p. 613 ; 12 juin 2013, Société Générale et autre, 359245, 359477, inédit ; ou encore 13 décembre 2013, Société Ofi Asset Management, n° 353073, inédit)¹.

En l'espèce, le moyen pourra être écarté sans grande difficulté car ce qui est ici reproché, ce n'est pas tant que le manquement relevé déborde la notification des griefs, mais qu'il en redresse qu'elle peu les éléments. En effet, la notification commence par une présentation du contexte général de l'opération, en rappelant que l'objectif de PAI était de monter à hauteur de 21% dans la capital d'ATOS, une première tentative, menée avec un autre prestataire quelques mois plus tôt, ayant échoué. Elle mentionne ensuite le mandat donné le 19 juin 2008 à la société Exane pour l'achat de 5 millions de titres au prix de 39€, ce qui ne correspond donc qu'à la deuxième étape de l'opération.

La commission des sanctions, plus prudente, s'en est tenue dans sa motivation aux éléments communiqués à Exane les 18 et 19 juin 2008.

3. Vous ne pourrez ensuite voir d'erreur d'appréciation dans la caractérisation d'une information privilégiée, votre contrôle étant complet sur ce point (voyez 24 avril 2012, Mme P... et Q..., n° 338786, aux T.), comme il l'est généralement lorsque vous statuez comme juge de

¹ Le Conseil d'Etat est d'ailleurs allé jusqu'à admettre une substitution de base légale, sous réserve d'avoir au préalable mis les parties à même de présenter des observations sur ce point : voyez 22 mai 2012, M..., n° 344589, au Rec., la décision ne précisant pas si la substitution porte également sur les griefs notifiés, mais elle traduit le pragmatisme de votre jurisprudence

pleine juridiction.

Il est soutenu à cet égard que la commission des sanctions ne pouvait légalement prendre en compte des informations dont la société Exane n'était pas en possession au début de l'opération. Mais est là encore visé l'objectif de montée au capital d'ATOS à hauteur de 21% : si la décision attaquée, citant la notification des griefs, comporte cette information, elle se contente, pour établir le caractère d'information privilégiée, de se référer à l'information délivrée le 18 juin 2008 à Exane. La décision prend par ailleurs le soin de redresser l'erreur figurant dans la notification.

Est ensuite contestée l'appréciation de la commission des sanctions. La critique repose sur l'idée que la société prestataire ne réalisait qu'une simple opération de courtage. Les requérants estiment en effet que la mission de la société Exane se décomposait en deux actions distinctes, d'abord une mission d'achat à prix maximum de 38€, puis quelques 24 h plus tard, une mission d'achat à prix fixe de 39€, les informations initialement délivrées par le client ne comportant pas de précision sur l'évolution du prix auquel le prestataire pouvait procéder aux achats de titres. Mais c'est ignorer que l'enchaînement des deux étapes était d'emblée prévue et communiquée à la société, la seconde étant effectuée au vu des informations recueillies à l'occasion de la première.

Les éléments d'une information précise nous paraissent donc constitués.

IV. Il est ensuite soutenu que la commission a estimé à tort que cette information, si elle avait été rendue publique, aurait été susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés ou le cours d'instruments financiers qui leur sont liés.

Nul doute pourtant qu'au vu du volume d'actions en jeu, cette information était de nature à provoquer des mouvements de marché anticipant la hausse du titre, soit par achat soit par reports de vente, dans le but de capter la prime prévisible sur le cours de clôture. Certes, il s'avère que cette prime est restée modérée, de l'ordre de 5% si l'on rapporte le prix d'achat de 39€ au cours de marché la veille. Mais cet écart même modeste produit des effets sensibles dès lors que sont échangées des quantités importantes de titres, ce qui est le cas en l'espèce.

V. Il est enfin soutenu que l'information privilégiée n'a pas été communiquée aux vendeurs d'Exane, ce qui rendait inutile la tenue d'une liste d'initiés et la mise en place d'une barrière à l'information. Un tel moyen ne nous paraît pas opérant. Est mis à la charge de la société une obligation de moyens, qu'il appartient à l'opérateur de mettre en œuvre, sanctionnable du seul fait que les mesures exigées n'ont pas été prises, alors même que cette abstention serait restait sans effet.

Par ailleurs, le moyen est mal fondé : figurent au dossier des échanges internes à la société Exane mettant en évidence des anomalies dans la diffusion de l'information aux vendeurs sollicités pour la recherche de blocs de titres ATOS, auxquels ont été dévoilées l'existence et l'imminence de la seconde étape alors que la première était encore en cours, permettant ainsi aux vendeurs d'anticiper la hausse du titre de l'action. L'organisation défailante de la société poursuivie a donc conduit en l'espèce à la diffusion induite d'une information privilégiée.

Vous pourrez enfin aisément écarter la branche du moyen tiré de ce que la commission des sanctions aurait dû s'en tenir à l'examen de l'information échangée pendant la phase de préparation de l'opération, c'est-à-dire avant le 18 juin, et non pendant la phase d'exécution, qui s'est déroulée les 18 et 19 juin : mais la critique ne porte pas, dès lors que les manquements résultent exclusivement des modalités d'exécution de l'opération.

