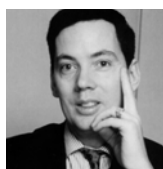


Chronique *financière* *et boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Directeur juridique
Calyon



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



**BERTRAND
DE SAINT MARS**
Délégué général adjoint
**Association française
des entreprises
d'investissement**



JEAN-PIERRE BORNET
Directeur adjoint
**Banque Fédérale
des Banques Populaires**

I. Actualités jurisprudentielles

MATIF – Contrat d'animation de marché – Action concertée – Faute

Trib. com. Paris, 13 février 2007, LSDK Finances et autres c/ FIMAT et autres. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, 3^e éd., Litec, 2001, n° 490 et s.

L'action concertée d'établissements financiers chargés d'animer le MATIF a eu pour conséquence de biaiser le marché et a constitué une faute qui a fait perdre une chance aux autres négociateurs.

Le tribunal de commerce de Paris a condamné plusieurs établissements financiers à réparer le préjudice subi par plusieurs négociateurs du fait de l'animation¹ concertée du MATIF. Précisément, plusieurs négociateurs pour compte propre ont agi en responsabilité contre plusieurs établissements financiers animateurs du MATIF et reproché à ces derniers d'avoir, sous couvert d'une opération d'intérêt général, manipulé les cours de l'euro notional. Les banques se sont défendues en expliquant qu'elles s'étaient contentées de coordonner leurs interventions individuelles et non d'agir de manière concertée, ce que confirmait en particulier le maintien de comptes individuels, et qu'elles l'avaient fait de manière neutre, dans le respect de l'intégrité du marché, en asseyant les fourchettes de prix proposées sur le prix du contrat Bund de l'Eurex. Le tribunal répond que l'action concertée est

démontrée par l'existence d'un contrat entre les établissements financiers indiquant expressément qu'ils entendaient "agir de manière concertée", ce pourquoi ils avaient d'ailleurs constitué un comité de pilotage afin d'"assurer le caractère concerté des interventions de chacun des mandants" et défini une méthode commune de détermination des fourchettes de prix, et que cela suffisait à constituer une faute et à les condamner à indemniser les négociateurs pour perte de chance. Ce jugement mérite quelques observations.

La première est relative à l'imparfaite motivation de la décision, voire à ses contradictions. En effet, le jugement retient qu'en agissant de manière concertée les établissements financiers ont commis une faute, mais il n'indique pas de quelle faute il s'agit. Certes, il écrit que "le fondement économique du caractère irrégulier des opérations de concert repose sur le fait que, biaisant le marché, elles causent un trouble", mais ne précise pas en quoi les interventions coordonnées des établissements ont "biaisé" le marché. Plus encore, la décision cite le rapport annuel 2000 du Conseil des marchés financiers, qui avait fait état des contrôles effectués par cette autorité lors de la mise en place du système électronique de cotation du MATIF, mais l'écarte au motif que rien n'indique que les contrôles auraient porté sur les opérations de ces établissements. Pourtant, le rapport cité précisait, de manière générale et sans réserve, que "des contrôles ont été menés sur la régularité du fonctionnement du MATIF depuis son passage à l'électronique en 1998" et que "ces vérifications, dont les conclusions ont été examinées par le conseil du 13 sep-

1. Sur l'animation de marché, voir Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, 2^e éd., Economica, n° 834 ; H. de Vauplane et

J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, n° 490-2.

tembre 2000, ont permis de s'assurer du respect de l'intégrité des prix, de l'absence d'opérations fictives, du respect de la primauté des intérêts des investisseurs et de la régularité des transactions². Or, le tribunal ne dit pas en quoi cette affirmation générale du Conseil des marchés financiers, organisme de contrôle des marchés, aurait été contredite s'agissant des opérations traitées par les établissements financiers. Aucun début de preuve n'est évoqué, autre que la constatation d'une action concertée, ce qui n'est pas suffisant pour prouver que celle-ci a eu des effets néfastes pour le marché. Au surplus, le reproche fait aux établissements financiers d'avoir mené une action concertée est démenti par une autre affirmation, qui met en avant le fait que les opérations d'un animateur de marché ont naturellement pour effet de réduire les fourchettes de prix, ce qui conduit la juridiction à refuser d'indemniser les négociateurs des bénéficiaires qu'ils ont manqués ; où est alors la faute si, de toutes les façons, l'intervention des établissements, même individuellement, devait avoir l'effet dont se sont plaints les négociateurs ? A cela s'ajoute enfin que le jugement se garde de définir la perte de chance subie par les demandeurs. Il se contente d'indiquer que l'action concertée des établissements financiers a causé *"un trouble qui se manifeste par une perte de chance pour les opérateurs qui interviennent"*. Mais de quelle chance s'agit-il ? À quoi s'applique-t-elle ? Pour le moins, le jugement manque de rigueur.

La seconde série de remarques est plus générale. Certes, il semble bien que les établissements financiers fussent convenus d'agir de manière concertée, ce que paraît révéler l'accord conclu entre eux et l'organisation retenue, mais il n'en reste pas moins que cette circonstance ne démontre pas qu'ils auraient agi, individuellement ou collectivement, en dehors des limites permises. Il faut rappeler, même s'il ne s'agissait pas en l'occurrence d'une poursuite disciplinaire de l'AMF mais d'une action civile entre des parties privées, que le règlement général vise, pour ce qui se rapproche de la situation critiquée, le fait d'effectuer des opérations *"qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel"*, ou *"le fait, pour une personne ou pour plusieurs personnes agissant de manière concertée, de s'assurer une position dominante sur le marché d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transactions inéquitables"* (art. 621-1), d'où il résulte que la simple action concertée ne suffit pas et qu'il faut démontrer ses conséquences néfastes pour le marché. Et les personnes visées peuvent échapper à toute poursuite en établissant *"la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné"*. Or, le rapport déjà cité du CMF indiquait que les vérifications de cet organisme avaient permis de s'assurer que, sur le MATIF durant l'année considérée, avaient été respectées l'intégrité des prix et la primauté des intérêts des investisseurs, qu'il n'y avait pas eu d'opérations fictives et que les transactions avaient été régulières. Dès lors, le caractère

massif de l'intervention coordonnée des établissements financiers sur le marché de l'euronotionnel aurait dû se voir si elle avait été déloyale. Au surplus, le souci que ces établissements avaient eu de fixer leurs fourchettes de prix à partir d'une méthode objective paraît démontrer le caractère neutre de leur intervention, même concertée. Enfin, l'origine de leur intervention au soutien du marché et de l'euronotionnel ne peut être sans incidence ; ils y avaient été invités par les pouvoirs publics, pour redresser ce contrat et le MATIF dans son ensemble.

J.-J. D.

Information du marché – Information inexacte – Faute du dirigeant – Responsabilité de la société par voie de conséquence

Com., 17 décembre 2006, AMF c/ Vivendi. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec 2001, n° 1054.

Le dirigeant qui agit dans l'exercice de ses fonctions incarne la société au nom et pour le compte de laquelle il s'exprime.

Dans l'affaire Vivendi et Messier, la Cour de cassation rejette en grande partie les pourvois de l'AMF³, sauf dans l'affaire concernant la société, qui seule présente un certain intérêt. Alors que la société prétendait qu'elle ne pouvait être rendue responsable des déclarations de son dirigeant faites lors d'une assemblée générale, qui avaient pu donner une présentation trompeuse de sa situation financière, la chambre commerciale répond lapidairement, tant cela lui paraît évident, *"qu'en statuant ainsi, alors que le dirigeant agissant dans l'exercice de ses fonctions incarne la société au nom et pour le compte de laquelle il s'exprime, la cour d'appel a violé les textes susvisés"*.

La cassation partielle est prononcée au visa principal de l'art. 1842 du Code civil. Ce texte, qui relève du droit commun des sociétés, dispose que les sociétés immatriculées jouissent de la personnalité morale, d'où on en déduit depuis longtemps que leurs dirigeants sont, non de simples mandataires, mais des organes légaux de représentation. Dès lors, en livrant lui-même des approximations trompeuses sur la situation de la société, le dirigeant de Vivendi avait engagé non seulement sa responsabilité personnelle, mais également celle de la société qu'il représentait.

Il ne peut en aller autrement. Si l'on devait distinguer l'organe de l'entité, il faudrait alors se demander comment cette dernière pourrait s'exprimer. L'existence d'un organe d'expression est consubstantielle à la notion même de personnalité morale. C'est ce qu'avait si bien exprimé une décision, qui demeure l'un des plus grands arrêts, commune de Saint-Chamond : *"Attendu que la personnalité civile n'est pas une création de la loi ; qu'elle appartient, en principe, à tout groupement pourvu d'une possibilité d'expression collective pour la défense d'intérêts licites, dignes, par suite, d'être juridiquement reconnus et protégés"*⁴.

2. CMF, *Rapport annuel 2000*, p. 6.

3. Com. 19 décembre 2006, deux arrêts, l'un de rejet (affaire Messier) l'autre de cassation partielle (affaire Vivendi).

4. Civ., 28 janvier 1954, Comité d'établissement de Saint-Chamond, des Froges de la Marine et d'Homécourt : D 1954, 217, note G. Lévassour ; JCP 1954, II, 7958, concl. Lemoine ; Dr. Social 1954, 161, note P. Durand.

Manipulation de cours – Présomptions (non) – Information financière

AMF, Commission des sanctions, décision du 5 octobre 2006, Société Bourse Direct. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1058 et 1051.

