

# CHRONIQUE

## DROIT FINANCIER ET BOURSIER



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Associé,  
Kramer  
Levin Naftalis  
& Frankel

### ■ ACTUALITÉS JURISPRUDENTIELLES

#### **AMF – Commission des sanctions – Procédure – Loyauté de la preuve – Communication de pièces et audition de témoins – Procès équitable.**

CEDH 081 (2011), 30 juin 2011, Messier c/ France.

Il n'y a pas d'atteinte aux droits de la défense et à l'égalité des armes dans le fait, par l'AMF, de ne pas communiquer l'intégralité des pièces d'une procédure qui comporte des dizaines de milliers de pages, dans la mesure où des documents sans rapport avec l'enquête ont nécessairement été collectés, où l'intéressé n'a pas indiqué en quoi les éléments qui n'ont pas été versés auraient pu contribuer à sa défense et dans la mesure où il aurait pu demander leur communication devant la cour d'appel.

Il n'y a pas non plus d'atteinte aux droits de la défense et à l'égalité des armes dans le fait, par l'AMF, d'avoir auditionné un témoin seulement au stade de l'audience et d'avoir accepté une simple déposition écrite de deux autres, dans la mesure où l'intéressé ne démontre pas en quoi cela aurait nuit à sa défense et n'a pas demandé à ce qu'ils soient entendus devant la cour d'appel.

Épilogue de l'affaire Messier, l'arrêt de la Cour européenne des droits de l'homme, rendu par une simple chambre, rejette fermement et lapidairement le recours de l'ancien dirigeant de Vivendi. Il est vrai que le combat pouvait sembler d'arrière garde, car il ne portait que sur des questions de procédure et n'était pas des mieux motivés. Il n'en avait pas moins son intérêt et la décision rendue par la CEDH était attendue. Celle-ci écarte tous les arguments de l'intéressé, exactement comme l'avait fait la Cour de cassation en 2006<sup>1</sup>. Le requérant faisait valoir les deux mêmes arguments de procédure que devant la cour régulatrice française, arguments relatifs aux conditions dans lesquelles s'était déroulée la démarche probatoire de la Commission des sanctions de l'AMF.

Le premier était relatif aux conditions de réalisation de plusieurs témoignages. En premier, l'audition d'une

personne-clé n'avait pu avoir lieu devant le rapporteur, celle-ci, bien que convoquée, ne s'étant pas présentée, n'ayant finalement été entendue qu'au cours de l'audience devant la Commission. En second, deux autres personnes n'avaient été entendues ni devant le rapporteur ni en audience, faute par celles-ci de s'être présentées, mais avaient transmis des témoignages écrits. Dans les trois cas, il s'agissait de témoignages demandés par la personne poursuivie. Elle estimait qu'elle n'avait pas pu exercer pleinement ses droits de la défense et n'avait pas bénéficié de l'égalité des armes ni d'une procédure contradictoire, parce que l'un des témoignages n'avait été recueilli qu'à l'audience de la Commission des sanctions et les deux autres que par écrit.

L'argument était assez faible car, d'une part, les témoignages demandés avaient bien été obtenus, l'un en séance, les deux autres par écrit, et, d'autre part, le requérant n'indiquait pas en quoi ces modalités avaient pu porter atteinte aux droits de la défense. Cela avait été l'analyse de la Cour de cassation, qui avait retenu que « les personnes poursuivies ont été mises en mesure d'obtenir, devant la formation de jugement, l'audition de toute personne dont le témoignage leur paraissait utile à la manifestation de la vérité », ce qui lui avait paru suffisant pour écarter ce moyen du pourvoi.

La CEDH la suit en tous points : elle constate que le requérant n'a fourni aucun argument qui aurait pu démontrer qu'en procédant à une audition seulement au stade de l'audience et en acceptant des témoignages écrits, l'AMF « aurait nui à sa défense » ; elle ajoute qu'au surplus, il n'a pas demandé à ce que ces témoins soient à nouveau entendus en appel, ce qu'il aurait pu faire, ce qui semble démontrer pour la CEDH qu'il n'avait pas de critique pertinente à formuler à l'encontre du processus suivi. Autrement dit, la CEDH refuse d'entrer dans une voie purement formaliste et n'admet de grief de cette nature que s'il est démontré qu'il y a eu atteinte effective aux droits de la défense. Elle semble également considérer qu'un argument de cette nature ne peut pas être utilement évoqué devant elle pour la première fois, s'il ne l'a pas été précédemment devant les juridictions nationales. Il ne s'agit pas à proprement parler d'estoppel, mais on n'en est pas très loin.

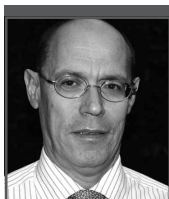
La CEDH rejette l'autre grief, qui portait sur la communication des pièces. Le requérant avait en effet reproché à l'AMF, dès l'origine, de ne pas avoir communiqué l'in-