Arrivé à ce stade, vous pourrez juger que la commission des sanctions a pu légalement estimé que la société Exane était en possession d'une information privilégiée au sens de l'article 621-1 du règlement général de l'AMF et qu'elle a pu en déduire que les manquements sont constitués, l'absence de tenue d'une liste d'initiés et de mise en place d'une barrière à l'information n'étant pas contestée.

VI. Vient ensuite la critique sur le second manquement, tirée de l'absence de détection des conflits d'intérêts et du non-respect du principe de primauté de l'intérêt du client.

Deux opérations sont visées :

- une transaction conclue le 19 juin à 9h22 avec la société Exane AM, filiale anglaise de Exane, pour l'achat d'un bloc de titres à un prix de 35,95 €. Cette opération a ensuite été annulée pour faire bénéficier au vendeur des conditions fixées, en fin de journée, lors de la seconde étape de l'opération, soit un prix d'achat de 39 €, pour un surcoût de 452.781€.
- une autre transaction conclue le 19 juin à 15h33 avec la société Calypso à un prix de 36,40€ : elle est également reportée à la seconde étape de l'opération, au prix de 39€, pour un surcoût de 195.000€.

En vertu de l'article 314-3 du règlement général de l'AMF, le prestataire de services d'investissement agit d'une manière honnête, loyale et professionnelle qui sert au mieux l'intérêt des clients et favorise l'intégrité du marché.

Les articles 313-18 et 313-19 font à cette fin obligation aux sociétés d'investissement de prendre les mesures de détection des situations de conflits d'intérêts.

Il est d'abord soutenu que la commission des sanctions s'est prononcée sur l'existence d'une situation de conflit d'intérêts alors que tant la notification des griefs que son rapporteur en restaient à un manquement consistant à ne pas avoir pris les mesures pour détecter les situations de conflit d'intérêt.

Il est vrai que les articles 313-18 et 313-19 obligent à prendre toute mesure raisonnable permettant de détecter les situations de conflits d'intérêts.

VII. S'agissant d'Exane AM, la commission des sanctions a relevé que, si le conflit d'intérêts a été détecté et a donné lieu à un échange téléphonique avec PAI qui, sans connaître l'identité du cédant, a donné son accord sur le prix de cession, il demeure qu'Exane a eu recours,

au profit de sa filiale, à des procédés qui sont radicalement contraires aux règles « de fonctionnement des systèmes de négociation » destinées à « servir au mieux l'intérêt des clients » et à favoriser « l'intégrité du marché » au sens de l'article 314-3 du règlement général, pour en déduire qu'Exane a donc bien méconnu les prescriptions de ce texte : faisant masse des manquements, la commission des sanctions s'appuie donc bien sur l'inefficacité des procédures mises en place, qui ont conduit au résultat inverse de celui recherché. La situation de conflits d'intérêts a certes été détectée, mais la mise en œuvre de la procédure interne a conduit à la conforter.

Car il n'est pas douteux qu'une telle situation était constituée, s'agissant d'Exane AM. Il existe en effet une communauté d'intérêts entre Exane et sa filiale : certes, la majoration du coût de la transaction ne bénéficie pas directement à Exane AM, qui a vendu les titres au profit de ses clients, mais elle en profite indirectement en sa qualité de gestionnaire de fonds, intéressé directement et indirectement à la performance de ses produits. Et la société Exane est intéressée au succès de sa filiale. La situation de conflit d'intérêts paraît donc indéniable.

Il est ensuite soutenu que c'est pour assurer l'égalité des vendeurs que la transaction conclue à la première étape a été reportée à la seconde. Mais c'est ignorer que la société avait un mandat pour acheter des blocs de titres dès le 18 juin. La société Exane AM, contrairement aux autres vendeurs, avait fait une offre de vente le 19 juin en ouverture de marché pour un prix de 35,95€ : l'idée que cette transaction devait être annulée pour respecter l'égalité des vendeurs est bien peu convaincante... Dès lors que n'a pas été organisée une opération structurée du type RBB, qui, du fait de la diffusion d'une information privilégiée aux vendeurs, comporte des garanties de prix les plaçant sur un pied d'égalité, la société Exane devait s'en tenir à son mandat et réaliser les achats de blocs de la première étape.

En réalité, la société s'est elle-même piégée en diffusant au marché des informations sur le déroulement de l'opération et en incitant les vendeurs à reporter leurs ordres de vente de la première à la seconde étape. C'est au vu de cette situation anormale, qui résulte du premier manquement, que la société en arrive à vouloir restaurer la situation de certains vendeurs. Les deux manquements finissent donc par se nourrir.

Nous n'avons donc aucun doute pour vous proposer de valider l'appréciation de la commission des sanctions, s'agissant d'Exane AM.