La réalisation par une société d'opérations sur son titre pour des volumes représentant, pour une période considérée, plus de 25 % des transactions journalières, volume excédant la limite alors fixée par la réglementation pour présumer d'opérations licites, n'a pas pour effet de constituer un élément justifiant en lui-même de la réalisation d'une manipulation de cours.

Le manquement relatif à la communication d'informations financières erronées peut résulter de la seule diffusion de communiqués dont les contenus, en raison de l'utilisation de concepts et de références différents, ne permettent pas au public d'apprécier avec une précision suffisante l'évolution de la société et ce alors même que les documents d'informations légaux donnaient une image fidèle de l'évolution de la société.

Cette décision de sanction qui atteint un important et historique opérateur de Bourse en ligne est intéressante à plusieurs titres notamment en permettant de préciser les critères juridiques des faits constitutifs de l'existence du manquement de manipulation de cours.

En 2001, 2002 et 2003, la société Bourse Direct, dont les actions étaient cotées, a procédé à de nombreuses opérations sur son titre afin d'en réguler le cours. L'importance et la fréquence de ces opérations ont eu pour effet de représenter, et ceci régulièrement comme le précise la décision de sanction, plus de 25 % de la moyenne des négociations quotidiennes constatées sur une période de référence. Il convient de rappeler que l'article 7 du règlement général 90-04 de la COB relatif à l'établissement des cours, applicable lors de la commission des faits reprochés à la société, précisait que *"les interventions des émetteurs ne doivent pas avoir pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché et d'induire autrui en erreur. Ces interventions sont réputées légitimes lorsqu'elles obéissent aux conditions suivantes [...], elles représentent un volume maximal de 25 % de la moyenne des négociations quotidiennes constatées sur une période de référence"*.

Les opérations de la société Bourse Direct sur son titre ayant dépassé ce seuil de 25 %, la Commission des sanctions s'est interrogée sur la portée de ce dépassement, le cas échéant constitutif, en lui-même et de manière objective, d'une manipulation de cours. Si la présomption de légitimité bénéficie à la société en cas d'interventions inférieures au seuil de 25 %, ce n'est pas pour autant que des dépassements même fréquents, constituent, par un effet inverse et comme le soutenait l'accusation, des opérations en tant que telles illégitimes dont l'auteur devrait être en mesure de se disculper.

5. Décision de sanction de la Commission des sanctions de l'AMF du 16 septembre 2005, cf. cette chronique, Banque & Droit n° 105, p 33.

6. Décision du collège de l'AMF du 22 mars 2005 approuvant comme pratique de marché les contrats de liquidité conformes à la charte de déontologie établie par l'AFEI. Une deuxième pratique de marché a également été reconnue le 22 mars 2005, celle concernant l'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe.

C'est ainsi que la Commission des sanctions ne considère pas que ces dépassements établissent une manipulation de cours alors analysée de manière purement et strictement objective. La décision de sanction précise que l'instruction n'établit pas que le dépassement du seuil de 25 % a correspondu à une manipulation de cours ou encore ait atteint au fonctionnement régulier du marché. Il en est de même de la notification des griefs. Dès lors, la Commission des sanctions laisse entendre que le dossier d'instruction aurait dû étayer la suspicion de réalisation d'une manipulation de cours par d'autres éléments ou faits. Cette décision précise la portée de la présomption de légitimité pour laquelle la Commission des sanctions s'était déjà prononcée le 16 septembre 2005⁵.

Cette motivation, qu'il convient d'approuver, doit s'apprécier au regard du droit positif tel qu'il résulte de la transposition de la directive Abus de marché. Cette directive conduit à encadrer strictement les interventions des émetteurs sur leurs titres, considérant que les opérations de rachat sont potentiellement constitutives d'abus de marché. Dès lors, ces interventions sont dorénavant limitées aux seules opérations de rachat réalisées conformément aux prescriptions posées par le règlement n° 2273/2003 de la Commission européenne du 22 décembre 2003, lequel établit notamment les conditions dans lesquelles les autorités nationales peuvent reconnaître des pratiques de marché admises comme le sont les contrats de liquidité conformes à la charte de déontologie établie par l'AFEI⁶, ainsi que le précise l'article 631-5 du règlement général de l'AMF.

Les opérations de rachat visées par le règlement du 22 décembre 2003 bénéficient, pour certaines de leurs modalités, de présomptions irréfragables de légitimité. Ainsi, les rachats effectués par un émetteur en vue de l'attribution des actions rachetées à ses collaborateurs entrent dans le champ de cette présomption. Depuis la parution de ce règlement, le sort des rachats qui ne bénéficient pas de cette présomption est discuté même, si comme l'énonce le considérant n° 2 du règlement européen, ces opérations ne doivent pas en elles-mêmes être considérées comme des abus de marché. Pour une partie de la doctrine en effet, de tels rachats deviennent, de fait, pestiférés⁷. Cette interprétation prudente n'est toutefois pas reprise par les professionnels⁸ qui considèrent que la réalisation d'opérations en dehors de cette présomption est toujours possible même s'il paraît alors nécessaire de documenter précisément ces opérations pour être en mesure d'en justifier la légitimité.

La décision de la Commission des sanctions éclaire fort opportunément cette discussion. L'AMF considère que le manquement de manipulation de cours s'apprécie à partir de données concernant la légitimité des raisons à l'origine de ces opérations pour reprendre les termes de l'article 631-1 du règlement général, légitimité qu'il appartient bien sûr à leur auteur de justifier lorsque ces actes ne correspondent pas aux présomptions de légitimité énoncées

7. H. Le Nabasque, RDBF 2005, p. 33 ; D. Ohl, *Droit des sociétés cotées*, Litec 2^e éd., n° 540. Voir aussi opinion du comité juridique de l'ANSA qui, dans sa séance du 7 décembre 2005, a souligné qu'il serait dès lors très risqué pour un émetteur d'intervenir en dehors des exceptions posées par le règlement européen.

8. Cf. Note de l'AFEI du 21 juin 2005 : "Programme de rachat d'actions - Eléments d'appréciation concernant la mise en œuvre du règlement européen n° 2273/2003 du 22 décembre 2003" (AFEI / 05-36).

par les textes. L'AMF considère que le manquement de manipulation de cours ne peut pas résulter d'une seule approche objective. Cette approche nous apparaît fondée car l'existence du manquement de manipulation de cours implique l'analyse et le constat des faits incriminés qui doivent avoir donné ou avoir été susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier.

L'autre intérêt de cette décision de sanction a trait à la politique d'information menée par cette société. Plusieurs de ses communiqués de presse ont fait état d'informations qui ne reflétaient pas sa situation réelle. Ainsi, ils présentaient des inexactitudes principalement sur l'évolution des résultats et de l'activité de la société. Cette dernière, pour se défendre a vainement argumenté sur une appréciation globale de sa politique de communication. Elle a ainsi précisé que lors de ses présentations à la presse et aux analystes financiers, ou encore dans le cadre de l'élaboration de ses documents d'informations légaux, les documents de référence, elle avait infirmé les informations publiées au travers des communiqués.

Pour autant la Commission des sanctions considère que cette approche globale de l'information ne peut pas être retenue. Le manquement né de la diffusion d'une information financière inexacte s'apprécie isolément, au niveau du seul document erroné et publié. Peu importe que les informations erronées soient ensuite infirmées par d'autres documents, à partir du moment où les communiqués successifs par l'usage de concepts ou de références différents n'ont pas permis au public d'apprécier avec une précision suffisante l'évolution réelle de la société.

L'intéressant communiqué de presse qui accompagne cette décision de sanction en renforce la portée en précisant qu'une défaillance caractérisée dans l'information diffusée au public n'est pas compensée par les documents de référence qui ne donnent pas lieu au même type de diffusion dans le public. En l'espèce, la sanction est justifiée par la dualité qui existait entre une information légale précise et exacte et l'existence de plusieurs communiqués de presse qui, à partir de critères non homogènes, pouvaient induire le public en erreur. Si des communiqués rectificatifs avaient accompagné la diffusion des documents légaux, il n'est pas certain que la sanction, sur ce chef, aurait été prononcée.

Cette décision permet de rappeler quelques-unes des principes qui doivent guider la politique d'information de sociétés :

- Maintien et cohérence des indicateurs pris en considération pour retracer l'activité de la société et ses prévisions.
- Approche globale d'une politique de communication afin d'en garantir la cohérence même si elle est déclinée en fonction de plusieurs catégories de destinataires préalablement segmentées. Cette notion est importante car elle renvoie, en ce qui concerne la diffusion de l'information, à une segmentation du public selon les documents d'informations publiés, leurs nature et modalités de diffusion.
- Réactivité de l'émetteur qui en cas de diffusion d'une

9. Cette décision est à rapprocher de celle du 22 juin 2006 (voir cette chronique, Banque & Droit n° 109, sept.-oct. 2006, p. 57) qui contraint un émetteur à répondre immédiatement à la diffusion par un tiers d'informations fausses le concernant lorsque ces dernières sont susceptibles d'induire le public en erreur.

information incomplète ou imprécise et susceptible d'être mal comprise par le public, doit la corriger immédiatement et selon des modalités de diffusion identiques à l'information incriminée pour que le public en soit réellement et concrètement informé⁹.

