

Note de Synthèse

France

Septembre 2012

L'AMF rappelle les obligations des établissements financiers en matière de sondages de marché

La décision de la Commission des sanctions de l'AMF publiée le 21 mars 2012 réaffirme son interprétation stricte des règles encadrant les sondages de marché réalisés par les prestataires de service d'investissement mandatés pour la préparation d'opérations financières.

La Commission inflige en effet un avertissement et une sanction pécuniaire de 500.000 euros à deux grands établissements financiers français, au titre de leur méconnaissance des prescriptions du Règlement général de l'AMF en matière de sondages de marché dans le cadre de la préparation d'émissions obligataires lancées début 2009. Deux autres établissements avaient déjà été sanctionnés en mars 2011 à propos d'émissions obligataires lancées fin 2008.

La pratique des sondages de marché consiste, pour les prestataires préparant une opération financière (sur le marché primaire ou secondaire), à contacter des investisseurs institutionnels avant l'annonce publique de l'opération, afin de connaître leur sentiment vis-à-vis de ladite opération, son prix ou sa structure. Elle permet ainsi à l'émetteur de « calibrer » l'opération, voire de décider de ne pas la lancer si sa réussite est incertaine. L'utilité de cette pratique est renforcée dans des marchés particulièrement incertains ou de « fenêtres », tel que le marché obligataire début 2009, qui se rouvrait après de longues semaines d'atonie.

Ces contacts avec les investisseurs constituent un vecteur de transmission d'informations privilégiées, les investisseurs sondés pouvant dès lors être placés en situation d'initiés et devant s'abstenir d'intervenir sur les titres concernés tant que l'information n'est pas rendue publique.

L'article 216-1 du Règlement général de l'AMF impose en conséquence aux établissements sondeurs, avant de divulguer toute information, de solliciter l'accord préalable des investisseurs sondés pour participer à un sondage de marché, et de les informer qu'un tel accord les conduit à recevoir une information privilégiée au sens de l'article 621-1 dudit Règlement.

L'application de ces dispositions n'est pas sans poser de difficultés.

D'une part, la pratique des prestataires fait apparaître des divergences d'interprétation, comme les prestataires mis en cause devant la Commission des sanctions l'ont rappelé en séance publique. Certains d'entre eux estiment devoir appliquer la procédure prévue par l'article 216-1 dès qu'ils mettent en œuvre un sondage, quelles que soient les informations communiquées. Cette approche, juridiquement plus sûre pour le sondeur, restreint davantage la capacité des sondés à intervenir sur les titres concernés, inconvénient concurrentiel pour le sondeur si d'autres prestataires adoptent dans le même temps une approche plus souple.

Car d'autres prestataires estiment que la procédure de l'article 216-1 ne s'applique que s'ils considèrent que l'information transmise présente un caractère privilégié. Selon qu'ils qualifient ou non l'information de privilégiée, ils mettront alors en œuvre une procédure renforcée (*hard sounding*) ou allégée (*soft sounding*).

Dans cette dernière pratique, l'exercice de qualification est crucial. Or, la qualification retenue par un prestataire peut être ultérieurement remise en cause

par l'AMF, qui appréciera a posteriori le caractère privilégié – ou non – de l'information. La décision publiée le 21 mars 2012 illustre ce risque lorsqu'elle indique que l'erreur de qualification par un établissement ayant réalisé un *soft sounding*, estimant l'information transmise aux sondés non privilégiée, ne l'exonérerait pas de sa responsabilité.

Faute de pouvoir en l'état actuel éliminer ce risque d'erreur de qualification, l'on peut chercher à le minimiser. L'*International Capital Markets Association* préconise ainsi que les chefs de file et teneurs de livre d'un syndicat de placement se concertent avant de réaliser des sondages pour définir l'étendue et la nature de l'information qu'ils communiqueront et uniformiser leurs procédures visant à assurer la conformité des prises de contact avec les investisseurs aux règles de prévention des abus de marché.