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



**BERTRAND DE SAINT MARS**  
Délégué général adjoint  
AMAFI



**JEAN-PIERRE BORNET**  
BPCE  
Professeur associé –  
Paris 11 (Sceaux)

1. Cass. Com. 19 décembre 2006, n° 05-18919, Legifrance.

tégralité des pièces de l'enquête à la Commission des sanctions. Tant celle-ci que la cour d'appel et la Cour de cassation avaient rejeté cet argument, au motif, pour cette dernière, que l'AMF, qui avait saisi une quantité infinie de pièces, avait « nécessairement obtenu, parmi les éléments collectés, des documents sans rapport avec les griefs notifiés », de sorte qu'il n'était pas anormal qu'elle ait « procédé à une sélection des pièces du dossier finalement soumis à la Commission des sanctions » et que cela n'était pas « en soi, de nature à vicier la procédure » ; que, pour que la critique porte sur ce point, il aurait fallu qu'il soit démontré que « manquant à son devoir de loyauté, [l'AMF avait] distrait des éléments de nature à influencer sur l'appréciation, par la Commission des sanctions puis, le cas échéant, la cour d'appel, du bien-fondé des griefs retenus ». La CEDH suit à nouveau la Cour de cassation sur ce point : elle note qu'un volume exceptionnel de pièces avait été collationné, qui se comptaient par dizaines de milliers de pages, que, par conséquent, « des documents sans rapport avec l'enquête furent nécessairement collectés » et qu'il « ne saurait dès lors être reproché à l'AMF de ne pas avoir versé au dossier la totalité des documents qu'elle détenait » ; elle ajoute que le requérant n'indique pas en quoi « les éléments qui n'auraient pas été versés au dossier auraient pu contribuer à sa défense ». Avouons que ce raisonnement nous paraît dangereux car il laisse à l'autorité de poursuite le choix des armes. Pourquoi ne pas tout communiquer systématiquement ? Il nous semble que la loyauté de la procédure l'exige et qu'il ne revient pas à la personne poursuivie de détecter les pièces manquantes et de justifier de leur intérêt pour sa défense. C'est inverser les rôles et manquer au caractère équitable de la procédure. La seule raison qui puisse justifier le non-versement de pièces par la partie poursuivante ne peut être que l'existence d'un secret protégé par la loi, ce qui suppose que l'autorité de poursuite s'en explique. En aucun cas l'éventuelle inutilité de pièces pour la procédure ne peut justifier un tri de la part de la partie poursuivante. C'est à la personne poursuivie d'apprécier l'utilité ou l'inutilité des pièces pour sa défense et à personne d'autre.

Mais, en l'espèce, la CEDH ajoute un autre argument, tenant à ce que la personne poursuivie aurait pu demander ces pièces devant la cour d'appel et en obtenir communication, ce que l'AMF avait proposé de faire à ce stade-là. Ainsi, le contradictoire aurait-il pu être rétabli. Si l'on comprend bien, la personne poursuivie n'avait pas donné suite, ne voulant sans doute pas valider la procédure a posteriori. L'argument n'est pas sans portée, la cour d'appel revoyant tous les aspects de l'affaire, mais il aurait eu plus de portée encore si l'AMF avait spontanément communiqué les documents manquants plutôt que d'en faire simplement l'offre.

Au résultat, la CEDH a cherché un équilibre entre efficacité et équité de la procédure et retenu une conception substantielle et non formaliste des droits de la défense, non exempte de pragmatisme. Il ne s'agit pas d'un grand arrêt, mais l'affaire ne s'y prêtait pas, ce qui explique qu'elle n'ait été jugée que par une simple chambre et non par la Grande Chambre, qui peut néanmoins être saisie par toute partie dans les trois mois (art. 43 et 44 de la Convention EDH).

**Abus de marché – Manipulation de cours (oui) – Écrans délocalisés (oui) – Ordres en « rafales » (oui) – Taux d'annulation d'ordres important (oui) – Tenue de marché (non) – Trading haute fréquence (non) – Apporteur de liquidité Euronext (non).**

AMF, Com. des sanctions, 12 mai 2011, Kraay Trading I BV.

**Constitue une manipulation de marché revêtant une particulière gravité le fait de provoquer artificiellement, sans pouvoir se prévaloir d'aucune circonstance de nature à établir leur légitimité et leur conformité aux pratiques de marché admises, des effets baissiers ou haussiers au sein du carnet d'ordres par des ordres saisis en rafale à des cours empêchant leur exécution immédiate, surtout quand les trois quart de ces ordres sont annulés ou modifiés alors que les positions prises atteignent jusqu'à 99 % des meilleurs prix vendeurs ou acheteurs qui constituent la partie du carnet d'ordres susceptible d'établir le cours. En l'absence d'une analyse circonstanciée et détaillée permettant de conforter les présomptions relatives à l'existence d'un tel mode opératoire sur longue période, le manquement peut être établi par la constatation, sur plusieurs jours de bourse, déterminés de façon aléatoire tout au long de la période poursuivie, de pratiques semblables.**

La décision que vient de rendre la Commission des sanctions retient l'attention car elle sanctionne un opérateur dont les conditions d'exercice présentent certains points de similitude avec les techniques dites de trading haute fréquence, dont la caractéristique est de reposer, non seulement sur l'émission automatisée d'un nombre important d'ordres, portant souvent sur des montants faibles, dans une période temporelle restreinte et avec un taux d'annulation avant exécution particulièrement élevé, mais également sur la proximité physique de l'ordinateur émettant les ordres et de l'ordinateur de négociation, afin de favoriser la rapidité des interactions de l'un avec l'autre. On sait en effet que ces techniques sont de plus en plus discutées depuis plusieurs mois sous différents angles<sup>2</sup>, et notamment à l'initiative de l'AMF en termes de risque de manipulation de cours qu'elles lui apparaissent susceptibles d'augmenter<sup>3</sup>. Il est à noter d'ailleurs qu'en l'espèce, la Commission des sanctions a tenu à souligner qu'elle sanctionnerait identiquement une activité de trading haute fréquence si elle était exercée dans des conditions similaires à celles relevées.

