



Association
Henri Capitant

PROJET DE CODE EUROPEEN DES AFFAIRES

LIVRE 9

DROIT DES MARCHES FINANCIERS

DOCUMENT DE TRAVAIL POUR DISCUSSION PROVISOIRE

Groupe de travail (par ordre alphabétique) :

Michèle GREGOIRE, Professeur à l'Université Libre de Bruxelles, Avocate à la Cour de cassation, Codirectrice

Matthias LEHMANN, Professeur à l'Université de Vienne, Codirecteur

Iris BARSAN, Maître de conférences à l'Université Paris-Est Créteil,

Thierry BONNEAU, Professeur à l'Université Paris-Panthéon-Sorbonne,

Anne-Claire ROUAUD, Professeur à l'Université Paris 1 – Panthéon Sorbonne.

DOCUMENT DE TRAVAIL PROVISOIRE
POUR DISCUSSION PROVISOIRE

LIVRE 9 : LE DROIT DES MARCHES FINANCIERS

Article 9.1 – Notions de marché réglementé, MTF et OTF

1. *Un «marché réglementé» est un système multilatéral qui assure ou facilite la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats portant sur des instruments financiers admis à la négociation dans le cadre de ses règles et/ou de ses systèmes, et qui est agréé et fonctionne régulièrement conformément au droit qui lui est applicable.*
2. *Un «système multilatéral de négociation» ou «MTF» («multilateral trading facility») est un système multilatéral, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein même et selon des règles non discrétionnaires – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers, d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats.*
3. *Un «système organisé de négociation» ou «OTF» («organised trading facility») est un système multilatéral, autre qu'un marché réglementé ou un MTF, exploité par une entreprise d'investissement ou un opérateur de marché, qui assure la rencontre – en son sein et à la discréption du gestionnaire – de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des obligations, des produits financiers structurés, des quotas d'émission ou des instruments dérivés peuvent interagir d'une manière qui aboutisse à la conclusion de contrats.*

Article 9.2 – Notions de contrepartie financière et non-financière

1. *Une «contrepartie financière» est un établissement financier soumis à une surveillance prudentielle. Sont également des contreparties financières les banques centrales, les contreparties centrales, les organes de règlement et les chambres de compensation.*
2. *Une «contrepartie non financière» est tout professionnel qui n'est pas une contrepartie financière.*

TITRE 1 : LES PRODUITS FINANCIERS

Article 9.1.1 – Les produits financiers

Au sens du présent code, les produits financiers sont les instruments financiers définis par le droit national ainsi que les produits financiers européens définis ci-après.

CHAPITRE 1 : LES INSTRUMENTS NATIONAUX

Article 9.1.1.1 – Les instruments nationaux

Les instruments financiers nationaux sont les titres de capital, les titres de dette et les produits dérivés visés ci-après.

SECTION 1 : LES TITRES DE CAPITAL

Article 9.1.1.1 – Les titres de capital

Les titres de capital sont des titres émis par et donnant accès au capital social de sociétés qui peuvent, en vertu de leur droit national, émettre des titres de capital négociables.

SECTION 2 : LES TITRES DE DETTE

Article 9.1.1.2 – Les titres de dette

Les titres de dette sont des titres de créance émis par des personnes morales qui peuvent, en vertu de leur droit national, émettre des titres négociables.

SECTION 3 : LES PRODUITS DERIVES

Article 9.1.1.3 – Les produits dérivés

- 1. Les produits dérivés sont des contrats financiers à terme dont la valeur dérive d'un sous-jacent.*
- 2. Les produits dérivés visés par le présent article sont ceux mentionnés aux points 4 à 10 inclus à la section C de l'annexe II de la directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.*

CHAPITRE 2 : LES INSTRUMENTS EUROPEENS

SECTION 1 : REGLES GENERALES GOUVERNANT LES TITRES

Article 9.1.2.1.1 – Inscription

Les titres négociables européens sont inscrits dans un compte tenu par un intermédiaire habilité ou dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.

Commentaire : Cette disposition suit le modèle de l'article L213-2 du Code monétaire et financier français, avec des aménagements qui sont dus au caractère européen de l'instrument.