La qualité, la précision et l'exactitude de l'information diffusée dans le public constitue l'un des points importants dont les dirigeants des sociétés sont responsables comme le rappellent depuis l'origine les règles du gouvernement d'entreprise¹⁰. Cette décision de sanction en souligne l'importance. Elle sera, à ce titre, également mise en perspective avec la "*recommandation sur la communication financière par voie de presse écrite des sociétés cotées sur un marché réglementé*" diffusée par l'AMF le 20 janvier 2007, recommandation qui, à l'instar de la décision de sanction, distingue bien l'information légale de la communication financière, qui peut reprendre selon le texte de la recommandation, "*tout ou partie des informations réglementées, tout en pouvant être plus synthétique et plus souple dans son contenu que les informations réglementées*". Mais, et c'est là où se situe l'art et la compétence des personnes en charge de la communication financière, l'information financière doit, selon les termes de la recommandation de l'AMF, et en tout état de cause, "*être pertinente, non trompeuse et cohérente avec les informations réglementées*".

Sondages de marché – Règles d'intérêt général – Obligation d'abstention – Opérations d'initiés

AMF, Commission des sanctions, décision du 23 novembre 2006 à l'égard des sociétés Deutsche Bank AG, Ferox Capital Management LTD, GLG Partners LP, Marshall Wace Asset Management LTD, Meditor Capital Management LTD. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1214 et 1064.

La réglementation des sondages de marché constitue une règle d'intérêt général dont le respect s'impose pour tous les intervenants sur le territoire français même ceux intervenant dans le cadre de la libre prestation de services. Une opération financière devient publique dès qu'elle est annoncée, non seulement, par l'effet du communiqué de l'émetteur mais également par l'effet de la parution d'un communiqué de nature technique par les agences financières. Dès lors, c'est à cet instant qu'il convient de se placer pour déterminer le moment exact de la levée de l'obligation d'abstention pesant sur les titulaires d'informations privilégiées.

Cette décision de sanction au-delà de son montant record, 1,2 million d'euros pour la seule société de gestion GLG Partners, abondamment commenté par la presse financière, présente un réel intérêt pour les professionnels des marchés notamment quant à ses incidences sur les règles de droit international applicables à cette matière.

Chargée de l'étude de l'émission d'obligations remboursables en actions réalisée par la société Alcatel en décembre 2002, la succursale londonienne de la Deutsche

10. L'on consultera à ce propos les deux rapports des commissions sur le gouvernement d'entreprise diffusés par l'AFEP et le MEDEF, dits rapports "Vienot 1" et "Vienot bis" en 1995 et 1999, qui insistent sur l'importance de la qualité de l'information diffusée auprès du public.

Bank en charge de cette opération financière a réalisé un sondage de marché auprès d'une dizaine d'investisseurs. Ce dernier avait pour objet d'apprécier la sensibilité et l'intérêt des investisseurs pour l'opération projetée afin d'être en mesure d'en assurer le succès en réconciliant les attentes du marché avec les intérêts du client émetteur. Un établissement participant à ce sondage, nonobstant les règles d'abstention auxquelles il était tenu, a réalisé des opérations d'initiés à partir des informations privilégiées qu'il détenait. L'enquête menée par les services de l'AMF a en outre révélé que la succursale de la Deutsche Bank n'avait pas respecté les règles édictées par le régulateur français concernant les sondages de marché.

Les sondages de marché obéissent à des règles précises codifiées actuellement à l'article 321-107 du règlement général de l'AMF¹¹. L'établissement en charge de la réalisation du sondage doit solliciter l'accord préalable des personnes qu'il envisage d'interroger, les informer qu'un accord de leur part les conduit à recevoir une information privilégiée au sens des textes régissant les opérations d'initiés et tenir une liste des personnes ayant accepté d'être interrogées sur laquelle il mentionne la date et l'heure à laquelle il les a appelées.

La succursale londonienne de la Deutsche Bank n'a pas satisfait à ces prescriptions. Elle a tenu une liste de manière incomplète voire erronée puisque des personnes qui y figuraient étaient inscrites à partir de dates qui ne correspondaient pas à la réalité. L'on peut considérer que ce dernier élément a constitué une circonstance de faits qui a aggravé la situation de l'établissement ainsi soupçonné, même si cela n'apparaît pas explicitement dans la décision, d'un réel laxisme à l'origine indirecte du comportement d'initié d'une des personnes sondée.

La succursale londonienne de la Deutsche Bank a considéré pour sa défense que cet article du règlement général ne lui était pas applicable car elle opérait en libre prestation de services en France. Cet argument laisserait entendre, à défaut d'autres précisions dans le texte de la décision, que le titre 3 du règlement général qui était en général notifié aux établissements intervenant en libre prestation de services en France, ne l'avait pas été à cet établissement.

La Commission des sanctions, et c'est là l'un des intérêts majeurs de cette décision, n'a pas fait droit à cette position de la succursale. Elle a développé une argumentation assise sur la protection de l'intégrité du marché qui autorise la classification des règles propres aux sondages de marché au sein des règles d'intérêt général. L'on sait que ces règles s'appliquent à tous les intervenants et donc concernent les succursales étrangères d'établissements opérant en France par la voie de la libre prestation de services. Pour la Commission des sanctions, les règles régissant les sondages ont pour objet d'informer et de dissuader les intervenants d'agir en infraction avec les règles relatives aux opérations d'initiés, d'où l'importance qu'elle apporte à la constitution et la bonne tenue du registre sur lequel sont consignées les personnes acceptant le sondage, en y mentionnant la date et l'heure de leur acceptation. Cette règle,

qualifiée de substantielle par l'AMF, a pour objet de protéger l'intégrité du marché. Dès lors nous ne sommes plus en présence d'une règle qui régit les relations contractuelles des partenaires mais d'une règle qui répond à la définition d'une règle d'intérêt général au sens de la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes.

L'on remarque immédiatement que le raisonnement suivi par l'AMF diffère de celui poursuivi par la Cour d'Appel de Paris dans son arrêt du 30 juin 2006 rendu au titre de l'affaire LVMH – Morgan Stanley. Rappelons que cette affaire, largement médiatisée et également commentée dans cette chronique¹², concernait une banque étrangère dont les conclusions des analyses financières concernant une société étaient considérées par cette dernière comme à l'origine d'un préjudice. Saisie sur l'application des règles relatives à la conception et la diffusion des analyses financières, la cour d'appel de Paris a considéré que ces règles étaient de la compétence exclusive de l'État d'origine compétent "*en ce qui concerne la structure ou l'organisation de la banque dont les règles sont issues du droit du siège social*".

Pour réconcilier les positions en apparence contradictoires de l'AMF et de la cour d'appel de Paris, il convient de savoir si les règles relatives au respect de la procédure des sondages sont seulement des règles d'organisation de la banque de la compétence du régulateur et des tribunaux de l'état d'origine ou également des règles dont le but est de protéger l'intégrité du marché du pays d'accueil ce qui fonderait la compétence du régulateur et des tribunaux de ce pays.

À suivre la Commission des sanctions, le concept d'intégrité du marché justifie au cas présent la compétence du pays d'accueil. L'intégrité du marché devient le critère de la qualification d'une règle d'où se déduit la compétence des régulateurs et tribunaux en cas de libre prestation de service. L'intégrité du marché constitue l'une des pierres angulaires de la compétence respective des régulateurs d'où l'importance de sa définition et des conditions propres à son emploi.

Cette notion a récemment été précisée par le Conseil d'État dans sa décision du 13 juillet 2006 relative à une décision de sanction précédente de la Commission des sanctions de l'AMF¹³. Pour le Conseil d'État, l'intégrité du marché est la règle qui a pour but d'assurer que, de manière générale, le comportement de ceux qui interviennent sur le marché ne porte atteinte ni à la sécurité de la place, ni à sa réputation et elle interdit dès lors que soient réalisées des opérations qui seraient anormales ou frauduleuses en raison notamment de leur caractère dissimulé ou exagérément risqué. Complétant cette définition, et pour éviter sans doute qu'elle ne soit abusivement mise en avant, le Conseil d'État édicte un principe qui contraint le régulateur qui reproche à un prestataire d'avoir réalisé une opération anormale de nature à porter atteinte à l'intégrité du marché, de donner les éléments précis qui permettent de la qualifier comme telle ou comme une opération frauduleuse.

En l'espèce, peut-on considérer comme le fait la

11. Art 3-5-11 du règlement général du CMF en vigueur au moment des faits.

12. Cf. Banque & Droit n° 108, juil.-août 2006, p. 34.

13. CE 13 juillet 2006, Stéphane A, n° 259231 et 13 juillet 2006, Pas-

cal A n° 259232 : arrêts commentés dans cette chronique, Banque & Droit n° 109 sept.-oct. 2006 p. 52. Voir également Lamy droit des affaires n° 9, oct. 2006, p. 39.

Commission des sanctions, que les règles de tenue d'un registre des sondages possèdent un effet dissuasif qui participe à la prévention d'opérations frauduleuses ? En d'autres termes, le respect des règles françaises dans leur intégralité par la succursale anglaise de la Deutsche Bank, y compris leur aspect formel illustré par la tenue d'un registre, aurait-elle eu un impact auprès de l'important fonds étranger qui, sollicité au titre du sondage et comme il ne l'a pas contesté, a méconnu par la suite son devoir d'abstention ? La question demeure posée, il aurait certainement été intéressant que la décision de sanction nous éclaire sur ce point.

Quoi qu'il en soit, la sévérité de la sanction prononcée incitera certainement les émetteurs et prestataires assujettis à la confection de listes d'initiés à veiller au bon accomplissement des modalités liées à leur tenue.

Mais au-delà de la réponse à cette question qui serait en dernière analyse fondée sur l'appréciation des faits tels qu'ils résultent du dossier dont nous n'avons pas connaissance, un dernier point doit faire l'objet de commentaires.