Les faits concernent une société de trading unipersonnelle de droit néerlandais, détenue majoritairement par

2. L'un des enjeux de ces discussions est la détermination d'un cadre réglementaire approprié à l'occasion de la révision de la Directive MIF : v., sur cet aspect, le document de consultation émis à la fin de l'année dernière par la Commission européenne qui comporte une dimension « *Automated trading and related issues* ». Parmi les différentes études publiées sur le sujet, on peut notamment se référer à celle publiée par l'homologue néerlandais de l'Autorité des marchés financiers : « *High frequency trading: The application of advanced trading technology in the European marketplace* », AFM, nov. 2010. V. aussi F.J. Fobozzi, S.M. Focardi et C. Jonas, « *High-Frequency Trading: Methodology and markets impact* », *Review of future markets*, vol. 19.
3. Voir notamment : Conférence générale annuelle de l'ICMA, *Keynote speech* de Jean-Pierre Jouyet, président de l'Autorité des marchés financiers, 27 mai 2011.

une personne physique, agissant également en tant que trader pour le compte de cette structure dont les interventions sur le marché sont effectuées au travers d'écrans délocalisés. On rappelle que les écrans délocalisés sont des moyens techniques mis à disposition d'un client par un membre de marché, pour lui permettre d'agir quasiment dans les mêmes conditions que s'il était lui-même membre du marché, tant en termes de visibilité du carnet d'ordres que de capacité à émettre et gérer des ordres. La différence notable est toutefois que l'utilisateur de l'écran délocalisé agit sous l'entière responsabilité du membre de marché fournisseur, qui, au titre des dispositifs de filtrage des ordres qu'il est tenu de mettre en œuvre, doit veiller à conserver une maîtrise suffisante des activités menées par le bénéficiaire de l'écran délocalisé<sup>4</sup>. En l'occurrence, l'attention de la surveillance des marchés de l'AMF ayant été attirée par les « pratiques particulières de passation d'ordres » du membre de marché fournissant les écrans délocalisés, une enquête était ouverte en février 2008 sur les conditions de ses interventions sur vingt-cinq titres de grandes sociétés françaises cotées sur Euronext Paris. Le rapport déposé en août 2009 conduisait à une notification de griefs à l'encontre d'un des bénéficiaires d'un écran délocalisé mis à disposition par ce membre pour avoir procédé entre janvier 2007 et juin 2008 à des manipulations de cours sur cinq titres.

Observant que les éléments relevés au soutien de ce grief sont essentiellement tirés de l'analyse des transactions réalisées sur un seul de ces cinq titres au cours d'une même séance dans une plage de temps comprise entre 13 h 00 min 44 s et 13 h 14 min 31 s, la Commission des sanctions choisit d'abord d'examiner si le manquement est caractérisé au regard de cette analyse avant de déterminer s'il peut être également retenu pour l'ensemble des cinq titres sur la période de dix-huit mois.

À partir d'un séquençage à la seconde près des ordres transmis, et de leur analyse détaillée, la Commission des sanctions s'attache à caractériser la manipulation de cours d'une façon particulièrement exhaustive et détaillée, consolidant des éléments d'appréciation déjà utilisés par ailleurs<sup>5</sup>. L'argumentation qu'elle développe à cet effet doit être notée. Tout d'abord, elle relève que le mode opératoire utilisé a consisté, « dans un premier temps, à faire baisser le cours du titre en exerçant une forte pression baissière à la vente sur le carnet d'ordres par l'émission, pour des quantités importantes, d'ordres passifs en grand nombre, présents massivement aux meilleures limites à la vente ». Puis, « lorsque le cours du titre a baissé, à acquérir des titres au moyen d'ordres d'achat passifs, entrés en même temps que les ordres de vente, mais pour des quantités bien moindres et à un prix inférieur ». Dans « un deuxième temps, à faire remonter le cours du titre [...] par une double action visant, d'une part, à assécher l'offre dans le car-