En revanche, le champ de cette section comprend également les titres négociés sur un marché réglementé ou un système de négociation multilatérale.

Article 9.1.2.1.2 – Transfert des titres

- 1. Les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte ou par inscription dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.*

2. *Le transfert de propriété de titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur ou de l'inscription de ces titres au bénéfice de l'acquéreur dans un dispositif d'enregistrement électronique partagé.*
3. *Nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte dans lequel ces titres sont inscrits ou par la personne identifiée par le dispositif d'enregistrement électronique partagé.*

Commentaire : L'alinéa 1er de cette disposition suit le modèle de l'article L211-15 du Code monétaire et financier français.

L'alinéa 2 suit l'article L211-17 alinéa 1er du Code monétaire et financier français.

L'alinéa 3 copie l'article L211-16 du Code monétaire et financier français.

A voir avec le groupe de droit des sociétés s'ils veulent établir un régime de titres négociables; sinon, il faut réduire pour les seules obligations européennes.

Article 9.1.2.1.3 – Protection des droits des souscripteurs

1. *Aucune saisie, même à titre conservatoire, n'est admise sur les comptes ouverts auprès d'un dépositaire central.*
2. *Aucune mesure d'exécution forcée ou conservatoire menée à l'encontre d'un intermédiaire n'est admise sur les titres financiers inscrits sur un compte, ouvert à son nom dans les livres d'un autre intermédiaire, lorsqu'ils ne sont pas la propriété du premier intermédiaire.*

Commentaire : Cette disposition s'inspire de l'article L.211-11 du Code monétaire et financier français. Le séquestre judiciaire participe des mesures conservatoires visées par le texte.

Article 9.1.2.1.4 – Insuffisance des titres

1. *En cas d'ouverture d'une procédure collective contre un intermédiaire ou d'une cause d'indisponibilité de titres financiers relevant de la force majeure, l'administrateur vérifie que l'ensemble des titres financiers figurant en compte chez un autre intermédiaire au nom de l'intermédiaire défaillant sont en nombre suffisant pour que l'intermédiaire défaillant puisse garantir les droits des titulaires de compte.*
2. *En cas d'insuffisance du nombre de ces titres, il est procédé à une répartition proportionnelle entre les titulaires de compte concernés ; ceux-ci peuvent faire virer à un compte-titres tenu par un autre intermédiaire ou par l'émetteur les titres dont ils obtiennent restitution.*
3. *L'intermédiaire défaillant est obligé de réparer le dommage causé à chacun des titulaires par l'insuffisance des titres s'il en est responsable.*

Commentaire : Les alinéas 1er et 2 de cette disposition s'inspire de l'article L211-10 alinéas 1 et 2 du Code monétaire et financier français.

L'alinéa 3 de cette disposition suit le modèle du § 7 alinéa 2 du Depotgesetz allemand.

Article 9.1.2.1.5 – Nantissement

Le nantissement d'un compte-titres ou d'un titre financier est réalisé par une déclaration signée par le titulaire du compte ou du titre.

Commentaire : Cette disposition s'inspire de l'article L.211-20 alinéa 1 du Code monétaire et financier français.

SECTION 2 : LES OBLIGATIONS EUROPEENNES

§ 1 : Notion, champ d'application

Article 9.1.2.2.1.1 – Notion

L'obligation européenne est un titre négociable représentant un droit de créance sur la personne morale qui l'émet.

Chaque titre d'une même émission confère les mêmes droits de créance pour une même valeur nominale.

Commentaire : L'alinéa 1^{er} de cette disposition s'inspire de l'article L213-1 alinéa 1^{er} du Code monétaire et financier français. La référence au fonds commun de titrisation a été supprimé étant donné que ces fonds sont normalement des personnes morales. Il a été ajouté qu'il s'agit d'un titre négociable.

L'alinéa 2 reflète le principe de l'équivalence des titres, qui est reconnu par exemple dans l'article L213-5 du Code monétaire et financier français.

