

Ce qui est vrai, c'est que la prise en compte d'un projet doit se faire à chacune de ses étapes : « Chaque stade d'une même opération financière peut constituer une information privilégiée sans qu'il soit nécessaire d'attendre la finalisation de l'opération : un projet d'offre publique alors même que l'initiateur n'a pas encore fixé le prix ou hésite encore entre deux cibles, peut constituer une information privilégiée »⁵. De nombreuses décisions l'illustrent⁶.

Un autre point a été beaucoup discuté, tenant au fait de savoir si les acquisitions, alors que l'une des sociétés détenait une information privilégiée, n'auraient été que la poursuite d'une stratégie entamée des mois auparavant. L'AMF, s'en tenant à sa jurisprudence habituelle⁷, avait jugé, par principe, que « la circonstance invoquée par les mis en cause que les acquisitions faites en connaissance d'une information privilégiée s'inscrivent dans la ligne d'une stratégie d'investissement n'est pas de nature à justifier la violation du devoir d'abstention » et estimé que le devoir d'abstention des initiés primaires l'emportait sur toute autre considération. Elle n'y avait mis qu'une exception, l'hypothèse d'un motif impérieux qui aurait rendu nécessaire l'opération. Cette partie de la décision avait été quelque peu critiquée⁸ au regard de la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne qui, dans l'affaire Spector⁹,

a fait de l'utilisation d'une information privilégiée par un initié primaire une présomption réfragable. La cour d'appel de Paris, à la différence de l'AMF, prend soin d'y veiller. Elle rappelle qu'« il résulte de cette jurisprudence que la présomption d'utilisation de l'information privilégiée est réfragable et que la répression de cette pratique est subordonnée à la protection de l'intégrité des marchés financiers ». Elle considère néanmoins, un peu contre l'évidence, que l'AMF ne s'en était pas affranchie, et puise dans les éléments retenus par cette autorité ceux permettant de considérer que tel n'était pas le cas. Elle retient que la politique d'investissement des sociétés en cause n'avait, depuis l'origine, d'autre but que d'acquérir un pourcentage d'actions suffisant pour permettre à des sociétés d'obtenir le seuil de 95 %, mais que « les acquisitions d'actions APRR postérieures au 27 mai 2010 ne constituaient pas la poursuite de la même stratégie, le seuil de 95 % étant d'ores et déjà atteint à cette date, mais visaient à lui permettre de céder les actions APRR acquises durant cette période à un prix supérieur au cours du titre ». La cour vient au secours de l'AMF en concluant que « la Commission des sanctions a, à juste titre, souligné que les parties n'apportaient pas d'éléments de nature à démontrer que l'utilisation de l'information privilégiée aurait été nécessitée par un motif impérieux, sans que les requérants puissent lui reprocher d'avoir confondu la notion de "motif impérieux", qui est une cause exonératoire de responsabilité, avec la démonstration de l'utilisation induite de l'information privilégiée, qui constitue un élément constitutif du manquement ». Voilà une distinction bienvenue juridiquement, mais il est loin d'être évident, contrairement à ce que semble suggérer la cour, que l'AMF l'ait eue en tête. ■

marché. Manquements administratifs et infractions pénales, Lexisnexis, n° 73, p. 54.
 5. Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 3e éd., Economica, n° 492-3, p. 698.
 6. Voir les décisions citées par l'ouvrage précité, p. 54 et s.
 7. AMF, décision de sanction, 5 mars 2009, Société Nortène; sur recours, CA Paris, 5/7, 30 mars 2010, n° 2009/13348. AMF, décision de sanction, 29 mars 2007, Banque X et MM A et B.
 8. P. Pailler, note précitée.
 9. CJUE 23 décembre 2009, aff. C-45/08, Spector Photo Group NV et a. c/ Commission financière, bancaire et des assurances: RDBF 2010, comm.80, note Th. Bonneau; RTD Com. 2010, p. 395, note N. Rontchevsky; BJS 2010, p. 346, note D. Schmidt; BJB 2010,

p. 92, note S. Torck; Banque et Droit, janvier-février 2010, p. 27, obs. H. de Vauplane, J.-J. Daigre, B. de Saint Mars et J.P. Bornet; *Droit des sociétés* 2010, comm. 96, note R. Mortier.

Entreprise de marché – Neutralité et impartialité – Manquement – Sanction.

AMF, Commission des sanctions, 4 décembre 2015, Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, San-2015-21.