net en annulant les ordres de vente précédemment saisis, d'autre part, à procéder exactement à l'inverse du premier temps en exerçant une forte pression sur le carnet d'ordres, cette fois à l'achat, par l'émission, pour des quantités importantes, d'ordres passifs en grand nombre, présents massivement aux meilleures limites à l'achat ». Puis, « lorsque le cours a monté, à vendre des titres acquis ». Enfin, « à renouveler les deux temps précédemment décrits ». En d'autres termes, comme le souligne aussi la Commission, il s'est agi d'« influencer » sur le cours du titre « en "inondant" rapidement et temporairement le carnet d'ordres, soit au moyen d'ordres d'achat soit au moyen d'ordres de vente, ces ordres étant, pour l'essentiel, annulés peu de temps après leur entrée dans le carnet » : en moins de quatorze minutes, ont été ainsi saisis 137 ordres dont 101, soit 73,7 %, ont été annulés ou modifiés, ce taux d'annulation apparaissant d'autant plus significatif que les positions prises représentaient un pourcentage extrêmement significatif des ordres présents sur le carnet. L'analyse mettait en effet en exergue « que les ordres de vente entrés dans le carnet à l'issue de la première phase baissière étaient présents sur 13 des 14 meilleures limites à la vente, dont ils représentaient 99 % du volume vendeur, et les ordres d'achat entrés dans le carnet à l'issue de la phase haussière qui a suivi étaient présents sur 15 des 18 meilleures limites à l'achat, dont ils représentaient 87 % du volume acheteur ». Ainsi, la Commission des sanctions observe que « de telles positions témoignent, au moment où elles ont été prises, d'un contrôle complet de l'offre ou de la demande, par une mainmise sur les meilleurs prix vendeurs ou acheteurs qui constituent la partie du carnet d'ordres susceptible d'établir le cours ». Soulignant la « position dominante » constituée par ces positions, elle relève par ailleurs que celles-ci, « même si elles n'ont duré que quelques minutes, ont eu leur plein effet sur le carnet d'ordres, en fixant des "prix d'achat ou de vente" et des "conditions de transaction" au sens de l'article 631-1-2° a) du règlement général de l'AMF ». La Commission en conclut que ce mode opératoire « ne peut s'analyser autrement que comme une "manipulation de cours" au sens de l'article 631-1-1° a) du règlement général de l'AMF visant les ordres "qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers" » : non seulement parce que les effets baissiers ou haussiers en résultant « ont été produits artificiellement, puisque les ordres ont été saisis en rafale à des cours empêchant leur exécution immédiate, mais ayant pour effet d'exercer une forte pression, baissière puis haussière », sur le cours du titre, dont la mise en cause a tiré profit en réalisant des opérations en sens inverse, mais également parce que « de tels ordres, au prix où ils étaient libellés, ne correspondaient donc pas à un réel intérêt acheteur ou vendeur mais tendaient seulement, par les indications fausses qu'ils donnaient à propos de l'offre ou la demande sur ce titre, à entraver le libre fonctionnement du marché et à tromper les investisseurs ». La Commission des sanctions appuie ce premier constat par deux observations complémentaires. D'une part, elle relève que les ordres concernés, « en contribuant à faire décaler le cours du titre [...] à la baisse ou à la hausse, par leur présence massive aux meilleures limites des fourchettes de cotation, correspondent également à la définition de la manipulation de cours résultant des articles 631-1-1° b) et 631-1-2° a) du même règlement qui incrimine, respectivement, les ordres "qui fixent [...] le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel" et la "position domi-

4. V. en ce sens « Instruction Euronext N 8-01 : Précisions sur les normes de filtrage des ordres sur les marchés de titres d'Euronext ».

5. Voir ainsi, AMF, Com. des sanctions, 9 avril 2009, Société SAFE Spa et MM. A., B., C., D., cette chronique, Banque & Droit n° 125, mai-juin 2009, p. 35 ; AMF, Com. des sanctions, 24 janvier 2008, Société X et MM. Y et Z., cette chronique, Banque & Droit n° 120, juill.-août 2008, p. 24 ; AMF, Com. des sanctions, 19 oct. 2006, Ferrer, Intens, Knaepen, Tradition Securities and Futures, CIC C. M et Société Sedia développement, cette chronique, Banque & Droit n° 112, mars-avr. 2007, p. 39 ; AMF, 9 mars 2006, cette chronique, Banque & Droit n° 108, juill.-août 2006, p. 40.

nante" qui a "pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transaction inéquitable" ». D'autre part, elle souligne que cette « façon d'opérer [...] correspond à trois des hypothèses envisagées par l'article 631-2 du même règlement au titre des pratiques les plus couramment rencontrées en matière de manipulations de cours, à savoir celles définies aux 4°, 5° et 6° : "les renversements de positions sur une courte période résultant des ordres émis", "la concentration des ordres émis [...] sur un bref laps de temps durant la séance de négociation entraînant une variation de cours qui est ensuite inversée" et "l'effet des ordres qui sont émis sur les meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande [...] et qui sont annulés avant leur exécution" », tout en notant que « si, pris isolément, chacun de ces éléments ne saurait suffire à constituer une manipulation de cours, comme le précise l'article susvisé, la réunion de trois d'entre eux ne peut que renforcer la démonstration faite ci-dessus que le mode opératoire utilisé est bien constitutif d'une manipulation de cours ». La Commission relève par ailleurs « que la mise en cause ne justifie, au sens de l'article 631-1-1° du règlement général de l'AMF, d'aucune circonstance de nature à établir "la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises" ».

Dans ce contexte, la Commission des sanctions rejette trois arguments manifestement présentés en défense. Le premier est relatif à l'imputabilité du manquement alors que, l'identité du ou des auteurs des ordres ainsi analysés « n'est pas révélée par les éléments de l'enquête ». En la matière toutefois, la Commission observe qu'il « ne peut s'agir que de la mise en cause ou d'un des autres traders qui partageaient les serveurs et les locaux mis à [sa disposition] ». La mise en cause ayant été cependant la bénéficiaire de tous les ordres exécutés, elle en déduit qu'il « ne saurait être sérieusement envisagé qu'un ou plusieurs des vingt deux traders n'appartenant pas à cette société mais utilisant les mêmes locaux et les mêmes moyens de transmission aient été à l'origine, en moins de 14 minutes, des 101 ordres destinés à être annulés, sauf à imaginer une collusion entre les différents protagonistes ». Le deuxième argument en défense consistait à se prévaloir d'une activité de tenue de marché. Sur ce point, la réponse de la Commission est pour le moins curieuse et discutable. Après avoir indiqué que l'activité de tenue de marché consiste, « non pas à prendre successivement des positions acheteuses ou vendeuses pour peser sur le cours, mais à être présent aussi bien à l'achat qu'à la vente afin de favoriser la liquidité du titre et de permettre aux autres intervenants une exécution de leurs ordres au meilleur prix », elle relève « qu'au demeurant, le titre [concerné], très liquide, ne nécessitait pas l'intervention d'un teneur de marché, [la mise en cause] n'invoquant d'ailleurs pas l'existence d'un quelconque contrat d'apporteur de liquidité signé avec Euronext ». Il est peu approprié en effet de donner d'abord l'impression que le teneur de marché conduirait son activité dans l'intérêt des tiers, que ce soit pour favoriser la liquidité ou permettre la meilleure exécution... Car tel n'est le sens, ni de la Directive MIF qui définit cette activité comme celle exercée par « une personne qui est présente de manière continue sur les marchés financiers pour négocier pour son propre compte et qui se porte acheteuse et vendeuse d'instruments financiers en engageant ses propres capitaux, à des prix fixés par elle<sup>6</sup> », ni de

