

Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, **Paris I**

Actualités jurisprudentielles

Contrats de liquidité. Soutien de cours. Manipulation de cours (oui). Information privilégiée (oui).

*Décision de sanction Cob du 20 octobre 2003, affaire CADIF et CAIC.
Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec,
3^e éd., 2001, n° 490 et suiv. et 1056 et suiv.*

Le fonctionnement du marché doit résulter de la libre confrontation des offres et des demandes; tout prix manipulé procure par définition un avantage aux uns et un préjudice aux autres; il appartient à la Commission de veiller à la régularité du fonctionnement du marché, indépendamment des réactions ou absences de réactions des investisseurs qui n'ont pas nécessairement conscience des manquements commis.

Si l'entrée en bourse du Crédit Agricole a ouvert la voie à la prise de contrôle du Crédit Lyonnais, elle fut aussi l'occasion de diverses opérations financières condamnées de façon particulièrement sévère par la COB: un million d'euros pour l'une des sociétés, 500 000 € pour une autre, et 50 000 € pour son directeur financier. La présente décision est la première à se prononcer sur les rapports entre manipulation de cours et d'une part, contrat de liquidité, d'autre part soutien des cours.

A l'occasion de l'introduction en bourse de la structure de tête du Crédit Agricole, la Caisse Régionale d'Ile-de-France (CADIF) a annoncé le 13 juillet 2001 le prix auquel elle fixait les certificats coopératifs d'associés (CCA) émis en vue de la prise de participation de 25 % à son capital de la Caisse Nationale du Crédit Agricole. Ce prix résultait d'une méthode de valorisation des CCA reposant sur la moyenne des cours de bourse des certificats coopératifs d'investissement (CCI) de la CADIF, appréciée sur une période de neuf mois se terminant le

30 juin 2001. Or, il est apparu que le cours des CCI avait fortement progressé entre janvier et mai 2001 avant de stabiliser à un niveau élevé jusqu'en juillet 2001. Les investigations effectuées par la Cob conclurent d'une part, à ce que le directeur financier de la CADIF avait mobilisé des moyens financiers importants en vue de soutenir le cours des CCI de la CADIF entre le 2 et le 12 juillet, et d'autre part à ce que celui-ci avait transmis une information privilégiée relative au mécanisme de rachat des CCI. En outre, la société de bourse du groupe Crédit Agricole (CAIC) avait participé par divers moyens à la manipulation des cours des CCI dans le cadre de ses interventions sur les contrats de liquidité.

Concernant la manipulation de cours, la Commission considère que « *l'établissement du cours CCI de la CADIF n'a pas résulté, du 2 au 11 juillet 2001, de la libre confrontation sur le marché des ordres d'achat et vente, mais a été déterminé par des interventions qui avaient pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché et d'induire autrui en erreur* ». Pour ce faire, la COB s'appuie sur les retranscriptions des conversations téléphoniques d'où il ressort que le directeur financier de la CADIF et cette dernière ont pris l'initiative de transmettre des ordres destinés à empêcher que le cours du CCI émis par la CADIF puisse descendre en dessous de la valorisation à 71%, en cohérence avec les prix atteints dans les deux mois précédents, et ce en dépit de la pression baissière du marché. Pour leur défense, le directeur financier et la CADIF font valoir l'absence d'intérêt à manipuler le cours du CCI dans la mesure où le prix auquel la CNCA allait racheter ce CCI dans le cadre de l'introduction en bourse de Crédit Agricole SA aurait déjà été fixé à 68,10 €. La Commission écarte l'argument pour deux motifs: elle rappelle en premier lieu – à juste titre – que « *le mobile de la manipulation du cours d'un titre n'a pas à être pris en compte dans la constitution du manquement* »; elle conteste par ailleurs l'absence d'intérêt à la manipulation dans la mesure où le prix offert par