Il a trait à la reconnaissance par la Cour de justice européenne des "*raisons impérieuses d'intérêt général*" qui justifient d'un encadrement des règles relatives à la libre prestation de services. Pour la Cour de justice européenne, la libre prestation de services peut être entravée par une restriction indistinctement applicable aux nationaux et aux non nationaux pour autant qu'il existe une raison impérieuse liée à l'intérêt général. C'est ce cas qui est retenu par la Commission des sanctions. Mais il est également nécessaire que la protection de cet intérêt ne soit pas déjà assurée par des règles de l'État ou le prestataire est établi. Or sur ce dernier point, la décision de sanction est muette alors que l'on aurait aimé connaître du dispositif anglo-saxon concernant les sondages auquel la succursale devait répondre pour s'assurer de la nécessité de l'assujettir à la réglementation française.

Indépendamment d'un argument de procédure développé par l'une des parties sur la portée de la coopération entre régulateurs dont la Commission des sanctions considère qu'elle s'étend non seulement aux enquêtes mais également à la surveillance des marchés, cette décision de sanction précise les circonstances et éléments de fait qui permettent de considérer qu'une information privilégiée cesse d'être confidentielle pour être publique. Cette opération financière a fait l'objet d'un communiqué par la société lors de son lancement. Dès cet instant, les opérateurs interrogés au titre du sondage de marché ont naturellement retrouvé leur liberté d'intervention sur le titre, l'obligation d'abstention d'intervention étant levée grâce à la parution du communiqué. Mais ce communiqué a été précédé d'un communiqué de l'agence d'information financière Bloomberg qui a détaillé les caractéristiques de l'opération financière sous forme "*d'asterisked headlines*". En conséquence, la Commission des sanctions a légitimement considéré que l'opération devenait publique dès cet instant et autorisait en conséquence les interventions des personnes préalablement informées au titre du sondage de marché. La parution de cette information au caractère précis, que l'émetteur n'a pas contesté, a donc conféré à l'opération son caractère public indépendamment de la volonté de l'émetteur. Cet élément révèle l'indispensable coordination qui doit être mise en œuvre par les opérateurs en charge du montage des opérations financières dont le

calendrier doit précisément être décliné en fonction des exigences et modalités de la communication financière. Il importe que de tels dysfonctionnements cessent tant ils sont à la source d'incertitudes ruineuses en terme d'image d'un marché. Quoi qu'il en soit la société de gestion d'un des fonds qui était intervenu alors que l'obligation d'abstention le concernait toujours a reçu une amende record de 1,2 million d'euros que sa qualité de professionnel avisé explique sans doute.

L'on s'étonnera cependant que cette amende frappe la seule société de gestion. Aucune sanction n'a été prononcée à l'encontre du collaborateur à l'origine de cet important manquement. La localisation à l'étranger du collaborateur à l'origine des faits, qui entrent cependant dans le ressort de la compétence de la Commission des sanctions compte tenu du lieu de cotation du titre et du siège de l'émetteur, justifie sans doute cet aspect. L'on aurait toutefois apprécié que la Commission des sanctions évoque cette absence de sanction de son chef pour le collaborateur en cause dans les motivations de sa décision car son absence réduit la portée pédagogique de cette décision qui fera date.

Manipulation de cours – présomptions (non) – Information financière

AMF, Commission des sanctions, décision du 19 octobre à l'égard de Mlle Sandrine Ferrer, MM Patrice Intens et Jérôme Knaepen et des sociétés Tradition Securities and Futures, Sedia Développement et CM CIC Securities. Direct. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1056.

Des opérations de cours touchés, des ordres représentant des volumes excessifs, des achetés-vendus constituent des techniques révélatrices de manipulations de cours. L'existence de manipulation effectuée par un autre protagoniste et en sens contraire n'excuse pas les manipulations de cours effectuées.

Longtemps absentes des décisions de sanctions tant leur incrimination semblait difficile, les sanctions relatives aux manipulations de cours deviennent monnaie courante. Ce phénomène qui résulte de la prise de conscience par les autorités des impacts négatifs de ces opérations, est sans doute appelé à se perpétuer. La récente mise en place des déclarations de soupçons des abus de marché dans le cadre de la transposition la directive Abus de marché sera sans doute à l'origine de nouvelles sanctions qui permettront de délimiter et circonscrire à l'avenir ces comportements illégitimes.

Cette décision présente l'intérêt de concerner deux opérations de manipulations de marché en sens contraire, les manipulations de l'un semblant répondre à celles de l'autre dans une perspective de neutralisation réciproque qui ne les a pas fait échapper à la sanction. À travers l'étude des comportements des protagonistes, l'on perçoit non seulement les moyens et outils nécessaires aux déclarations de soupçons mais également la perception que doivent avoir des faits recensés les personnes en charge de ces déclarations pour être en mesure de porter à la connaissance de l'AMF des éléments pertinents.

Les faits sont simples. À la suite d'une opération financière réalisée en 1999, la société Sedia avait émis des

certificats de valeur garantie aux actionnaires de la société Leblanc. Le prix d'exercice de ces certificats, dont la période d'exercice était fixée à la fin du premier semestre 2002, était déterminé à partir du cours de Bourse moyen pondéré de l'action Leblanc pendant une période de référence. Des mouvements anormaux sur le titre de l'action Leblanc ont incité le régulateur à ouvrir une enquête à l'origine de la présente décision de sanction. Cette enquête a ainsi permis de révéler que CIC Securities s'était positionné sur le CVG dans le cadre de ses opérations pour compte propre. Ayant un intérêt à optimiser le profit qu'elle pouvait retirer de cette prise de position, il était reproché à CIC Securities d'avoir manipulé le cours de l'action Leblanc à la baisse pour peser sur la moyenne pondérée du cours de cette action ce qui par voie de conséquence augmentait le prix d'exercice des CVG. Inversement, il était reproché à la société Sedia de manipuler le cours de la société Leblanc à la hausse pour minorer le coût des CVG qu'elle avait émis.

Ainsi résumée, l'opération est claire, tant les intérêts contraires des protagonistes sont évidents. Les modalités de leurs actions respectives présentent un grand intérêt car elles contribuent à fixer le périmètre des procédés constitutifs d'opérations de marché illicites.

Les opérations passées par l'émetteur des CVG, la société Sedia

La société Sedia avait un intérêt manifeste à la hausse du titre de la société Leblanc pour minorer le prix d'exercice, à sa charge, des CVG. Dès lors, pendant la période de calcul du prix de référence de l'action Leblanc, elle a procédé à des achats massifs qui ont été jusqu'à représenter la totalité des achats pendant 17 des 25 séances de cotation. Ce comportement, dont la naïveté peut surprendre, était sans aucun doute répréhensible. Et lorsque Sedia, à la fin de la période de référence a cessé ses interventions, le cours s'est naturellement effondré.

Parallèlement, les procédés utilisés par l'intermédiaire pour susciter en vain un courant acheteur étaient simples. L'intermédiaire entrait dans le carnet d'ordres des ordres d'achat qui ne pouvaient être exécutés en raison d'un autre ordre qu'il adressait quelques instants avant la clôture du marché dont les caractéristiques de prix avaient pour effet de ne pas permettre l'exécution des ordres précédents. Ces ordres n'avaient pour seul intérêt que de faire coter le titre à un cours le plus haut possible, cours "touché" et qui ne permettait pas de servir les autres ordres tout en donnant toutefois l'apparence d'une grande activité sur le titre. Ce procédé, bien connu du régulateur, facilement détectable, est évidemment répréhensible et là encore l'on s'étonnera de la nature simpliste des moyens employés par les opérateurs. Mais la décision de sanction ne s'arrête pas au seul énoncé des techniques utilisées, elle s'interroge longuement sur les motivations de la société Sedia, rejette plusieurs hypothèses (stabilisation du cours, atteinte d'un seuil de déclenchement obligatoire d'une offre publique) pour ne retenir, de l'aveu même du dirigeant de la société Sedia que l'objectif lié à la minoration du coût d'exercice des CVG. Cette démarche de la Commission des sanctions est particulièrement intéressante car l'on constate qu'elle insère son action dans une perspective concrète qui tient compte des intentions et motivations des intervenants.

La motivation de la décision de sanction qui concerne l'intermédiaire en charge des opérations de la société Sedia présente un grand intérêt. S'il apparaît que la société Sedia avait pleinement conscience de réaliser des opérations de manipulations de cours, elle ne possédait pas la compréhension et les moyens de les réaliser sans l'assistance de son intermédiaire, la société MIA alors prestataire de la société Sedia, aux droits desquels est depuis lors venue la société Tradition "TSAF".

Certes, l'intermédiaire n'a pas réalisé les opérations litigieuses pour son compte propre. Mais, et pour reprendre les termes de la décision de la Commission des sanctions, "*elle a, en mobilisant son savoir technique concernant le fonctionnement de marchés, concouru activement à la réalisation de l'objectif illicite d'entraver la détermination régulière du cours du titre et d'induire autrui en erreur*". Cette motivation se distingue de l'obligation de mise en garde déjà connue en matière de responsabilité civile. Ce qui est ici reproché à l'intermédiaire n'est pas d'avoir failli à un devoir d'information et de mise en garde de son client, par ailleurs décrit comme n'ayant pas une parfaite compréhension des marchés financiers, mais d'avoir activement concouru à la réalisation des actes illicites de son client. C'est si vrai que la décision prend soin de constater que certains des ordres litigieux ont été passés sans consigne ni validation du client. Il est également précisé que l'intermédiaire suggérait fortement un type d'ordres que le client confirmait ou validait.