la jurisprudence posée le Conseil d'État, et rappelée par la Commission des sanctions elle-même, qui conduit à rappeler que l'activité de négociation pour compte propre est menée dans l'intérêt de celui qui l'exerce, et non pas de ses contreparties ou clients<sup>7</sup>. Il est tout aussi peu approprié de donner par ailleurs à penser que la tenue de marché se développerait de façon inversement proportionnelle à la liquidité d'un titre alors que l'on sait que celle-ci est en réalité un facteur important pour que des teneurs de marché se déclarent présents : c'est la garantie pour eux de pouvoir prendre des positions à des conditions économiques acceptables pour leurs clients compte tenu du risque supporté à l'occasion de leur déboucement<sup>8</sup>. Et il est peu approprié enfin de tendre à considérer que teneur de marché et apporteur de liquidité au sens de l'article 4107 des règles d'Euronext tendraient à se confondre, ou du moins que la présence du second pourrait constituer un élément de preuve en faveur de la reconnaissance du premier : certes être reconnu comme animateur de marché par Euronext permet de bénéficier de la gratuité des ordres passés, néanmoins cela suppose le respect d'engagements précis en termes de présence dans le carnet d'ordres qui, en tant que tels, ne se confondent pas avec la définition du teneur de marché qui a été rappelée. Au final, on se demande surtout pourquoi la Commission des sanctions n'a pas tout simplement utilisé le contre-argument le plus évident et le plus imparable, à savoir que l'interdiction de procéder à des manipulations de marché s'applique sans conteste à tous, aux teneurs de marché comme à tout autre intervenant. Le troisième et dernier argument en défense consistait à faire valoir que les agissements reprochés « ne se différencieraient pas de ceux du trading à haute fréquence, assorti d'un taux d'annulation tout aussi important ». C'est naturellement que la Commission souligne le caractère « inopérant » de cet argument, relevant comme cela a déjà été indiqué que « si les activités d'achat et de vente sur le marché peuvent légitimement être exercées selon des techniques et des cadences diverses, encore faut-il qu'elles ne donnent pas "des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers" présentant, comme c'est le cas en l'espèce, les caractéristiques d'une manipulation de cours ». La réponse ne pouvait faire de doute.

Le manquement de manipulation de cours ayant été ainsi établi pour un titre sur la période analysée, soit un peu moins de quatorze minutes, la Commission des sanctions recherche ensuite s'il peut l'être également sur une période d'un an et demi pour les cinq titres retenus. Après avoir observé que la mise en cause a été l'auteur de 99 % à 100 % des ordres finalement exécutés dans un contexte où le taux moyen d'annulation de ses ordres a dépassé 65 %, elle estime « que de telles circonstances constituent autant

7. Ce qui exclut que le principe de primauté des intérêts du client s'applique : voir CE 13 juillet 2006, Stéphane A., n° 259231 et 13 juillet 2006, Pascal A., n° 259232 : cette chronique, Banque & Droit n° 109, sept-oct. 2006, p. 52. Voir aussi AMF, Commission des sanctions, 13 déc. 2007, Octo Finances : cette chronique, Banque & Droit n° 118, mars-avr. 2008, p. 19.

8. C'est bien parce que la tenue de marché ne fonctionne pas optimalement sur les valeurs à faible liquidité que la Place de Paris a mis en place une technique de contrat de liquidité qui tend d'ailleurs à se développer en Europe. Voir en ce sens la décision AMF du 21 mars 2011 d'acceptation en tant que pratique de marché acceptée des contrats de liquidité conformes aux principes énoncés dans la Charte de déontologie AMAFI en date du 8 mars 2011 (AMAFI/11-13).

6. Dir. 2004/39/CE, art. 4-1, 8°.

de présomptions à la charge de [la mise en cause], qui n'a pas apporté d'éléments susceptibles de les remettre sérieusement en cause ». En l'absence toutefois d'une analyse circonstanciée et détaillée, similaire à celle menée précédemment permettant de conforter ces présomptions « pour l'un quelconque des titres concernés, par la constatation, sur plusieurs jours de bourse, déterminés de façon aléatoire tout au long de la période poursuivie, de pratiques semblables à celles décrites [précédemment] », elle conclut que le manquement de manipulation de marché ne peut être retenu pour ces faits.

La sanction prononcée est une sanction pécuniaire de 10 000 euros qui semble faible alors que la Commission souligne, d'une part, que « la technique de passation d'ordres utilisée [...] pour manipuler le cours [...] revêt une particulière gravité en ce qu'elle consiste à tirer profit de décalages de cotation provoqués artificiellement, qui donnent en outre une apparence de liquidité indue » et, d'autre part, que « ce mode opératoire tout à fait déloyal a eu pour effet d'entraver le libre fonctionnement du marché et de tromper les investisseurs, qui ne pouvaient à aucun moment soupçonner une telle supercherie ». Ce montant est cependant moins anodin qu'il ne semble au premier abord rapporté au gain procuré par ces opérations, particulièrement faible puisque limité à 487,91 euros...