D'autre part, la mise en œuvre, par les établissements sondeurs, du dispositif prévu à l'article 216-1, peut parfois s'écarter des exigences réglementaires. Le « discours-type » exigé n'est pas toujours rappelé, en raison notamment des contacts fréquents entre les interlocuteurs et du langage propre, parfois disparate entre établissements, qu'ils utilisent. La Commission des sanctions est toutefois intransigente et retient que les liens de proximité des interlocuteurs et la seule indication de l'expression « pré-test » en début de conversation, ne sauraient justifier l'absence d'application pure et simple des dispositions de l'article 216-1. Là encore, une standardisation des pratiques pourrait être perçue positivement par le régulateur.

Des travaux de Place sont en cours sous l'égide de l'AMAFI afin de permettre la réalisation de sondages dans un cadre plus sécurisé et respectueux de l'intégrité des marchés.

L'encadrement des sondages de marché est un enjeu de compétitivité et d'attractivité de la Place, la réglementation n'étant pas harmonisée au niveau européen. Les travaux en cours de révision des directives MIF et Abus de marché n'abordent pas véritablement ce sujet. Des actions de lobbying pourraient intervenir auprès du Parlement Européen saisi des projets de révision.

En tout état de cause, en l'état du droit, tout dysfonctionnement, même isolé, dans la réalisation d'un sondage de marché fait encourir aux prestataires un risque de sanction administrative et d'affichage médiatique dommageable, et ce alors même qu'aucun des investisseurs potentiels improprement sondés n'aurait commis d'infraction d'initié (ce qui était le cas lors de l'affaire jugée en 2011 et de l'une des deux émissions obligataires visées dans l'affaire de 2012). L'enjeu est de taille pour les prestataires puisque le plafond des sanctions que peut prononcer la Commission a été porté à 100 millions d'euros en octobre 2010 (contre 10 millions d'euros à l'époque des faits incriminés).

Cette décision constitue donc une incitation forte pour les établissements concernés à appliquer rigoureusement leur dispositif de conformité en matière de sondages de marché et assurer la formation de leurs employés « *sell side* » à ce sujet

Régis Henry
Avocat à la Cour
Shearman & Sterling LLP

PJ : interview de Régis Henry parue le 30 mars 2012 dans La Tribune (auteur : Pascale Besses-Boumard)

114 avenue des Champs-Élysées | 75008 Paris | www.shearman.com

Le contenu de cette information est d'ordre général et n'a qu'une vocation d'information. Elle doit être utilisée à des fins de référence uniquement et ne couvre pas nécessairement l'ensemble des aspects du sujet traité. Cette information ne constitue pas un avis juridique et ne doit donc pas être utilisée comme tel. Avant d'entamer toute action basée sur les informations contenues dans cette publication, il vous est toujours conseillé de demander un avis juridique qui répondra à votre problématique précise.

L'AMF voit rouge sur les sondages de marché

Après avoir sanctionné deux nouvelles banques ayant procédé à des sondages de marché en vue d'une émission obligataire, le gendarme de la Bourse est prêt à revoir son règlement général en la matière. L'association des marchés financiers, AMAFI a élaboré un code de bonne conduite susceptible d'être mis en place d'ici à la rentrée.



L'Autorité des marchés financiers vient d'infliger à BNP Paribas et à Société générale un avertissement assorti d'une sanction de 500.000 euros chacune pour non-respect des règles applicables en matière de sondage de marché lors de deux émissions obligataires. Prononcées fin novembre par le gendarme de la Bourse, ces sanctions portent sur deux émissions réalisées pour le compte de Saint-Gobain et de Schneider Electric en janvier 2009. En avril 2011, le Crédit agricole et Natixis avaient eu le même traitement avec les mêmes griefs à l'occasion, la encore, de sondages de marché.

Dans tous les cas, L'AMF estime que ces banques n'ont pas respecté les règles

destinées à protéger la confidentialité des informations avant une opération. Ces sondages, rappelons-le, consistent à tester l'intérêt des investisseurs dans la perspective d'une émission qu'elle soit obligataire ou d'actions. Un processus que ces professionnels réalisent de longue date pour les actions et qui ne posait jusqu'à présent pas de problème à l'AMF. Mais celle-ci estime aujourd'hui qu'il y a inégalité de traitement entre les investisseurs et surtout que les informations données afin de tester l'appétit des opérateurs peuvent s'apparenter à des informations privilégiées constitutive d'un délit d'initié.