Ce dernier point est important. Il ne faut pas hâtivement comprendre cette décision comme une décision pouvant affecter tout prestataire par lequel transitent des ordres litigieux. Un tel intermédiaire pourrait en effet se voir reprocher de concourir à la réalisation de l'acte illicite. Mais ce n'est heureusement pas l'hypothèse de la décision qui sanctionne, en dernière analyse l'exercice par l'intermédiaire d'actes proches d'une activité dite de gestion "conseillée", voire d'une gestion sous mandat non formalisée. Le client a expliqué à l'intermédiaire ses objectifs à charge pour ce dernier de les réaliser, ce qu'il a accepté sans avoir envisagé d'informer le client de l'illicéité des opérations envisagées. Reste maintenant à déterminer l'éventuelle application de cette solution à l'intermédiaire qui sans déclarer les opérations litigieuses comme soupçons d'abus de marché se verrait reprocher d'avoir concouru aux activités frauduleuses grâce à son savoir technique. Le terme "mobiliser" employé par la décision de sanction prend ici tout son sens car il implique une réelle et importante implication de l'intermédiaire, ce qui ne serait pas le cas de l'intermédiaire qui, sans les déclarer, car ils ne les auraient pas détectées, traiterait des opérations frauduleuses présentées par ses clients. Il convient en effet de rappeler que l'absence de déclaration de soupçons ne constitue pas en elle-même une faute passible de sanctions administratives.

Les manquements reprochés à la société CIC Securities

Cette société intervenait pour son compte propre. Les manquements qui lui sont reprochés sont de même nature que ceux reprochés à la société Sedia et à son intermédiaire. L'objectif était le même, manipuler le cours de l'action Leblanc mais cette fois à la baisse. Les techniques pour y parvenir différaient puisque ce prestataire a également utilisé la technique des achetés-vendus pour faire

croire en l'existence d'une forte liquidité sur le titre auxquelles répondaient chez la contrepartie la technique frauduleusement utilisée des cours touchés et celle des ordres coiffés. Toujours pour entretenir une pression vendeuse, le prestataire déséquilibrait le marché avec des ordres en quantité importante, à des prix toujours inférieurs à ceux de la veille, voire ensuite sans limite de prix. Au-delà de la pression à la baisse sur le cours, ces volumes importants qui étaient pris en compte dans le cadre de la valorisation du CVG avaient également pour effet de le valoriser, ce qui achevait de qualifier comme illicites ces ordres d'achetés-vendus.

L'exposé de cette décision révèle bon nombre des techniques utilisées pour manipuler les cours, techniques ici utilisées de manière caricaturale ce qui leur confère un réel acquis pédagogique notamment dans le contexte de la déclaration de soupçons d'abus de marché. Volumétrie excessive, achetés-vendus, ordres coiffés, cours touchés : telles sont les techniques illustrées par cette décision, qui, à cet égard, est notamment à rapprocher avec celles des 18 mars 2004, 16 septembre 2005 et 9 mars 2006 qui décrivent avec précision des opérations constitutives de manipulations de marché (ordres rentrés puis retirés du carnet d'ordres au moment de la cotation, opérations réalisées avant la clôture, passation d'ordres ensuite annulés sur des "penny stock"¹⁴). L'ensemble de ces techniques a d'ailleurs été recensé par les professionnels lors de la mise en œuvre de la procédure de déclarations de soupçons des opérations d'abus de marché¹⁵.

À travers cette décision, l'on constate également que les manipulations des uns ne constituent pas, et c'est un bien, une cause exonératoire de responsabilité pour des manipulations personnelles comme l'a maladroitement prétendu l'un des protagonistes.

Quant aux sanctions, l'on constatera que l'intermédiaire qui a agi pour compte propre est le plus sévèrement condamné puisque lui seul, au-delà de la sanction pécuniaire la plus élevée, reçoit également un blâme. Les opérateurs sont condamnés à titre personnel en fonction semble-t-il de leur situation personnelle (5 000 euros pour l'une et 100 000 euros pour l'autre) alors que la personne qui n'a pas été en mesure de mettre en garde son client qui envisageait ces opérations illicites reçoit également un avertissement. Quant à la société Sedia et son représentant, ils sont moins lourdement condamnés car, considérés comme novices, ils n'ont pas été en mesure de comprendre la portée de leurs actes pour lesquels ils n'ont reçu aucune mise en garde de leur intermédiaire. Ce principe de la personnalisation des peines prononcées par la Commission des sanctions apparaît clairement lorsque le représentant de la société Sedia est crédité, pour reprendre les termes exacts de la décision, "d'une certaine bonne foi" lorsqu'il découvre les manipulations de la partie adverse. Ainsi et à suivre la Commission des sanctions, l'appréciation de la profondeur du manquement serait directement conditionnée par la connaissance des modalités techniques d'intervention sur

les marchés qui, à des degrés divers, tendrait à occulter la volonté coupable d'échapper au libre jeu de la fixation des cours par le marché.

AMF – Garanties procédurales – Application du principe du contradictoire au stade l'enquête préalable (non)

Cass. Com., 6 février 2007, *Générix / AMF*, n° 05-20811. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1069-1 et suiv.

Le principe du contradictoire ne s'applique pas aux enquêtes diligentées par l'AMF, préalables à la notification des griefs.

L'intégration des principes énoncés dans la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'Homme et des libertés fondamentales (CEDH) a profondément modifié la procédure de sanctions administratives et disciplinaires des autorités administratives dotées d'un pouvoir de sanction, à l'instar de l'AMF. Alors que la décision de sanction doit aujourd'hui satisfaire aux garanties énoncées par l'article 6 de la CEDH, il semble que l'action des thuriféraires de la Convention évolue, pour se porter désormais à un stade différent de la procédure, celui des enquêtes. Dans une décision claire et sans ambiguïté qu'il convient d'approuver sans réserve, la Cour de cassation, saisie par le dirigeant d'une société sanctionnée par l'AMF d'une sanction pécuniaire pour diffusion d'une information trompeuse, a considéré que "le principe du contradictoire est sans application aux enquêtes préalables à la notification des griefs auxquelles le secrétaire général de l'Autorité des marchés financiers peut décider de procéder [...]". Pourtant, le moyen du pourvoi tendait précisément à faire évoluer la Cour de cassation sous la pression du principe du procès équitable en énonçant que "les garanties du procès équitable prévues à l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'Homme sont applicables à la procédure de sanction de l'Autorité des marchés financiers, dès la phase de l'enquête préparatoire, en ce qu'elle constitue le préalable nécessaire à la phase d'instruction et au prononcé de sanctions administratives ou pénales". L'argument était formulé de manière à ce que l'enquête soit déconnectée du prononcé de la sanction, et ce, afin de lui appliquer l'ensemble des garanties du procès équitable. C'était à une véritable révolution procédurale qu'invitait le pourvoi qui, s'il avait été accueilli, aurait conduit à profondément modifier la substance de la procédure d'enquête. Pour en comprendre les enjeux, il convient de revenir sur le contenu de celui-ci.

Les enquêtes menées par l'AMF obéissent aux mêmes principes que celles menées par la police judiciaire. Elles sont donc, tout comme ces dernières, secrètes et non contradictoires. Leur nature "préparatoire" à la décision conduit à rendre leur contestation difficile en dehors de celle de la décision elle-même¹⁶.

Ainsi, le caractère secret des enquêtes de l'AMF se

14. Cf. cette chronique : décision de la Commission des sanctions du 18 mars 2004 (Banque & Droit n° 96, juil.-août 2004, p. 37), décision de la Commission des sanctions du 16 septembre 2005 (Banque & Droit n° 105, p. 33), décision de la Commission des sanctions du 9 mars 2006 (Banque & Droit n° 108, p. 40).

15. Cf. le *Guide de mise en œuvre des procédures de déclaration de soupçon des abus de marché*, publié par l'AFEI et la FBF en avril 2006 ;

J.-P. Bornet : "Deux déclinaisons distinctes liées à l'information privilégiée : l'établissement des listes d'inités et la déclaration de soupçons des opérations de marché", RDBF juil.-août 2006, p. 31).

16. Sur l'ensemble de ces aspects, cf. Charles Arsouze, "Procédures boursières : sanctions et contentieux des sanctions", thèse dacty. Paris I, 14 février 2007, p. 141 et suiv.

traduit par l'absence quasi-totale de communication concernant la décision d'ouverture d'enquête tout comme leur état d'avancement vis-à-vis du public mais aussi, mais de façon moins absolue, vis-à-vis des personnes concernées, ce que valide la jurisprudence¹⁷. Le secret des enquêtes conduites par l'AMF est tellement absolu qu'il a même conduit la COB à condamner la divulgation d'extraits de rapports ou d'auditions au cours d'enquête, et ce en l'absence de tout équivalent au secret de l'instruction en matière pénale¹⁸. Ce secret se traduit aussi par l'impossibilité pour les personnes impliquées d'accéder au dossier de l'enquête tant que celle-ci n'a pas été clôturée et n'a pas donné lieu à notification des griefs. Certes, ce secret comporte des limites tenant à l'objet même de l'enquête : les personnes concernées sont informées des investigations que les enquêteurs mènent. Cette information est toutefois minimum dans la mesure où ces personnes sont informées que l'enquête porte sur l'information communiquée ou diffusée ou sur le marché de tel ou tel instrument financier pendant une période déterminée ou à compter d'une certaine date. Pas plus.