Au final, c'est un triple enseignement qui peut être tiré de cette décision. Tout d'abord, et contrairement à ce que soutiennent certains détracteurs de ce type de techniques d'intervention, y compris en ce qui concerne le trading haute fréquence, le nombre et la rapidité de transmission des ordres et de leurs éventuelles annulations, n'empêche pas de reconstituer la séquence des événements pour, s'il y a lieu, mettre en évidence la manipulation de marché. Mais, et en écho à une préoccupation manifestée par l'autorité de marché, il est toutefois indéniable que cette reconstitution n'est possible qu'au prix d'une analyse circonstanciée des positions prises par l'intervenant au regard de la situation du carnet d'ordre et des modifications qu'elles y produisent, ce qui peut sembler un effort disproportionné par rapport à l'enjeu financier en cause. N'est-ce pas toutefois le propre des manipulations de marché que d'obliger à une telle reconstitution ? Enfin, le troisième enseignement, et sans doute non le moindre, est que pour reconnaître l'existence du manquement sur longue période (dix-huit mois en l'occurrence), la Commission des sanctions n'exige pas que cette analyse circonstanciée soit menée sur toute la période pour tous les titres en cause, mais seulement pour « l'un quelconque d'entre eux, par la constatation sur plusieurs jours de bourse, déterminés de façon aléatoire tout au long de la période poursuivie, de pratiques semblables ». Voilà qui est de nature à alléger considérablement la charge de la preuve pesant sur les services de contrôle même si l'on peut s'attendre à des discussions sur la pertinence d'avoir pris en considération tel titre et telles plages horaires plutôt que tels autres.

## Abus de marché – déclaration de soupçons – OSRD et obligation de couverture.

AMF, Commission des sanctions, 5 mai 2011, Société B Capital.

**Dans le cadre du dispositif de conformité propre aux obligations de vigilance et de déclaration des opérations d'abus de marché, les prestataires doivent prendre en considération les liens connus de leurs clients avec certains émetteurs. Le contrôle de second niveau de ce dispositif doit nécessairement impliquer le responsable de la conformité de l'établissement.**

La décision rendue le 5 mai 2011 par la Commission des sanctions de l'AMF a notamment trait aux déclarations de soupçons des abus de marché qui seront ici seules commentées. Largement inspirée de l'obligation de vigilance et de déclaration de soupçons auprès de « Tracfin » en matière de blanchiment d'argent ou de financement du terrorisme<sup>9</sup>, cette obligation résulte de la Directive Abus de marché 2003/6/CE du 28 janvier 2003, de la Directive d'application 2004/72/CE, et des articles L. 621-17-2 et suivants du Code monétaire et financier auxquels s'ajoutent les articles 315-42 à 44 du règlement général de l'AMF. Aux termes de ce dispositif, les prestataires sont obligés d'avertir sans délai l'AMF lorsqu'ils ont des raisons de suspecter qu'une opération passée par un de leurs clients, ou encore réalisée pour compte propre par leur établissement, serait susceptible de constituer une opération d'initié ou de manipulation de marché. Pour satisfaire à cette obligation, les prestataires en services d'investissement doivent établir et tenir à jour une typologie des opérations suspectes permettant de déceler celles qui doivent donner lieu à notification<sup>10</sup>. Pour assister les prestataires, l'AMAFI et la FBF ont publié, sous forme de guide, une typologie des opérations suspectes déclinées par bon nombre d'établissements<sup>11</sup>. À partir de cette typologie, il appartient aux prestataires de mettre en place des grilles de détection et des mécanismes de filtrage. La décision de la Commission des sanctions du 5 mai 2011 sanctionne un prestataire pour ne s'être pas doté d'un dispositif efficace de détection des opérations suspectes. Cette décision possède un réel intérêt pédagogique car elle nous éclaire sur les attentes de la Commission en ce domaine en cours de défrichage. La Commission des sanctions reproche ainsi au prestataire de ne pas avoir mis en place un système de détection des opérations suspectes qui prenne en compte les liens connus des clients avec certains émetteurs. En se fondant sur la définition des opérations éventuellement constitutives d'opérations d'initiés ou de manipulation de cours, elle considère que les prestataires, pour être à même de détecter de tels comportements qu'ils ont l'obligation de déclarer à l'AMF, doivent prendre en compte dans le

9. Art L 561-2, 6° du Code monétaire et financier et les textes subséquents. Parmi l'abondante littérature consacrée à ce thème suite à l'entrée en vigueur de la Troisième Directive (Directive 2005/60/CE), on relèvera l'étude de C. Cutajar, « Les nouvelles obligations de la lutte anti-blanchiment après l'ordonnance du 30 janvier 2009 », Bull. Joly Bourse mars-avril 2009, p. 88.

