

ARRETS DU CONSEIL D'ETAT DU 12 JUIN 2013

LE CONSEIL D'ETAT CLOT LE DEBAT SUR LES SONDAGES DE MARCHÉ

SEPTEMBRE 2013

1. La réglementation française applicable aux sondages de marché

Il n'y avait plus grand monde sur la place de Paris pour croire encore à une éventuelle réformation par le Conseil d'Etat des deux décisions rendues par la Commission des sanctions en matière d'opérations dites de « sondage de marché » (Comm. Sanct. AMF 17 mars 2011 et 24 nov. 2011).

Ces opérations permettent aux établissements en charge du placement des titres d'interroger le marché (souvent des gérants de fonds), peu avant l'émission, pour connaître son appétit pour le titre à émettre.

Il faut rappeler que la France est l'un des rares pays européens à avoir instauré un régime spécifique applicable aux opérations de sondages de marché.

En substance, le Règlement Général de l'AMF (art. 216-1) impose aux sondeurs de prévenir expressément le sondé que les informations qu'ils s'approprient à lui communiquer sont des informations privilégiées, en lui demandant son accord avant de les lui divulguer et de faire du « sondé » un « initié ».

2. Les difficultés de la place pour s'y conformer

La place française a vraisemblablement eu du mal à s'adapter à cette réglementation.

Les sondeurs considéraient – souvent avec raison – que les gérants, régulièrement sondés, connaissaient parfaitement la pratique du sondage et que leurs interlocuteurs habituels, sachant pertinemment que leurs conversations sont enregistrées et traçables ne pouvaient ignorer qu'ils étaient interrogés dans le cadre d'un sondage. Il est vrai que lorsqu'un investisseur institutionnel est

appelé par une banque dont il connaît le rôle important sur le marché obligataire dans le cadre de la préparation d'une émission, il n'a guère de doute sur le sens et le contenu des interrogations qui lui sont adressées ou sur les conséquences qui s'y attachent.

Les établissements sondeurs estimaient ainsi que les gérants savent parfaitement identifier ce qu'est un sondage, quand ils sont sondés et quand ils ne le sont pas. Ils savent également parfaitement que les informations communiquées dans le cadre d'un sondage sont par essence confidentielles à ce stade.

Les banques estimaient donc, aussi inutiles que redondantes, les précautions imposées par la réglementation.

Du reste, elles considéraient que cette réglementation était en substance respectée. Les propos échangés entre salles de marché prenaient certes une forme dénuée de solennité, éloignée des formules sacramentelles imposées par le texte, mais sans pour autant porter à confusion.

3. L'intervention de l'AMF

Ces arguments n'ont pas convaincu la Commission des sanctions de l'AMF qui, à deux reprises, confirmant une jurisprudence antérieure (Comm. Sanct. AMF 7 juin 2007 et 30 oct. 2008), a appliqué le texte à la lettre et estimé que l'enregistrement des conversations téléphoniques ne laissait apparaître aucune demande d'autorisation à être sondé. *Ita missa est.*

Les établissements poursuivis avaient pourtant, en vain, tenter de convaincre la Commission des sanctions, que la réglementation n'était applicable que lorsque l'information communiquée au sondé était « privilégiée », ce qui n'était selon eux pas le cas.

Les établissements sondeurs s'en étaient alors remis au Conseil d'Etat (« CE »).

4. L'analyse du Conseil d'Etat

Sans surprise, le CE a confirmé la position de la Commission des sanctions de l'AMF.

Plusieurs enseignements intéressants peuvent être tirés de sa décision, plus d'ailleurs sur des questions de procédure que de fond.

- Le CE confirme une fois de plus que les droits consacrés par l'article 6 de la CEDH (droit de se taire, etc.) ne s'appliquent pas à la phase de contrôle, mais uniquement à compter de la notification de griefs. Cela signifie qu'il est désormais illusoire de tenter d'annuler la sanction pour un vice de procédure. Le seul recours à la disposition des établissements poursuivis est de démontrer que les enquêteurs ont porté « une atteinte irrémédiable aux droits de la défense » et à « l'impartialité », ce qui sera exceptionnel.
- De manière plus contestable, le CE considère que le fait qu'un enquêteur avait été licencié 7 ans auparavant par l'établissement sondé ne rend pas la procédure illicite. La justification de cette décision n'apparaît pas avec évidence, tant le ressentiment que peut avoir un contrôleur de l'AMF à l'égard de son ancien employeur peut avoir un effet significatif sur le dossier. On ne le redira jamais assez, c'est au stade du rapport de contrôle que se jouent les chances de l'établissement de ne pas être sanctionné.
- Le CE confirme sa jurisprudence sur le principe de légalité. L'un des principaux arguments des établissements est en effet de considérer que le texte est trop vague et imprécis pour fonder un manquement et entraîner une sanction. C'est notamment le cas en matière de moyens humains ou IT (« l'établissement dispose des moyens suffisants et adaptés ») ou en matière de contrôle interne (« l'établissement met en place une procédure de contrôle interne adaptée »). Cet argument – pourtant justifié pour de nombreux textes très généraux – est systématiquement écarté par le CE qui ici confirme sa jurisprudence, estimant que les règles « sont suffisamment claires ».
- Enfin, le CE estime que la réglementation française ne va pas plus loin que ce qu'autorise le droit européen (directive « abus de marché »), les Etats restant, selon lui, libre d'ajouter dans la transposition des mesures qui n'étaient pas prévues par la directive. Ce point est plus contestable dès lors que la directive abus de marché est, en principe, d'harmonisation maximale, ne laissant aux Etats aucune marge de manœuvre lors de la transposition.

Conclusion

A l'heure où la Direction du Trésor poursuit son travail de recherche de compétitivité et d'attractivité de la place de Paris, la France reste, à notre connaissance, le seul Etat membre qui ait cru bon de soumettre la réalisation de sondages de marchés à de telles contraintes. Il est d'ailleurs symptomatique de constater que le FSA avait indiqué, dans une lettre du 1^{er} septembre 2009 en réponse à la demande d'assistance de l'AMF, que les spécificités du marché obligataire primaire sont telles qu'il n'est pas d'usage, dans le cadre de sondages de marché de solliciter des investisseurs sondés des accords de confidentialité.

Le seul avantage de ce débat judiciaire aura été de provoquer une réforme de la réglementation, désormais sensiblement plus précise sur les obligations applicables en matière de sondage de marché.

Mais l'important est ailleurs et réside dans la quasi impossibilité de fait pour un établissement poursuivi de contester la régularité d'une procédure ou d'une enquête de l'AMF (ou de l'ACPR). Cela pourrait apparaître inquiétant à l'heure où la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 a significativement renforcé les pouvoirs de contrôle et d'enquête des régulateurs (articles 36 et suiv. de la loi).

Contacts

Dana Anagnostou, Associée,
danagnostou@kramerlevin.com

Hubert de Vauplane, Associé,
hdevauplane@kramerlevin.com

Wadie Sanbar, Counsel
wsanbar@kramerlevin.com

Hugues Bouchetemple, Avocat,
hbouchetemple@kramerlevin.com

Rémi Jouaneton, Avocat,
rjouaneton@kramerlevin.com

Ramona Tudorancea, Avocat,
rtudorancea@kramerlevin.com