Tout comme les enquêtes policières, les enquêtes de l'AMF ne sont pas contradictoires. La jurisprudence a ainsi indiqué que la procédure administrative ne devenait contradictoire qu'à compter de la notification des griefs¹⁹. Mieux, avant même l'arrêt commenté la jurisprudence avait même indiqué que la procédure d'enquête n'était pas contraire aux stipulations de l'article 6 § 1 de la CEDH²⁰. S'agissant de la Commission bancaire, le Conseil d'État était arrivé aux mêmes conclusions²¹. L'absence de prise en considération du contradictoire au niveau de l'enquête, avant même le pourvoi de l'arrêt commenté, a conduit une partie de la doctrine à s'interroger sur l'opportunité d'introduire un élément de contradictoire dans la procédure d'enquête. C'est notamment l'opinion d'Alain Pietrancosta au motif que ceci permettrait de mieux "*affiner ou ajuster les chefs d'accusation [...] évitant ainsi d'exposer inutilement l'intéressé à la publicité dommageable liée à l'ouverture de la procédure de sanction*"²². L'intention est louable et les arguments avancés sérieux. Mais les conséquences de principe (passage d'une procédure inquisitoire à une procédure accusatoire) liées à une telle évolution sont trop importantes pour accepter la proposition. C'est dans ce cadre qu'il convient de lire l'arrêt du 6 février 2006.

Dérivés de Crédit – Opérations miroirs – Événement de crédit – Définition de l'entité de référence – Approche économique ou textuelle

AON Financial Products c / Société Générale, SDNY, 5 février 2007. Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 703 et suiv..

Le juge doit privilégier la lecture littérale du contrat et non sa lecture économique.

La jurisprudence applicable aux dérivés de crédit, pour l'essentielle issue des tribunaux de New York, tend à privilégier une lecture littérale des termes du contrat aux lieu et place d'une approche téléologique ou économique. Cette vision est conforme à l'approche du droit américain selon lequel le juge américain ne doit pas interpréter le contrat lorsque celui-ci est clair. Il doit d'abord regarder les termes du contrat ("*we look first to the language of the contract*"). Et si ceux-ci sont sans ambiguïté, il doit leur donner plein effet ("*if it is unambiguous then we are required to give effect to the contract as written*"). La sécurité du marché passe par le respect inconditionnel des termes du contrat, tout au moins lorsque celui-ci est sans ambiguïté.

Ce qui différencie la jurisprudence propre aux dérivés de crédit par rapport à celle d'autres types de produits dérivés, c'est qu'elle porte, pour l'essentiel, sur des problèmes d'interprétation de clauses contractuelles. Marché de professionnels, ce sont rarement des questions liées à la responsabilité contractuelle pour défaut d'information qui nourrissent les décisions des tribunaux. Pas plus que des problématiques de principe quant à la nature juridique de tel ou tel type de dérivés de crédit, alors même que certaines de ces questions restent débattues. Les différends, lorsqu'ils sont portés devant le juge dans la mesure où la plupart d'entre eux font l'objet d'accords transactionnels en dehors des prétoires, touchent à l'économie même du marché des dérivés de crédit. Or, ce marché, contrairement à un marché mature, se caractérise par l'absence de standardisation des produits. Certes, les documents contractuels sont harmonisés (le contrat ISDA représente plus de 90 % des transactions documentées), mais les nombreuses options rédactionnelles ouvertes aux parties, notamment quant à la définition précise du risque couvert, laissent subsister des zones importantes de conflits potentiels. Celui qui a lu ne serait-ce qu'une fois, l'annexe ISDA relative aux dérivés de crédit comprendra, outre le caractère souvent illisible de nombreuses clauses qui en font un document d'une particulière complexité, que la marge d'erreur rédactionnelle est importante. Déjà porteuse de risque de contentieux, cette marge d'erreur prend une toute autre dimension dans les opérations miroirs, c'est-à-dire celles où une partie à un contrat, après avoir conclu une opération dans un sens, conclut une opération en tout point similaire dans l'autre sens, à un prix bien sûr diffé-

17. Paris, 1^{er} juillet 2003, Knaepen c/ Sté CIC Securities, Jurisdata n°2003/221482 ; CE, 22 juin 2001, Sté Athis c/ Agen judiciaire du Trésor, RTD Com. 2002 p. 509, note N. Rontchevsky.

18. COB : communiqué condamnant la divulgation d'extraits de rapports de la Commission des opérations de Bourse, 10 février 1992, Bull. COB n° 255, février 1992, p. 14, cité par Ch. Arsouze, *op. cit.*, note 500, p. 143.

19. Paris, 12 janvier 1994, affaire Métrologie internationale, Bull. COB,

n° 277, février 1994, p. 27 ; Paris, 20 septembre 2005, Béquart c/ AMF : Revue AMF, n° 23, mars 2006, p. 87.

20. Paris, 12 janvier 1994 préc.

21. CE, 30 juillet 2003, Banque d'Escompte et Wormser frères : JCP éd. E, 2003, Pan., n° 1331, p. 1508.

22. A. Pietrancosta, note sous Paris, 18 novembre 1999, SA Calan Ramolino et autres c/ Agent judiciaire du Trésor et Eskenazi c/ Agent judiciaire du Trésor : Bull. Joly Bourse, 2000, n° 52, p. 252.

rend. Comme tout marché, les intervenants du marché des dérivés de crédit cherchent à couvrir les risques qu'ils prennent en contractant des opérations de même nature mais de sens inverse avec d'autres contreparties. Dès lors que les produits échangés sont standardisés, le risque d'erreur est très faible, voire inexistant comme dans les marchés réglementés où les termes contractuels de l'instrument négocié sont identiques entre tous les intervenants. Marché de gré à gré, le marché des dérivés de crédit comporte par nature un risque lié à une différence contractuelle entre deux opérations. Dans ce cas, une différence, même mineure, entre le premier contrat et le second peut coûter cher. Très cher. Or, comme les options rédactionnelles laissées à l'appréciation des parties sont nombreuses, les risques y sont plus importants que dans un simple contrat de swap de taux ou de change.

En l'espèce, deux intervenants sur le marché des dérivés de crédit contestaient le sens de la définition de "Failure to pay" d'un contrat ISDA. Plus précisément, la société AON a acheté une protection, pour se prémunir d'un cas de défaut de la République de Philippines, sous forme d'un dérivé de crédit auprès de la Société Générale et a défini l'obligation de référence à livrer en cas de constatation d'un événement de crédit en spécifiant le numéro ISIN de l'obligation émise par le gouvernement de la République de Philippines. En cas de survenance d'un défaut, AON pouvait livrer à la Société Générale toute obligation émise par la République de Philippines dans la mesure où il s'agissait d'un titre de même nature que celui spécifié comme l'obligation de référence, tel que précisé par le code ISIN. Cette opération constituait une transaction miroir pour AON qui avait réalisé une première opération de sens inverse avec Bear Stearns en étant vendeur d'une protection sur le risque souverain philippin. Le nœud du problème est que l'obligation de référence dans cette opération était différente de celle de l'opération précédente avec la Société Générale, en l'occurrence une obligation émise non pas par le gouvernement de Philippines mais par une de ses entités, le *Philippine's Government Service Insurance System*²³. Le différend entre AON et Soc Gen s'inscrit dans le cadre d'un autre différend, celui entre AON et Bear Stearns au titre de l'opération primaire, contentieux²⁴ qui a vu AON être condamné à payer la protection vendue à Bear Stearns. Dans quelle mesure les deux transactions étaient ou devaient-elles être liées, tel est l'objet de la discussion portée devant le juge américain dans le cadre de cette seconde transaction. Comme on peut s'en douter, l'argument principal de AON a consisté à considérer que l'événement de crédit de la première transaction doit être le même que celui de la seconde²⁵. En première instance, la cour de premier degré donna satisfaction à AON au motif que le

défaut du *Government Service Insurance System* satisfaisait à la définition de "Sovereign Event" du contrat ISDA et constituait de ce fait un événement de crédit au sens du contrat entre AON et Société Générale²⁶. La cour d'appel infirme le jugement et donne raison à la Société Générale.

Sans rentrer dans le détail technique des arguments de chacune des parties, la Société Générale a trouvé un allié de poids en l'ISDA qui, au terme d'un amicus curias²⁷, a penché en faveur de la thèse de cette dernière. Au-delà de la curiosité même de la démarche, l'implication de l'association professionnelle dans le litige opposant deux de ses membres souligne l'importance que celle-ci accorde au débat²⁸. Dans son document, l'argumentation de l'ISDA consiste à considérer que les besoins de sécurité juridique des transactions sur les marchés obligent à adopter une lecture littérale des termes employés dans le contrat. À défaut, c'est l'ensemble du marché des opérations de transfert de risque de crédit qui pourrait être affecté par une interprétation contraire. C'est donc en faveur d'une interprétation stricte des termes contractuels que l'ISDA se prononce, écartant la recherche par le juge de l'intention des parties, comme l'avait fait le juge de première instance²⁹. En confirmant l'opinion de l'ISDA, la cour d'appel de New York effectue un choix important qui oriente la documentation contractuelle vers une utilisation qui, à certains égards, présente des similitudes avec celle du commerce international avec les pratiques des règles et usances de la CCI où la banque doit exiger des documents littéralement conformes aux termes du crédit.

II. Actualités réglementaires

Fiducie

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 877.