Accorder une exemption, de manière discrétionnaire et non publique, à un membre du marché, qui a permis à celui-ci d'augmenter très fortement le nombre de ses ordres par rapport au nombre de transactions, de limiter les coûts en résultant, d'améliorer ses algorithmes, en dehors de tout programme prédéfini, sans contrepartie et sans limitation de durée, est contraire à l'obligation d'une entreprise de marché d'exercer son activité avec neutralité et impartialité.

En octroyant une telle exemption, sans en informer les autres membres du marché, l'entreprise de marché ne les a pas mis en mesure de comprendre la modification des conditions de négociation qui en résultait, a créé une disparité de traitement et n'a pas exercé son activité dans le respect de l'intégrité du marché.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voici une décision particulièrement remarquable¹. D'une part, pour la première fois, une entreprise de marché, Euronext Paris en l'occurrence, est sanctionnée fortement pour avoir manqué aux obligations de neutralité, d'impartialité et de respect de l'intégrité du marché; d'autre part, un apporteur de liquidité pratiquant le trading haute fréquence est sanctionné lourdement pour manipulation de cours. Ce second aspect ne fera pas l'objet d'un commentaire, tant la question est infiniment plus technique que juridique; notons simplement qu'il était reproché au prestataire d'avoir perturbé le marché par la pratique de l'empilage d'ordres et de l'annulation systématique de la quasi-totalité de ceux-ci. Ce n'est pas la première fois que le trading haute fréquence est pris en défaut par l'AMF², mais l'affaire est ici emblématique, par la qua-

1. Voir le commentaire de J. Chacornac: RDBF janvier-février 2016, comm. 46, p. 84.
 2. AMF, Décision de sanction, 14 mars 2014, SAN-2014-01: BJB n° 155, mai-juin 2014,

lité d'apporteur de liquidité du prestataire, par l'importance de la pratique sanctionnée, par les moyens mis en œuvre pour la détecter et par le montant de la sanction prononcée, égale à six fois le profit réalisé. Seule sera néanmoins abordée la partie de la décision relative aux manquements de l'entreprise de marché.

Il a été reproché à Euronext d'avoir favorisé un membre du marché. La particularité est qu'il s'agissait d'un apporteur de liquidité qui pratiquait le trading algorithmique, ce qui est fréquent³. Le trading algorithmique est encadré par Euronext : les traders doivent respecter un ratio maximum entre le nombre d'ordres émis et le nombre de transactions finalement conclues, au-delà duquel ils doivent payer des pénalités. Deux raisons à cela : d'une part, limiter les perturbations du marché et les risques de manipulation de cours ; d'autre part, permettre à Euronext de percevoir une commission supplémentaire si le nombre d'ordres par rapport aux transactions est supérieur au ratio. On le voit immédiatement, le ratio ordres/transactions est au cœur d'un conflit d'intérêts : plus le nombre d'ordres dépasse le ratio, plus l'entreprise de marché perçoit de commissions, mais plus le risque de perturbation du marché et de manipulation de cours est grand.

La présente affaire l'illustre parfaitement. Le membre du marché est convaincu d'avoir provoqué une manipulation de cours par le placement et l'annulation de très nombreux ordres pour un tout petit nombre de transactions. L'entreprise de marché est, de son côté, convaincue d'avoir favorisé cette pratique en lui ayant permis de dépasser le ratio habituellement imposé aux apporteurs de liquidité, le reproche étant aggravé par le fait que les autres apporteurs de liquidité n'en ont pas bénéficié et n'en ont pas été informés, que cela n'est pas entré dans un plan déterminé et s'est produit sur une longue période de presque an et demi. S'y ajoute le fait que le prestataire en cause avait aussi été autorisé à pratiquer le trading algorithmique sur les actions les plus liquides, alors qu'Euronext avait décidé que des titres figurant sur Euronext 100 ne pouvaient avoir d'apporteur de liquidité, sauf décision contraire (Instruction n° 04-01). L'entreprise de marché est sanctionnée pour avoir manqué à ses obligations relatives à la lutte contre les conflits d'intérêts (art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier), en particulier à ses obligations de neutralité, d'impartialité et de respect de l'intégrité du marché (art. 512-3 du RG AMF).