10. Art 315-44 RG AMF.

11. Guide AMAFI-FBF de mise en œuvre des procédures de déclaration de soupçon d'abus de marché.

cadre du dispositif de conformité dont ils sont tenus de se doter, les liens connus de leurs clients avec certains émetteurs. Cette position est intéressante car non reprise avec autant d'acuité dans le guide des associations professionnelles AMAFI-FBF. Ce critère suscite cependant des précautions quant à ses modalités d'application. Précautions notamment au regard des déclarations à opérer auprès de la CNIL car il impose de croiser les fichiers « connaissance clients » avec ceux des opérations boursières réalisées par ces clients pour que des détections automatisées soient organisées. En l'état, dans un certain nombre d'établissements, ces contrôles sont réalisés mais à l'initiative du seul RCSI qui, connaissance prise des relations de ses clients avec certaines valeurs, liste et contrôle les opérations réalisées par ces mêmes clients sur les valeurs pour lesquelles ils sont susceptibles de détenir des informations privilégiées. C'est ainsi que ces opérations sont mises en perspective avec l'information publiée par la société ou les opérations financières qu'elle réalise. C'est le croisement de ces deux séries de données qui est à l'origine d'une déclaration de soupçons et non le seul fait qu'une opération soit réalisée par une personne entretenant des liens avec l'émetteur. La Commission des sanctions renforce cette approche puisqu'elle précise que la nécessité de mettre en place un dispositif de conformité adapté et celle de déclarer les opérations suspectes constituent autant d'obligations objectives. C'est ainsi qu'elle réduit la faculté d'appréciation du prestataire à la seule qualification de l'opération susceptible de caractériser un abus de marché. Cette décision sera donc à l'origine de modifications des dispositifs pour bien prendre en compte les liens d'un client avec certains émetteurs. Ces liens pourront être précisés par le client notamment lors des divers questionnaires auquel il doit répondre lors de l'ouverture de son compte, ou périodiquement à l'occasion de l'actualisation des renseignements fournis afin de lui délivrer un service d'investissement adapté (questionnaire dits « MIF » qu'ils conviendraient d'adapter). En effet, les liens du client avec certains émetteurs dont la connaissance est fondée sur les seules déclarations du client résultent de multiples causes qui doivent être périodiquement actualisées (employeur et fonction du client, de ses proches etc.). L'attention des professionnels sera également attirée sur la nécessité d'enrichir leur base de données « déclarations de soupçons » des données issues des contrats passés par leur établissement avec certains émetteurs lors du traitement des opérations réalisées par leurs collaborateurs. La décision de la Commission des sanctions est fondée sur l'absence de recensement des opérations réalisées par les détenteurs de programme de plan d'option d'actions d'un émetteur pour lequel le prestataire avait conçu et mis en place le dispositif. Cette décision permet également de donner un éclairage nouveau tenant à l'organisation de la conformité des prestataires s'agissant de la mise en place des dispositifs de vigilance et de détection des abus de marché. Le prestataire contrôlé semblait en effet avoir laissé l'initiative du fonctionnement du dispositif aux seuls opérateurs qui ne disposaient pas d'une grille d'analyse et de lecture leur permettant de satisfaire aux obligations de vigilance et de déclaration des opérations suspectes. Aucune procédure

de contrôle de second niveau ne semblait exister entre les opérateurs et le Responsable de la Conformité. À cet égard, l'on aurait aimé que la Commission des sanctions explicite clairement le rôle du RCSI en ce domaine. Le contrôle de second niveau doit à notre sens être réalisé par les Directions de la conformité qui à partir d'outils qu'elles mettent au point, ou avalisent, sont ensuite en mesure de déléguer la mise en œuvre de ces contrôles de second niveau aux opérationnels. En aucune manière, ses Directions ne doivent se reposer sur les seules informations de nature pédagogiques qu'elles délivrent. Au final, cette décision de la Commission des sanctions est importante car elle implique un nouveau regard des établissements sur le dispositif et les outils qu'ils ont mis en place en 2006 lors de l'entrée en vigueur de cette obligation de vigilance et de déclaration des opérations dites d'abus de marché. Dans cette perspective, l'on attend avec intérêt les conclusions de l'AMF issues du rapport spécifique rendu par les RCSI en 2010 qui portait sur ce dispositif. D'ores et déjà, l'on devine que l'AMF, peut-être peu satisfaite de la faiblesse du nombre des déclarations reçues des établissements, entend durcir les dispositifs mis en place par ceux-ci.

## ■ ACTUALITÉS RÉGLEMENTAIRES

### **Autorité de contrôle prudentiel (ACP) – Procédure de sanction – Approbation des codes de bonne conduite.**

Décret n° 2011-769 du 28 juin 2011 relatif à certaines compétences de l'Autorité de contrôle prudentiel.

**Dans le prolongement de la LRBF, la partie réglementaire du Code monétaire et financier est modifiée en ce qui concerne certains aspects de la procédure de sanction suivie devant l'ACP. Le délai d'approbation des codes de bonne conduite élaborés par une association professionnelle en matière de commercialisation et de protection de la clientèle est par ailleurs précisé.**

On sait que la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière a modifiée la procédure de sanction applicable à l'ACP pour la rapprocher de celle en vigueur auprès de l'AMF, avec notamment la désignation d'un rapporteur n'ayant pas voix délibérative<sup>12</sup>. Dans le prolongement de ces adaptations, la partie réglementaire du Code monétaire et financier est modifiée en conséquence pour préciser les conditions de nomination et le rôle du rapporteur (Comofi, art. R. 612-38). Dans ce cadre, il est affirmé que la Commission des sanctions « dispose d'un secrétariat composé de personnels de l'autorité [qui] a notamment pour mission d'assister le rapporteur » (Comofi, art. R. 612-35). Par ailleurs, les droits de la personne mise en cause sont renforcés : délai de convocation minimum devant la Commission des sanctions à compter de la communication du

12. V. cette Chronique, Banque & Droit n° 134, nov.-déc. 2010, p. 29.

rapport du rapporteur et possibilité pour la personne mise en cause de faire connaître par écrit ses observations sur le rapport du rapporteur (Comofi, art. R. 612-39 et R. 621-39), précisions sur le droit de récusation des membres de la Commission des sanctions (Comofi, art. R. 612-41), droit pour la personne mise en cause ou son conseil de prendre la parole en dernier lors de la séance de la Commission des sanctions (Comofi, art. R. 612-48) et droit au compte rendu de séance (Comofi, art. R. 612-49).