Article 9.1.2.2.1.2 – Choix par l'émetteur

*Les dispositions du présent chapitre sont applicables lorsque l'émetteur les choisit en conformité avec les articles [*** renvoi au titre préliminaire ***].*

Article 9.1.2.2.1.3 - Relation avec le droit national

1. *Les dispositions de cette section priment sur toute disposition de droit national, y compris les règles impératives.*
2. *Les dispositions en matière de supervision, de fiscalité et de comptabilité restent applicables.*

Article 9.1.2.2.1.4 – Comblement de lacunes

1. *Les questions relatives à la capacité sont régies par le droit national applicable.*
2. *Toutes les autres questions qui ne sont pas réglées par les dispositions suivantes sont régies par les principes communs du droit des contrats de l'Union européenne.*

Commentaire : Le régime ne comporte pas de disposition sur la capacité des parties à conclure un contrat. Cette question est régie par les règles pertinentes du droit national.

Les conflits de lois en matière d'incapacité sont partiellement résolus par le Règlement Rome I (article 13).

Pour les règles générales du droit des contrats, telles celles relatives à la conclusion du contrat ou aux conséquences de l'inexécution, référence est faite aux principes communs du droit des contrats de l'Union européenne, tels qu'ils seront consacrés par la jurisprudence à l'occasion de l'interprétation du présent Code (les Principes de Droit Européen des contrats élaborés par le « Groupe Lando » pouvant fournir un modèle/ une source d'inspiration).

§ 2 : Émission

Article 9.1.2.2.2.1 – Droit à l'émission

L'obligation européenne peut être émise par toute personne morale, publique ou privée, habilitée à émettre des obligations conformément à la législation qui lui est applicable.

Commentaire : L'habilitation peut relever du droit national ou du droit de l'Union européenne, le cas échéant.

Article 9.1.2.2.2.2 – Information du marché

Lors de chaque émission, l'émetteur doit mettre à la disposition des souscripteurs les conditions de l'émission et le prospectus en conformité avec la législation européenne.

§ 3 : Contenu

Article 9.1.2.2.3 – Application des dispositions sur le prêt européen

*Les droits et obligations découlant de l'obligation européenne sont régis par les dispositions * [section sur le prêt européen], à l'exception des articles VIII.9 [sur l'information pré-contractuelle], VIII.12 [sur l'obligation d'informer sur le coût total] et VIII.25 alinéa 3 [sur la fin du contrat en cas de détérioration significative de la situation de l'emprunteur].*

Commentaire : Cet article renvoie aux dispositions sur le prêt européen étant donné qu'une obligation est un titre négociable représentatif d'un prêt.

§ 4 : Changement des termes du contrat d'émission

Article 9.1.2.2.4.1 – Modification

L'émetteur a la faculté de modifier le contrat d'émission sans le consentement des obligataires afin de corriger une erreur matérielle.

Commentaire : L’alinéa 3 s’inspire de l’article L213-6-3, V du Code monétaire et financier français. On a toutefois supprimé l’exception faite par L213-6-3, VI de ce Code pour les titres émis par l’État, puisqu’il n’y a pas de raison d’interdire à ce dernier de corriger une erreur matérielle.

Article 9.1.2.2.4.2 – La masse des obligataires

1. *La masse des obligataires est organisée par le contrat d’émission qui prévoit notamment les règles sur la représentation dans l’assemblée générale des obligataires, le quorum et la majorité applicables à leurs décisions.*
2. *Le contrat d’émission peut également prévoir que les obligataires désignent un mandataire chargé de les représenter lorsque l’émetteur fait l’objet d’une procédure collective.*
3. *La masse des obligataires peut amender les stipulations des obligations européennes. Le contrat d’émission peut préciser l’étendue des compétences et pouvoirs de la masse.*
4. *En l’absence de stipulation sur la masse, les obligataires bénéficient des mêmes droits que les créanciers non obligataires lorsque l’émetteur participe à une opération de fusion, de scission, de réduction de capital, de la constitution sous forme de société européenne ou de transfert du siège social dans un autre Etat membre.*

Commentaire : L’alinéa 3 s’inspire de l’article L213-6-3, I et IV du Code monétaire et financier français.