Euronext a évidemment argumenté pour éviter d'être sanctionné. On s'arrêtera uniquement à l'argument juridique ; l'entreprise de marché a soutenu « que les deux textes précités définissant ses obligations professionnelles en termes très généraux, il n'était pas raisonnablement prévisible que l'octroi à un intervenant HTF d'une exemption du ratio ordres/transaction puisse conduire à caractériser un

manquement professionnel à son encontre, de sorte que les impératifs constitutionnels de précision et de prévisibilité des incriminations ont été méconnus ». Sur ce point, l'AMF répond en deux temps. En premier, elle rappelle que le grief ne portait pas sur l'octroi d'une exemption du ratio, qu'aucun texte précis n'incrimine en tant que tel, mais sur la méconnaissance induite par cet octroi de l'obligation pour l'entreprise de marché d'exercer son activité avec neutralité, impartialité et dans le respect de l'intégrité du marché. Curieuse leçon, car il ne semble pas que cela ait échappé à Euronext. En second, elle ajoute que les obligations faites à l'entreprise de marché « de gérer, prévenir et détecter les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché géré ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de ce bon fonctionnement et ses intérêts propres » « résultait de façon suffisamment précise des dispositions précitées ». Arrêtons-nous un instant à ce dernier aspect.

Le siège de la matière, du point de vue législatif, est à l'art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier, qui dispose : « L'entreprise de marché prend les dispositions nécessaires en vue de : 1. Détecter, prévenir et gérer les effets potentiellement dommageables, pour le bon fonctionnement du marché réglementé ou pour les membres du marché, de tout conflit d'intérêts entre les exigences de bon fonctionnement du marché réglementé qu'elle gère et ses intérêts propres ou ceux de ses actionnaires ». On pourrait ajouter, à titre plus général, l'art. 421-10, qui dispose que « En vue de la reconnaissance du marché réglementé, l'entreprise de marché établit des règles du marché. Ces règles, transparentes et non discrétionnaires, assurent une négociation équitable et ordonnée et fixent les critères objectifs en vue de l'exécution efficace des ordres ». Là se trouve l'une des originalités de l'entreprise de marché, qui est une société commerciale de droit privé (art. L. 421-2) et a donc ses propres intérêts, mais a une fonction de réglementation du marché, qui l'oblige à prendre en compte l'intérêt collectif des intervenants, d'où l'obligation d'émettre des règles transparentes et non discrétionnaires et d'éviter ou maîtriser les conflits d'intérêts potentiels entre ses propres intérêts et l'intérêt collectif du marché ; s'y ajoute une autre originalité, l'octroi d'un pouvoir de sanction⁴. Le Règlement général de l'AMF a précisé les règles que l'entreprise de marché doit édicter pour lutter contre les conflits d'intérêts. L'art. 512-3 exige que « l'entreprise de marché et le tiers mentionné au 3^e alinéa de l'art. 512-1 [le tiers qui met des moyens techniques à la disposition de l'entreprise de marché] exercent leurs activités avec diligence, loyauté, neutralité et impartialité dans le respect de l'intégrité du marché ». La généralité des termes employés n'est pas si grande qu'un professionnel comme une entreprise de marché ne puisse en tirer la conséquence pour ses activités quotidiennes. En particulier, dans l'espèce, l'entreprise de marché aurait pu se douter qu'offrir un avantage exceptionnel à l'un des appor-

p. 38, obs. J.-J. Daigre.

3. P. Barban, *Les Entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché*, préface de F. Drummond, Institut universitaire Varenne, collection des thèses, n° 58, p. 112.

4. Ph. Neau-Leduc, « Nature et régime des sanctions prévues par les entreprises de marché et des chambres de compensation », *Mélanges AEDBF-France IV*, p. 291.

teurs de liquidité, sans limite de durée et sans le révéler, était contraire à la neutralité et l'impartialité, et pouvait porter atteinte à l'intégrité du marché en rompant l'égalité avec les autres apporteurs de liquidités. Certes, les conflits d'intérêts, puisque telle est la rubrique sous laquelle il faut placer ces règles selon l'art. L. 421-11, I, 1 du Code monétaire et financier, ne sont pas interdits de manière absolue, puisque le texte précise simplement que les entreprises de marché doivent prendre les dispositions nécessaires en vue de les détecter, les prévenir et en gérer les effets potentiellement dommageables ; cela ne peut empêcher les expérimentations, mais à condition qu'il s'agisse de véritables expérimentations, c'est-à-dire exceptionnelles, limitées et publiques. Or, tel n'avait pas été le cas, puisque l'exemption dont bénéficiait l'apporteur de liquidité en cause n'avait pas de limite

dans le temps et s'était poursuivie pendant près de 16 mois, avait été clandestine et avait permis à l'intéressé de faire du trading algorithmique sur les titres les plus liquides alors que l'entreprise de marché avait publiquement indiqué qu'elle ne le permettrait pas.