Faisant suite aux travaux menés en 1988 et à un précédent projet datant de 1992, la loi n° 2007-211 du 19 février instituant la fiducie a été publiée au Journal Officiel quelques jours avant la fin de cette législature. Ce texte, dont certains ne croyaient pas qu'il verrait le jour, a bénéficié des nombreux travaux issus des conférences et colloques auxquels le précédent projet avait donné lieu, ce qui a permis à son examen parlementaire d'intervenir dans une relative discrétion, somme toute propice à son adoption. Le dispositif qui instaure un nouveau contrat au sein du Code civil, le contrat de fiducie, est limité aux seules personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés afin

23. "[...]the Bear Stearns / Aon CDS contract defined «Reference Entity» who obligations were the subject of the swap, as Government Service Insurance System and any successors and assigns, the AON / Soc Gen CDS contract defined «referenced Entity» as «Republic of Philippines and any successors»".

24. *Ursa Minor Ltd. V. Aon Financial Products Inc*, 2000 WL 1010278, at *6, 2000 U.S. Dist. LEXIS 10166, 19-20 (SDNY, 21 juillet 2000).

25. "AON argues that if a Credit Event occurred under the Bear Stearns / AON CDS contract, then a Credit Event also must have occurred under the AON / Société Générale CDS contract".

26. *AON Financial Products v. Société Générale*, 2005 WL 427535, 2005 U.S. Dist. LEXIS 2719 (SDNY, 22 février 2005).

27. L'amicus curiae peut être téléchargé sur le site de l'ISDA (<http://www.isda.org>)

28. "ISDA's involvement in litigation as amicus curia is rare and is undertaken only to serve the overall interest of ISDA membership and the derivatives market. In fact, this is the first case in which ISDA has offered an amicus curiae submission concerning the operation and mechanism of credit default swaps": ISDA amicus curiae, 06-1080-CV.

29. La cour de premier degré avait considéré que "the clear intent of the parties was that SG would guarantee payment to Aon and Aon Financial Products on the condition that they became liable to Bear Stearns upon the occurrence of a Credit Event".

d'éviter toute utilisation de ce nouveau cadre contractuel à des fins fiscales.

L'étude de ce contrat sera faite au sein de la prochaine chronique.

NYSE / Euronext – Accord de coopération – SEC – Collège des régulateurs d'Euronext

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 170 et s., 242-2.

Dans le cadre de l'opération de rapprochement en cours entre Euronext et le NYSE, un accord de coopération et d'échange d'information a été signé fin janvier entre le collège des régulateurs d'Euronext et la SEC. Cet accord permet notamment de répondre à certaines inquiétudes exprimées quant à la possibilité que cette opération ne se traduise à terme par une emprise du droit américain sur le marché européen lui-même, mais également sur les opérateurs qui y interviennent et les émetteurs qui y sont cotés.

En Europe, au cours de ces deux dernières années, plusieurs tentatives de consolidation dans le secteur des entreprises de marché ont échoué sur la question de la place respective des communautés financières et économiques nationales tant le marché constitue un enjeu fort pour celles-ci. Tel est le cas des divers projets avortés au centre desquels se sont trouvés le London Stock Exchange, Deutsche Börse, Euronext et, à un moindre degré, Borsa Italiana. C'est d'ailleurs bien parce qu'il s'appuyait sur un modèle fédéral ne portant pas atteinte aux prérogatives de chaque place, qu'Euronext a eu le succès qu'on lui connaît en arrivant à réunir les marchés d'Amsterdam, de Bruxelles, de Paris, de Lisbonne et, mais pour la seule partie des produits dérivés, de Londres³⁰.

C'est donc bien naturellement que cette préoccupation a aussi surgi lorsque le NYSE et Euronext ont annoncé leur volonté commune de se rapprocher au travers d'une offre publique qui serait lancée par le premier sur le second³¹. Au cas particulier, elle était en outre renforcée par la volonté souvent manifestée d'attirer dans le champ des règles américaines des personnes qui n'ont pas normalement vocation à s'y trouver : l'expérience de la loi Sarbanes-Oxley faisait ainsi particulièrement redouter aux émetteurs cotés sur Euronext d'avoir, à terme, à satisfaire à certaines réglementations de la Securities and Exchange Commission, autorité de tutelle du NYSE, future maison mère d'Euronext.

Pour répondre à cette préoccupation, différentes mesures ont été mises en place par les parties dans le cadre du projet d'offre (constitution d'une holding, création d'une fondation et d'un trust, gouvernance des organes de direction). Ces mesures de nature privée n'avaient toutefois pas la capacité d'engager utilement les États. Aussi, c'est dans ce contexte qu'un pas supplémentaire a été réalisé le

25 janvier dernier au travers d'un "accord portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations concernant la supervision des marchés", conclu entre la SEC d'une part, le collège des régulateurs d'Euronext³² d'autre part.

Cet accord, qui n'entrera en vigueur que lorsque sera publiée la déclaration annonçant que le seuil d'acceptation de l'offre de NYSE Euronext a été franchi, constitue "une déclaration d'intention en vue de se consulter, de coopérer et d'échanger des informations en relation avec la supervision [du futur ensemble de NYSE Euronext]", cette coopération devant essentiellement prendre la forme "de consultations orales, régulières et informelles, de rencontres périodiques, de demandes écrites en tant que de besoin, et d'autres arrangements pratiques que pourraient mettre en œuvre les autorités"³³. En ce sens, l'accord a bien évidemment une portée plus large que celle qui consiste à répondre à l'inquiétude qui peut naître des tentations de l'impérialisme américain : NYSE et Euronext, chacun dans leur sphère territoriale respective, constituent en effet deux très importants opérateurs de marché dont les enjeux vont bien au-delà de leur poids économique intrinsèque, et il est donc naturel que les régulateurs s'organisent pour assurer que la structure transatlantique du nouvel ensemble n'amointrira pas leur capacité de supervision.

Mais l'accord prend également en compte très directement l'inquiétude qui a été centre de beaucoup de débats dans ce rapprochement puisque les signataires "confirment que la seule propriété conjointe des marchés ou la seule existence de liens en capital ne conduira pas à un enregistrement obligatoire d'un marché ou des sociétés cotées sur ce marché dans la juridiction d'une autre autorité, pas plus qu'à une application de la législation nationale de cette autre Autorité à ce marché ou à ces sociétés"³⁴. Dans le même temps, les signataires "expriment leur conviction partagée quant à l'importance d'une régulation locale des marchés locaux", ce qui permet à chaque régulateur de conserver sa pleine capacité réglementaire à prendre les mesures qu'elle juge "dès lors qu'elles sont nécessaires à la régulation et à la supervision des marchés qui fonctionnent, et des émetteurs qui lèvent des fonds, dans leurs juridictions respectives, dans le respect de leurs législations et obligations respectives".

Dans le droit fil de cet accord, il est intéressant de noter la récente inflexion du discours de la SEC en ce qui concerne les problématiques de reconnaissance mutuelle auxquelles elle était traditionnellement opposée. Observant la demande croissante des investisseurs sur des titres cotés à l'étranger, les évolutions technologiques qui affectent les activités de trading et les consolidations boursières transfrontières, la SEC semble maintenant résolue à s'engager dans des mécanismes de reconnaissance mutuelle avec d'autres régulateurs fonctionnant sur des bases comparables aux siennes³⁵. Nul doute qu'un champ intéressant s'ouvre ainsi pour les opérateurs de marché...

30. Avec Euronext-Liffe.

31. Offre maintenant ouverte (du 15 février au 21 mars).

32. Le modèle fédéral d'Euronext conduit à ce que sa tutelle relève de plusieurs juridictions. Aussi, cela fait maintenant plusieurs années que les régulateurs concernés se sont organisés au sein d'un collège des régulateurs d'Euronext (Voir communiqué du Conseil des marchés financiers en date du 19 avril 2001).

33. Les articles 3 et 4 de l'accord précisent concrètement un certain nombre de situations qui donnent lieu à information, coordination ou

concertation.

34. Voir art. 2-12 de l'accord, la notion de Marché s'entendant comme de tout marché contrôlé par la future entité NYSE-Euronext.

35. E. Tafara et R.J. Peterson, "A Blueprint for Cross-Border Access to U.S. Investors: A New International Framework", *Harvard International Law Journal*, Vol. 48, n° 1, 2007 ; voir aussi le discours prononcé à Londres le 8 mars 2007 par le Commissaire Roel C. Campos de la SEC : SEC Regulation Outside the United States.

Agences de notation – Évaluation – Rapport annuel de l'AMF

Pour la troisième année consécutive, l'AMF a publié son rapport sur les agences de notation. Ce rapport présente des données sur la présence des agences en France et leurs activités, ainsi que sur l'évolution du contexte international et français dans lequel évoluent ces structures. Il fait également le point sur le marché français de la notation financière à long terme des entreprises et des financements structurés.

La loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 a prévu que l'AMF publie annuellement "un rapport sur le rôle des agences de notation, leurs règles déontologiques, la transparence de leurs méthodes et l'impact de leur activité sur les émetteurs et les marchés financiers" (Comofi, art. L. 544-4). C'est ce que vient de faire le 26 janvier dernier l'AMF en publiant son troisième rapport.

Ce rapport commence par un point sur l'évolution de l'environnement international qui, sans surprise, permet de constater que cette question fait l'objet de multiples attentions, que ce soit au niveau de IOSCO³⁶ (Organisation internationale des commissions de valeurs), de la Commission européenne, de CESR, du CEBS (Comité des régulateurs bancaires européens) ou encore des États-Unis³⁷. Il se poursuit par une analyse des conditions de mise en œuvre du Code de conduite de IOSCO, ce qui est l'occasion pour l'AMF de constater les efforts accomplis par les cinq principales agences de notation mondiales, mais également d'identifier la problématique des notations effectuées sans le consentement de l'émetteur.