VIII. La situation est identique pour Calypso, s'agissant de l'atteinte au principe de primauté de l'intérêt du client, même si le report de la vente n'intervient que deux heures avant le déclenchement de l'étape 2. Il est cependant vrai, comme le relèvent les requérants, que la situation de conflit d'intérêt n'est pas caractérisée, faute pour la commission d'établir la nature des liens entre Exane et cette société. Mais vous pourrez neutraliser cet élément au bénéfice de la rédaction de la décision qui relève l'existence de manœuvres ayant nui au client et à l'intégrité du marché en ajoutant la formule « outre qu'elles sont révélatrices d'un conflit d'intérêts dont PAI n'a pas été averti », ce dernier élément n'apparaissant pas déterminant.

Vous pourrez finalement valider les deux manquements.

IX. Est ensuite critiquée leur imputation à M. C... en sa qualité de dirigeant de la société.

Le II. de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, dans sa rédaction applicable au litige, prévoit que la commission des sanctions peut prononcer une sanction à l'encontre de personnes ou de personnes physiques, l'article 313-6 du règlement général de l'AMF disposant que « la responsabilité de s'assurer que le prestataire de services d'investissement se conforme à ses obligations professionnelles mentionnées au II de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier incombe à ses dirigeants et, le cas échéant, à son instance de surveillance ».

Vous avez jugé que l'imputation des manquements d'une société prestataire de services d'investissement à son dirigeant ne méconnaît pas le principe de légalité des peines ni les textes applicables du code monétaire et financier dès lors que celui-ci ne fait pas valoir de circonstances particulières qui auraient fait obstacle à ce qu'il exerçât ses responsabilités de dirigeant : 28 mars 2011, Société Euroland Finance, M. F..., n°s 316521, 316610, Tables p. 787.

Au surplus, dès lors que les manquements révèlent un défaut d'organisation, il nous paraît qu'ils doivent être imputés au dirigeant en sa qualité de responsable de la société. En l'espèce, les deux manquements relevés procèdent en large partie de défauts d'organisation, dans la gestion de l'information privilégiée et des situations de conflit d'intérêt.

X. Vient enfin le quantum de la sanction, contesté tant par les personnes sanctionnées que par la président de l'AMF.

Le montant de la sanction doit, en vertu du II. de l'article L. 621-15, être fixé en fonction de la gravité des manquements commis et en relation avec les avantages ou les profits éventuellement tirés de ces manquements », le profit s'entendant du surcroît de recettes « personnellement appréhendé à un titre ou à un autre » du fait des manquements sanctionnés (22 mai 2012, M. M..., n° 344589, au Recueil). Vous prenez par ailleurs en compte les effets de la sanction, notamment les difficultés financières qu'elle est susceptible d'engendrer (27 juin 2007, Société Provalor, Tables p. 696, 1043 et 1061).

Le montant de l'amende est sans relations avec le profit que la société Exane a tiré des manquements relevés. La rémunération tirée de l'opération est proportionnelle au montant total acheté et dépend donc du prix d'achat des titres. Elle est de 7 points de référence, soit 0,07% de ce montant... Rapporté au surcoût supporté par le client du fait des reports d'achats (environ 650.000€), cela correspond à une sur-rémunération de 4.550 € environ.

C'est au vu de la nature et de la gravité des manquements que vous devrez apprécier l'amende de 500.000 € infligée à la société. Le montant est significativement plus élevé que celui prononcé par des décisions récentes : par exemple, une sanction de 150.000 € pour des manquements procédant d'une organisation insuffisante et du non respect de l'obligation d'agir au mieux des intérêts des clients (décision du 3 mai 2012 qui a fait l'objet de votre décision du 112 mars 2014, Société GSD Gestion et autres, n° 360642, aux T.) ou encore une sanction de 300.000 € pour la méconnaissance de ratios prudentiels d'emprise et de l'obligation d'agir au bénéfice exclusif du client pour le compte duquel est prise une décision d'investissement (décision du 30 juin 2011 ayant fait l'objet de votre décision du 13 décembre 2013, Société OFI Asset Management, 353073, inédite).

Mais nous n'avons guère de doute pour considérer que les manquements ici retenus révèlent de graves insuffisances dans l'organisation de la société, s'agissant de deux aspects essentiels du secteur de l'investissement : la protection de l'information et la prévention des conflits d'intérêt. Dès lors, la sanction ne nous paraît pas disproportionnée, sans qu'il soit justifié, comme le demande le président de l'AMF, de l'aggraver.

La question nous paraît plus délicate pour le président de la société au vu, précisément, des manquements qui procèdent tous les deux d'un grave défaut de l'organisation placée sous sa responsabilité. Nous pensons qu'il aurait été envisageable de prononcer à son encontre une sanction plus importante, mais nous vous proposons finalement d'en rester à l'appréciation de la commission des sanctions qui ne nous paraît pas disproportionnée.

Vous pourrez finalement rejeter les requêtes du président de l'Autorité des marchés financiers, de la société Exane et de M. C..., y compris leurs conclusions présentées au titre de l'article L. 761-1 du code de justice administrative.

Tel est le sens de nos conclusions.