la CNCA aux porteurs de CCI n'était pas encore connu du public au moment des opérations litigieuses et que des négociations se poursuivaient encore entre la CNCA et la CADIF, notamment sur la garantie de cours que la CNCA pouvait ou non décider d'accorder aux porteurs de CCI: « *que dans ce contexte, il pouvait paraître inopportun que la pression baissière constatée se traduisît par une chute brutale du cours des CCI immédiatement après la période de référence* ». L'action de la CADIF a donc été guidée par la recherche d'intérêts particuliers de certains porteurs de CCI. La manipulation de cours est établie de la seule constatation de l'existence d'instructions visant clairement à limiter les effets des mouvements naturels du marché sur le cours de bourse en faussant la confrontation de l'offre et la demande. Ce n'est donc pas une étude a posteriori du comportement du cours lui-même qui permet de caractériser l'infraction (la preuve de la manœuvre est alors délicate, pour ne pas dire impossible à établir), mais la possibilité de prendre « la main dans le sac » le manipulateur qui donne ses instructions. En intervenant dans le but d'induire autrui en erreur, le manipulateur fausse le fonctionnement du marché. Conformément à sa mission, la COB doit veiller à l'intégrité du marché et sanctionner les abus constatés. Pour conclure sur la manipulation, la Commission rappelle dans un considérant de principe les missions qui sont les siennes en la matière: « *Considérant que le fonctionnement du marché doit résulter de la libre confrontation des offres et des demandes, tout prix manipulé procurant par définition un avantage aux uns et un préjudice aux autres et qu'il appartient à la Commission de veiller à la régularité de son fonctionnement, indépendamment des réactions ou absences de réactions des investisseurs qui n'ont pas nécessairement conscience des manquements commis* ».

• S'agissant de l'intervention de CAIC, le problème consiste à distinguer ce qu'est autorisé à faire le membre du marché, agissant au nom de l'émetteur, au titre d'un contrat de liquidité, de ce qu'il ne peut pas réaliser sans risque d'entraver le fonctionnement régulier du marché ni induire autrui en erreur. L'une des difficultés réside dans les interventions à contre-tendance qui constituent l'une des conditions de légitimité des opérations effectuées au titre d'un contrat de liquidité. A cet effet, la Commission apporte une indication importante sur le fonctionnement de ces contrats: « *si le contrat de liquidité a notamment pour objectif de corriger les écarts de cours trop importants en réduisant les fluctuations excessives de ce cours à un moment donné, les opérations réalisées ne peuvent en aucun cas [aller] à l'encontre de la tendance de fond du marché* ». Ainsi, pour que les interventions soient légitimes (c'est-à-dire ne puissent être remise en cause par le régulateur), il ne suffit pas d'acheter à la baisse et de vendre à la hausse, mais aussi de ne pas s'opposer à une tendance naturelle du marché. Autrement dit, dans un marché baissier, les opérations à contre-tendance ne doivent pas permettre au titre objet du contrat de liquidité de monter. L'intervention à contre-tendance « *permet seulement de lisser le cours, mais en aucun cas de bloquer son évolution naturelle* ». En l'espèce, la COB a estimé que les interventions effec-

tuées par CAIC en sa qualité de teneur du contrat de liquidité pour empêcher que le cours du CCI ne tombe en dessous de 71^e ne peuvent être justifiées par des opérations en contre-tendance dans le cadre de la mise en œuvre du contrat de liquidité. Par ailleurs, la Commission rappelle que la participation de la société émettrice au contrat de liquidité entraîne son assujettissement au dispositif encadrant le rachat par une société de ses propres actions, comme par exemple le respect du volume maximal de 25 % de la moyenne des transactions quotidiennes et l'absence d'ordres lors du *fixing* d'ouverture et de celui de clôture. Certes, tous ces éléments constituent des présomptions simples de légitimité d'intervention, « *l'émetteur ou l'intermédiaire intervenant sur le marché [pouvant] rapporter la preuve de ce que son intervention en dehors du cadre de la présomption est néanmoins légitime* ». Cette indication est de toute première importance dans la mesure où beaucoup d'intervenants restent persuadés que les limites posées par la Cob dans son règlement n° 90-04 sont de véritables interdictions. En l'espèce, la Commission considère que ni la CADIF, ni CAIC ne peuvent démontrer que ces interventions aient eu un autre objet que d'entraver le fonctionnement régulier du marché.