Par ailleurs, la LRBF ayant confié à l'ACP le pouvoir d'approuver un code de bonne conduite élaboré par une association professionnelle en matière de commercialisation et de protection de la clientèle, rendant ainsi le code applicable à tous ses adhérents, les conditions de cette approbation sont précisées (Comofi, art. R. 612-29-1 et R. 612-29-2). Le délai dans lequel l'ACP doit statuer sur la décision d'approbation est de quatre mois, qui peut toutefois être porté à six mois. Cette décision doit être publiée au Journal officiel.

### AMF – PSI – Certification des connaissances.

Recommandation n° 2011-09 sur la rédaction des questions/réponses des examens destinés à vérifier les connaissances minimales des acteurs de marché.

Quasiment un an après l'entrée en vigueur du dispositif de certification professionnelle, l'AMF publie une intéressante position sur la rédaction des questions/réponses des examens destinés à vérifier les connaissances minimales des acteurs de marché<sup>13</sup>. Décomposé en deux temps, une position et une recommandation, conformément au dispositif de clarification de sa doctrine exprimé par l'AMF<sup>14</sup>, ce texte exprime la doctrine de l'AMF. La position précise la forme et le contenu pédagogique des examens certifiés par l'AMF. Ainsi, les questions doivent s'insérer dans un contexte professionnel, posséder un réel intérêt et constamment se situer au sein de la pratique professionnelle des candidats. Refusant tout caractère subjectif ou l'opinion du candidat serait sollicitée, les questions doivent également éviter un contenu trop technique. La certification doit conférer aux collaborateurs une culture et non pas faire d'eux des experts comme le rappelle fort opportunément l'AMF. Enfin, deux règles sont posées. En premier lieu, les questions ne doivent pas avoir pour objet de faire échouer les candidats. Leur contenu doit donc toujours être clair et dénué d'ambiguïtés. Au titre de la deuxième règle, l'AMF précise que les questions ne doivent pas être trop faciles et ne pas contenir les éléments de la réponse. La recommandation, second temps de la communication de l'AMF après la position précise quelques points intéressants des formulations des questions. C'est ainsi qu'elle recommande qu'une seule connaissance par question soit ciblée. De même, aucune réponse ne devrait paraître suffisamment aberrante pour pouvoir être rejetée par le candidat comme évidemment fautive.

Les professionnels qui ont adopté un système interne de certification professionnelle se pencheront avec attention sur cette position-recommandation n° 2011-09 du 21 juin 2011 pour s'assurer de sa bonne déclinaison au sein de leur dispositif interne.

### AMF – ACP – Opération de change – Forex – Rolling spot forex.

Communiqué de presse du 31 mai 2011 précisant le cadre juridique applicable aux opérations de change à report tacite ou « rolling spot forex ».  
Position AMF n° 2011-08 : questions relatives aux opérations sur le Forex.

Devant la multiplicité des propositions faites aux particuliers de conclure des opérations sur le marché des changes (Forex), l'AMF et l'ACP ont précisé la qualification juridique de ces opérations de change au comptant reportables encore baptisées « rolling spot forex ». En 2005, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement<sup>15</sup>, suivant en cela la position alors retenue par les services de l'AMF, avait retenu la qualification d'opération de change au comptant incluant une opération de crédit dans la mesure où le montant versé par le client ne constituait qu'une fraction de la valeur du sous jacent. Dès lors ces opérations n'entraient pas dans le champ des instruments financiers. Intervenue depuis, l'adoption en droit français des dispositions issues de la Directive MIF renouvelle les termes de la discussion et permette aux Régulateurs de revenir sur leur position initiale. Après avoir relevé les interprétations des autres Régulateurs fondées sur le texte de la Directive MIF et analysées les pratiques des opérateurs qui reportent leurs positions tacitement sans formalités particulières, l'AMF et l'ACP considèrent que ces opérations doivent recevoir la qualification juridique d'instruments financiers à terme. Dès lors, la réglementation de ces contrats financiers relève des services d'investissement et non des services de banque ce qui permet aux épargnants de bénéficier d'un degré accru de protection. La position n° 2011-08 de l'AMF précise à travers des questions réponses le champ d'application de ce communiqué de presse commun à l'AMF et l'ACP que l'on pourrait qualifier de revirement de jurisprudence s'agissant de la qualification de ces opérations de change à report tacite. L'AMF précise ainsi les règles du démarchage au regard de ces produits, la nécessité pour les personnes proposant ces produits d'être agréées en tant que prestataires de services d'investissement et les règles applicables aux établissements étrangers proposant de tels produits en France qui doivent toujours être agréés comme PSI. L'on notera avec intérêt la réponse faite par l'AMF concernant les services d'investissement réalisés au titre de ces opérations. C'est ainsi qu'elle indique que le prestataire qui conclut des accords d'achat ou de vente portant sur un ou plusieurs instruments financiers pour compte propre afin de rendre service à un client fournit à la fois le service d'investissement de négociation pour compte propre et celui de négociation pour compte de tiers. ■

13. Art 313-7-1 du RG AMF : cf. cette chronique, Banque & Droit n° 131.

14. Communiqué de l'AMF du 7 décembre 2010 : « Principes d'organisation et de publication de la doctrine de l'AMF » : cf. cette chronique, Banque & Droit n° 135.

15. Dont les compétences sont désormais reprises par l'ACP.