L'AMF fournit ensuite différents éléments sur l'organisation des agences de notation, en soulignant notamment la faible pertinence d'une approche exclusivement nationale s'agissant d'une activité qui est constituée sur une base européenne. Elle note également les évolutions méthodologiques qui cherchent à fournir aux investisseurs des informations séparées sur les deux composantes du risque de crédit (probabilité de défaut d'une part, estimations de recouvrement sur la base de cette probabilité d'autre part), en distinguant les notations de recouvrement (*Recovery rating* – RR) et les notations de défaut des émetteurs (*Issuer default rating* – IDR). À cet égard, l'Autorité observe que cette approche, qui repose notamment sur une analyse comparée du droit de la faillite de chaque pays, conduit au plafonnement des majorations de note possibles pour les sociétés sous droit allemand, britannique ou français en raison de possibilités de recouvrement en moyenne plus faibles dans ces pays : elle en induit que ce "type d'estimations, du fait même de leurs conséquences potentielles en termes économiques et juridiques, demande des analyses plus poussées de la part des autorités concernées".

Le rapport présente ensuite des données sur la notation des entreprises. Il relève un accroissement d'environ 5 % du nombre d'émetteurs français notés par au moins une agence en 2005, de même que la relative stabilité des parts de marché respectives de chaque agence par rapport à 2004. Concernant la qualité des notations, le rapport souligne que, si la notation moyenne des émetteurs français est plutôt centrée sur un risque moyen voire faible, une légère

dégradation de cette répartition est observable en 2005, celle-ci étant "en partie due au fait que les nouveaux émetteurs notés appartiennent aux catégories les plus basses". Les écarts de notation, s'ils sont qualitativement faibles (88 % sont d'un seul cran), sont numériquement nombreux puisqu'ils ont concerné 60 % des émetteurs multinationaux. Ce nombre doit toutefois être relativisé dans la mesure où il est largement le fait de structures bancaires qui regroupent une proportion importante des entités concernées, et pour lesquels la différence de notation observée sur certains réseaux se répercute sur l'ensemble des entités du groupe. Dans ce contexte, un certain nombre d'écarts trouvent leur source dans l'appréhension différente des agences vis-à-vis de la responsabilité de l'État à l'égard des entreprises publiques ou des collectivités locales.

Une part substantielle du rapport est enfin consacrée à la notation des financements structurés, avec notamment une analyse des écarts de notation constatés sur les opérations montées par des arrangeurs français. En la matière, l'AMF observe que l'écart est généralement d'un seul cran et concerne plutôt les tranches juniors d'une opération, ce qui, de son point de vue, limite les risques dans la mesure où les investisseurs qui souscrivent à ces tranches connaissent en général les risques attachés et disposent de leurs propres analystes.

S'il en était besoin, ce nouveau rapport confirme que la problématique de la supervision des agences de notation est bien une problématique supranationale, du fait bien sûr des entités concernées, mais aussi des émetteurs et des émissions qui sont l'objet de notations...

Directive MIF – CESR – Mesures de niveau 3 – Conservation des données – Transparence de marché – Publication et consolidation

Voir H. de Vauplane et J.-P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, 3^e éd., Litec, 2001, n° 1233

Au début du mois de février, le Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières a publié les premières mesures de niveau 3 relatives à la mise en œuvre de la directive MIF. Présentées sous forme de *Guidelines* et recommandations, ces mesures ont trait à la publication et à la consolidation des données de marché d'une part, à la conservation des données d'autre part.

La directive Marché d'instruments financiers est un chantier d'importance lancé au plan européen en 2000 qui s'est traduit, en avril 2004, par l'adoption selon la procédure de codécision d'une directive puis, en août 2006, par la publication par la Commission européenne d'une directive et d'un règlement d'application. Depuis lors, conformément à la nouvelle procédure Lamfalussy dans laquelle s'inscrivent ces dispositions, des travaux sont menés au sein du Comité européen des régulateurs de valeurs mobilières, plus connu sous son acronyme anglais de CESR, afin d'assurer entre les différents régulateurs nationaux qui le composent une mise en œuvre et une application cohérentes des règles édictées par ces textes. C'est le fameux niveau 3 de la procédure Lamfalussy.

36. Qui mène actuellement une revue de son Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (IOSCO CRA Code) publié en décembre 2004.

37. Voir le Credit Rating Agency Reform Act du 29 septembre 2006.

Le travail à accomplir est important tant les facettes de la directive MIF sont nombreuses. Les multiples consultations lancées, en cours ou restant encore à venir témoignent d'ailleurs d'une intense activité qui mobilise tant les régulateurs que les professionnels. C'est dans ce contexte que CESR a publié le 9 février dernier deux documents qui constituent les premières mesures de niveau 3 de la directive: l'un est relatif à la publication et à la consolidation des données de transparence de marché (CESR/07-043); l'autre concerne la conservation des enregistrements (CESR/06-552c).

Avant de présenter succinctement ces mesures qui ont un caractère relativement technique, il n'est sans doute pas inutile de rappeler le statut de ces mesures de niveau 3. De manière négative, il faut d'abord préciser que ces mesures ne constituent pas en tant que telles des dispositions d'ordre réglementaire qui, à l'instar d'un règlement européen, auraient une applicabilité directe dans les droits nationaux ou qui, à l'instar d'une directive, requerraient leur intégration dans l'ordonnement juridique de chaque Etat. Dénuées de toute force contraignante par elles-mêmes, les mesures de niveau 3 emportent toutefois engagement, sur une base volontaire, de chaque membre de CESR de les mettre en œuvre dans leurs pratiques réglementaires quotidiennes. Pour les acteurs des marchés financiers qui sont directement intéressés par les précisions que fournissent ces mesures de niveau 3, cela signifie plus particulièrement qu'un acte positif de leur régulateur national est d'abord nécessaire avant de pouvoir considérer qu'en s'y conformant, ils remplissent suffisamment les obligations qui résultent des textes auxquels se rapportent les dites mesures. À ce jour, l'AMF n'a pas encore donné d'indications quant aux conditions dans lesquelles elle allait réaliser cette intégration dans son corpus de règles. Probablement, et de façon souhaitable d'ailleurs s'agissant de guidelines et recommandations, en les intégrant dans sa doctrine.

• **Publication et consolidation des données de transparence de marché**

On se souvient sans doute que la question de la transparence de marché a été au cœur de certains des débats les plus intenses qui ont entouré l'adoption de la directive MIF. L'objectif de CESR au travers de ces mesures est de prévenir le risque que, dans un univers où la liquidité pourrait être plus fragmentée, il n'y ait pas parallèlement une fragmentation des données de transparence *pre* et *post-trade*, facteurs clés pour le processus de découverte des prix et la protection des investisseurs. Si CESR considère qu'en théorie, le secteur privé devrait être en mesure d'apporter des solutions adaptées par rapport à cette problématique, il n'exclut pas toutefois qu'en certains cas, les intérêts commerciaux ne soient pas nécessairement en phase avec les intérêts globaux du marché. D'où l'adoption de dix *guidelines* et trois recommandations organisées autour de quatre grands thèmes: qualité des données,

modalité de publication, disponibilité des informations et standards de publication.

– **Qualité des données.** Il s'agit de mettre en place des processus qui permettent de détecter en temps réel certaines erreurs et d'éviter la duplication d'informations de nature à donner un faux reflet du marché réel.

– **Modalités de publication.** La responsabilité de la publication ne peut être transférée à un tiers que si ce dernier est lui-même sous la tutelle d'un membre de CESR. Des systèmes de secours permettant de palier la défaillance éventuelle du système de publication doivent exister. L'utilisation de sites Internet n'est possible que s'ils sont directement accessibles (*machine readable*) à des machines externes.

– **Disponibilité des informations.** Les systèmes doivent être adaptés pour permettre la publication en temps réel, sauf cas spécifique (*portfolio trades*). Les données doivent être accessibles à tout investisseur européen dans un format correspondant à des standards de l'industrie et leur vente ne peut être liée à celle d'autres données. La transaction, qui constitue le fait générateur de l'obligation de publication, est réputée réalisée lors de l'appariement dans les systèmes de confrontation des ordres, lorsque les parties se sont accordées sur la quantité et sur le prix dans les autres cas³⁸.

– **Standards de publication.** Outre certaines données techniques, l'utilisation des protocoles ouverts existants et des standards ISO est préconisée.

• **Conservation des enregistrements.** La directive MIF prévoit que tout prestataire de services d'investissement "*veille à conserver un enregistrement de tout service fourni et de toute transaction effectuée par [lui-même], permettant à l'autorité compétente de contrôler le respect des obligations prévues dans la présente directive et, en particulier, de toutes les obligations de cette entreprise à l'égard des clients ou clients potentiels*" (art. 13-6). Dans le cadre de la négociation de la directive d'application, il n'a pas été possible de parvenir à un accord sur la nature de ces enregistrements. Aussi, a-t-il été renvoyé à chaque autorité nationale le soin d'établir et tenir à jour une liste des obligations minimales en matière d'enregistrement auxquelles sont tenus ses ressortissants (art. 51-3). La volonté de CESR de rechercher ici une approche commune est donc tout à fait bienvenue dans un domaine où d'importantes distorsions de concurrence peuvent être générées entre les établissements.

Dans ce contexte, le lecteur est renvoyé au document de CESR dont le contenu est trop technique pour être ici commenté. ■

38. CESR précise également que lorsqu'une transaction comporte plusieurs jambes, la transaction est réputée réalisée dès que l'accord est intervenu pour l'ensemble des jambes.