Enorme risque juridique

« Ces décisions soulignent le risque juridique fort qui pèse sur les établissements sondeurs, ce qui les incitera sans doute à adopter une attitude plus conservatrice dans l'application de leurs procédures de conformité. Cela pourrait rendre les investisseurs plus réticents à être sondés, et donc restreindre la capacité d'utiliser les sondages pour lancer de nouvelles émissions dans les meilleures conditions. », observe Maître Régis Henry, avocat au sein du cabinet Shearman & Sterling LLP.

De fait, si les banques n'ont plus le droit de tester le marché avant de se lancer dans un projet d'opération primaire, c'est le principe de base de ces transactions que l'on remet ici en question. Car aucune émission n'est effectivement programmée si les professionnels n'ont pas une idée de la marque d'intérêt de leurs clients ni du prix auquel ils seraient susceptibles d'être acquéreurs. Ces sondages se sont d'ailleurs systématisés ces derniers mois compte tenu du contexte plus que frileux des marchés.

« Le texte du règlement général de l'AMF a été interprété de différentes manières par les établissements de la Place. L'AMF semble laisser une latitude aux établissements sondeurs pour qualifier l'information transmise. Toutefois, dans la mesure où c'est l'AMF qui détermine in fine le caractère privilégié ou non de cette information, cette latitude ne protège pas les établissements sondeurs contre d'éventuelles sanctions », ajoute Régis Henry.

L'AMAFI a élaboré un code de bonne conduite

Consciente de l'urgence à agir, l'AMAFI, l'association française des marchés financiers a immédiatement élaboré un code de bonne conduite qu'elle a déjà soumis à l'AMF. Dès qu'elle l'aura avalisé, celle-ci devra modifier l'un de ses règlements généraux. Processus qui devrait toutefois prendre un certain temps puisque la validation passera forcément par un arrêté ministériel officiel. Il ne faut donc rien attendre avant juillet, voire la rentrée. Ce code de bonne conduite prévoit essentiellement de codifier ce processus de sondages en deux phases. En amont, il sera demandé aux différents membres du pool bancaire susceptibles de tester leurs clients de décider si oui ou non les informations qu'ils vont donner sont privilégiées.

« Les établissements devront constituer des pistes d'audit pour que l'AMF puisse vérifier si tout s'est passé en bonne et due forme », souligne Stéphanie Hubert directeur de la conformité l'AMAFI. Lors des appels téléphoniques, il s'agira ensuite d'être très clair avec les clients sondés. Et les prévenir, si c'est le cas, qu'ils sont détenteurs d'informations privilégiées leur interdisant d'intervenir sur le marché du titre et de communiquer l'information à d'autres personnes.

« Ce processus ne change pas radicalement les habitudes jusqu'à présent en

vigueur. Il s'agit surtout ici d'introduire un script, un langage codifié et uniformisé que les sondeurs devront forcément adopter vis-à-vis de leurs clients, y compris ceux qu'ils connaissent très bien et avec lesquels ils pouvaient adopter un vocable moins formel que celui imposé par le texte», constate Régis Henry.

Quid des émissions obligataires d'ici à la fin du premier semestre ?

Cette procédure devrait donc permettre de lever le risque juridique actuel. Cela étant, il ne faut rien attendre avant plusieurs mois. Les établissements financiers et les émetteurs vont-ils devoir, d'ici là, geler tout projet d'émission ? Il semble que les marchés disposent actuellement d'une plus grande visibilité que par le passé. Pour autant, les professionnels vont sans doute y regarder à deux fois avant de s'engouffrer à nouveau dans la brèche des sondages. Et à moins de se lancer sans filet, on peut croire que les opérations obligataires ne seront pas légions d'ici à la fin du premier semestre.

Auteur : Pascale Besses-Boumard