§ 5 : Les obligations sécurisées européennes

Article 9.1.2.2.5.1 – Définition

Les obligations sécurisées européennes sont des obligations émises par les établissements de crédit et garanties par des hypothèques de premier rang ou des sûretés équivalentes au profit des obligataires qui ont, sur les actifs remis en garantie, un droit direct et exclusif.

Article 9.1.2.2.5.2 – Protection des obligataires

Les obligations sécurisées européennes doivent être payées à leur échéance et doivent l’être, en cas de défaillance de l’établissement émetteur, par priorité à toutes autres créances assorties ou non de priviléges ou de sûretés. Jusqu’à l’entier désintéressement des porteurs d’obligations sécurisées européennes, nul autre créancier de l’établissement émetteur ne peut se prévaloir d’un quelconque droit sur les biens et droits de cet émetteur, nonobstant toute disposition légale contraire.

SECTION 3 : LES TITRES DE FONDS EUROPEENS

§ 1 : Les OPCVM

Article 9.1.2.3.1.1 – Définition

Les OPCVM – organismes de placement collectif en valeurs mobilières – sont des organismes dont l'objet exclusif est le placement collectif en valeurs mobilières négociées sur un marché réglementé et en d'autres actifs financiers liquides (instruments du marché monétaire et dépôts auprès des établissements de crédit) et dont les parts sont, à la demande des porteurs, rachetées ou remboursées, directement ou indirectement, à la charge des actifs de ces organismes.

Article 9.1.2.3.1.2 – Formes des OPCVM

Les OPCVM peuvent prendre la forme d'une société, d'un fond ou d'un trust.

Article 9.1.2.3.1.3 – Séparation des fonctions

Les actifs des OPCVM sont gérés par un gestionnaire et conservés par un dépositaire. Nul ne peut être à la fois gestionnaire et dépositaire.

Article 9.1.2.3.1.4 – Obligations du gestionnaire

Le gestionnaire doit gérer les actifs avec prudence, de façon honnête et professionnelle, dans le seul intérêt des porteurs.

Article 9.1.2.3.1.5 – Obligations du dépositaire

Le dépositaire est responsable de la conservation des actifs. En cas de perte, et sauf circonstance imprévisible et irrésistible, il est tenu d'indemniser les investisseurs pour toute perte subie par eux.

Article 9.1.2.3.1.6 – Information des porteurs

Les porteurs doivent, préalablement à la souscription de leurs parts, et pendant toute la durée des OPCVM, être informés de la politique de gestion et des risques liés aux actifs détenus par lesdits OPCVM.

§ 2 : Les FIA

Les règles générales

Article 9.1.2.3.2.1 – Définition

Les FIA – fonds d'investissements alternatifs – sont des fonds dont l'objet exclusif est le placement collectif en actifs autres que ceux composant les OPCVM.

Article 9.1.2.3.2.2 – Renvoi aux règles des OPCVM

Sous réserve des dispositions du présent paragraphe, les FIA sont soumis aux règles applicables aux OPCVM.

Article 9.1.2.3.2.3 – Information des porteurs

Les porteurs des parts de FIA doivent bénéficier d'une information renforcée en ce qui concerne les risques liés aux actifs détenus par lesdits fonds.

Les règles particulières

Article 9.1.2.3.2.4 – Fonds de capital risque

Les fonds de capital-risque doivent principalement investir dans des entreprises non cotées (ni sur un marché réglementé ni sur un système multilatéral de négociation) employant au maximum 499 personnes ou dans des PME cotées sur un marché de croissance des PME au sens de la directive MIF 2 du 15 mai 2014.

Article 9.1.2.3.2.5 – Fonds d'entrepreneuriat social européens

Les fonds d'entrepreneuriat social européens doivent principalement investir dans des entreprises qui ont pour objectif principal de produire des effets sociaux positifs et mesurables, pour autant que les entreprises fournissent des services ou des biens qui génèrent un bénéfice social et utilisent une méthode de production de biens ou de services qui soit la matérialisation de son objectif social.