Le risque de conflit d'intérêts est au cœur de la nature hybride de l'entreprise de marché. Un auteur pense que ce risque est insurmontable et devrait conduire les pouvoirs publics à choisir entre un modèle de droit privé et un modèle de droit public⁵. Précisément, la recherche de liquidité créerait un insurmontable conflit d'intérêts entre l'activité commerciale et l'activité de régulation⁶. ■

5. P. Barban, ouvrage précité.

6. P. Barban, ouvrage précité, n° 134, p. 207.

AMF – Contrôles et enquêtes – Pouvoir d'investigation des contrôleurs – art. L. 621-10 du Code monétaire et financier (avant la loi du 26 juillet 2013) – Pouvoirs identiques à ceux des enquêteurs.

AMF, décision de sanction du 11 janvier 2016, San-2016-01.

Alors même qu'il ne mentionnait que les enquêteurs, l'art. L. 621-10 du Code monétaire et financier, dans sa version antérieure à la loi du 26 juillet 2013, définissait les pouvoirs conférés aux contrôleurs, comme aux enquêteurs, pour l'exercice des contrôles et enquêtes de l'AMF mentionnés à l'art. L. 621-9.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

La Commission des sanctions de l'AMF n'a pas tardé à invoquer le bénéfice de la position du Conseil d'État qui, dans un arrêt du 11 décembre 2015¹, a jugé que le législateur avait entendu conférer aux contrôleurs les mêmes pouvoirs d'inspection sur pièces et sur place qu'aux enquêteurs, alors même que l'art. L. 621-10, dans sa version antérieure à la loi du 26 juillet 2013, ne visait que ces derniers. Le Conseil d'État faisant lui-même sien le raisonnement tenu par l'AMF dans une décision antérieure², malgré une ordonnance de référé qui avait jugé qu'il y avait « un doute sérieux quant à la légalité des sanctions litigieuses »³, avait décidé qu'« alors même qu'il ne mentionne que les enquêteurs, l'art. L. 621-10 du code définit les pouvoirs conférés aux contrôleurs, comme aux enquêteurs, pour l'exercice des contrôles et enquêtes de l'Autorité des marchés financiers mentionnés à l'art. L. 621-9 »,

cela pour la version antérieure à la loi du 26 juillet 2013.

Dans la présente affaire, l'AMF reprend la même argumentation, qui pourtant est loin d'être convaincante. Comme la Haute juridiction, elle fait appel à quelques textes, qui, à l'époque, visaient indifféremment contrôles et enquêtes (art. L. 621-9 et L. 621-9-3), et suggère que les deux types d'investigation auraient donc été traités sur un pied d'égalité, et y voit une preuve supplémentaire dans l'intitulé de la sous-section dans laquelle ils sont insérés : « Contrôles et enquêtes ». Elle invoque aussi le Règlement général de l'AMF de l'époque, qui accordait aux contrôleurs les mêmes pouvoirs de « contrôles sur pièces et sur place dans les locaux à usage professionnel » qu'aux enquêteurs, et le fait que l'art. 47 de la loi du 1^{er} août 2003 avait décidé que « Les règlements de la Commission des opérations de bourse et le Règlement général du Conseil des marchés financiers demeurent applicables ».

On a déjà eu l'occasion de dire pourquoi ces arguments étaient peu convaincants⁴ ; dès lors, on se contentera de les résumer. Le maintien en vigueur des règlements de la COB et du Règlement général du CMF par l'art. 47 de la loi de fusion du 1^{er} août 2003 est de peu de poids. Le législateur n'a pas, à cette occasion, validé les textes des anciennes autorités ; il s'est contenté de les maintenir en l'état pour éviter une rupture de continuité, donc avec leurs vices éventuels. Or, le fondement législatif du Règlement général du CMF était lui-même plus qu'incertain ; il résidait dans l'art. 7 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, qui était étranger à ce point précis. Quant à l'argument tiré de l'intitulé de la sous-section dans laquelle s'insère l'art. L. 621-10, il est de peu de portée, tant il est vrai que l'intitulé d'une partie, d'un livre, d'un chapitre, d'une section ou d'une sous-section n'a jamais eu de valeur positive ; il s'agit d'une simple annonce. C'est d'autant plus vrai que les

1. CE 11 décembre 2015, n° 389096 : Banque et Droit n° 165, janvier-février 2016, p. 48, note J.-J. Daigre.

2. AMF, Décision de sanction, 17 mars 2015, SAN-2015-06 : Banque et Droit n° 161, mai-juin 2015, p. 32, note J.-J. Daigre ; RDBF mai-juin 2015, comm. 108, note P. Pailler ; BJB septembre 2015, p. 369, note J.-P. Pons-Henry.

3. CE, ordonnance du 17 avril 2015, n° 389093 : Banque et Droit n° 162, p. 30, note J.-J. Daigre.

4. Note J.-J. Daigre : Banque et Droit n° 165, janvier-février 2016, p. 48.