Article 9.1.2.3.2.6 – Fonds européens d'investissement à long terme

Les fonds européens d'investissement à long terme sont des fonds composés des titres émis par des entreprises non admises aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation et/ou par des entreprises cotées sur ces marchés dont la capitalisation boursière ne dépasse pas 500 000 000 €.

§ 3 : Les fonds monétaires

Article 9.1.2.3.3.1 – Définition

Les fonds monétaires, qui peuvent être soit des OPCVM, soit des FIA, sont des fonds composés d'instruments du marché monétaire.

§ 4 : La titrisation

Article 9.1.2.3.4.1 – Définition

Les organismes de titrisation sont des organismes dont l'objet est de prendre en charge des risques, notamment en acquérant les créances dont les établissements de crédit sont titulaires. L'acquisition des créances est financée par l'émission de parts ou actions souscrites par le public.

Article 9.1.2.3.4.2 – Séparation des fonctions

Les actifs des organismes de titrisation sont gérés par un gestionnaire et conservés par un dépositaire. Nul ne peut être à la fois gestionnaire et dépositaire.

Article 9.1.2.3.4.3 – Transferts des créances

Les créances sont transférées, à compter de la date portée sur l'acte de cession, à l'organisme de titrisation. La cession est opposable aux tiers à compter de la même date et sans formalité.

Art. 9.1.2.3.4.4 – Protection des investisseurs

Les investisseurs doivent être informés des risques encourus et peuvent bénéficier d'une couverture, telles que des sûretés, mise en place par le gestionnaire.

SECTION 4 : LES CONTRATS DERIVES EUROPEENS

§ 1 : Notion, champ d'application, principes généraux

Article 9.1.2.4.1.1 – Notion

Le contrat dérivé européen est une opération à terme pour la gestion de risques financiers entre deux ou plusieurs professionnels, dont un au moins doit être une contrepartie financière.

Commentaire : On a choisi une définition large en renonçant à une énumération de tous les contrats possibles. La référence aux « risques financiers » devrait être entendue comme englobant les contrats de marché à terme sur marchandises. En conformité avec le champ d'application du Code, les parties au contrat doivent tous être des professionnels. La limitation aux établissements financiers s'inspire de la Directive concernant les contrats de garantie financière.

Article 9.1.2.4.1.2 – Contrats cadres et contrats individuels

Le contrat dérivé européen peut résider dans une convention-cadre assortie de plusieurs contrats individuels, ou dans un contrat unique.

Commentaire : Cet article reflète le fait que les contrats dérivés sont en pratique conclus en utilisant des modèles de contrat-cadres élaborés par des associations professionnelles.

Article 9.1.2.4.1.3 – Choix

- 1. Le régime du contrat dérivé européen ne s'applique que si les parties l'ont choisi. Le choix doit être exprès. Il n'est pas soumis à une forme particulière.*
- 2. Le choix peut être fait à tout moment. Les droits des tiers ne sont pas affectés par un changement de régime.*
- 3. Un choix partiel des dispositions sur le contrat dérivé européen est exclu.*

Commentaire : Le régime du contrat dérivé européen est optionnel. Les règles de droit national restent applicables dès lors que les parties ne l'ont pas choisi de manière expresse.

Le deuxième alinéa s'inspire du Règlement Rome I (article 3 al. 2).

Le régime du contrat dérivé européen constitue un ensemble. Un dépeçage entre le régime européen et le régime national n'est pas possible. Cela n'exclut pas la possibilité de dévier de certaines dispositions en exerçant la liberté contractuelle (v. article 3).

Article 9.1.2.4.1.4 – Relation avec le droit national

- 1. Les dispositions de cette section priment sur toute disposition de droit national, y compris les règles impératives.*
- 2. Les dispositions en matière de supervision, de fiscalité et de comptabilité restent applicables.*

Commentaire : Les règles sur le contrat dérivé européen font partie du droit supranational de l'UE. En tant que telles, elles écartent toutes les dispositions des États membres qui tombent dans leur champ d'application. Notamment, l'exception de jeu du droit national ne peut pas être opposée à l'instrument dérivé européen. Le régime exclut également l'application des règles nationales imposant une responsabilité précontractuelle pour le défaut d'information et les règles du droit des délits.

Article 9.1.2.4.1.5 – Comblement de lacunes

- 1. Les questions relatives à la capacité sont régies par le droit national applicable.*
- 2. Toutes les autres questions qui ne sont pas réglées par les dispositions suivantes sont régies par les principes communs du droit des contrats de l'Union européenne.*

Commentaire : Le régime ne comporte pas de disposition sur la capacité des parties à conclure un contrat. Cette question est régie par les règles pertinentes du droit national. Les conflits de lois en matière d'incapacité sont partiellement résolus par le Règlement Rome I (article 13).

Pour les règles générales du droit des contrats, telles celles relatives à la conclusion du contrat ou aux conséquences de l'inexécution, référence est faite aux principes communs du droit des contrats de l'Union européenne, tels qu'ils seront consacrés par la jurisprudence à l'occasion de l'interprétation du présent Code (les Principes de Droit Européen des contrats élaborés par le « Groupe Lando » pouvant fournir un modèle/ une source d'inspiration).

Article 9.1.2.4.1.6 – Liberté contractuelle

Les parties peuvent adapter, dans les conditions prévues par la présente section, le régime du contrat dérivé européen.

Commentaire : Le choix du régime du contrat dérivé européen entraîne l'applicabilité de ses dispositions.

Les parties sont libres d'adapter le contrat dérivé européen à leurs besoins.

Article 9.1.2.4.1.7 – Indépendance du contrat dérivé européen par rapport à l'opération sous-jacente

La validité et l'exécution du contrat dérivé européen sont indépendantes de l'opération sous-jacente, sauf stipulation contraire.

Commentaire : L'indépendance du contrat dérivé par rapport au contrat sous-jacent est un principe classique et est retenu ici à ce titre. La disposition n'exclut pas qu'il y existe des exceptions, par exemple en cas de fraude qui affecte les deux contrats simultanément.

§ 2 : Conclusion du contrat

Article 9.1.2.4.2.1 – Contrat consensuel

Le contrat dérivé européen est formé dès l'échange des consentements.

Commentaire : La mise à disposition des fonds n'est pas une condition de formation du contrat. L'exécution forcée du contrat est possible.

Article 9.1.2.4.2.2 – Preuve

Le contrat dérivé européen est établi sur tout support durable.

Commentaire : Est-ce que les questions de preuve sont traitées ailleurs ?

§ 3 : Obligations des parties

Article 9.1.2.4.3.1 – Information pré-contractuelle

- 1. La contrepartie financière au sens de l'article 9.1.2 alinéa 2 doit attirer l'attention de l'autre partie, lorsque celle-ci n'est pas une contrepartie financière, sur les risques du contrat, eu égard à sa situation personnelle.*
- 2. Cette obligation ne s'applique pas aux contreparties centrales, aux organes de règlement et aux chambres de compensation.*

Article 9.1.2.4.3.2 – Primauté des stipulations contractuelles

Les obligations mutuelles des parties sont exclusivement régies par les dispositions de cette section, les stipulations du contrat et les les principes communs du droit des contrats de l'Union européenne.

§ 4 : Résiliation-Compensation (Close-out Netting)

Article 9.1.2.4.4.1 – Définition

- 1. La "résiliation-compensation" est l'opération par laquelle, en cas de survenance d'un évènement déterminé par les parties, tel que l'insolvabilité de l'une des parties, le contrat dérivé européen est résilié de manière anticipée et toutes les obligations réciproques des*

parties, échues ou à échoir, sont compensées à due concurrence, le solde non compensé constituant l'obligation unique existant entre les parties.

2. *La résiliation-compensation ne prend effet que si elle est expressément prévue contractuellement. Elle peut intervenir entre deux ou plusieurs contrats dérivés européens.*
3. *La résiliation-compensation n'affecte pas les sûretés constituées en garanties des obligations compensées.*

Commentaire : Cette disposition s'inspire de l'article 7 des Principes UNIDROIT concernant l'applicabilité des clauses de résiliation-compensation (2013) et de l'article L211-36-1 du Code monétaire et financier français.

Article 9.1.2.4.4.2 – Efficacité en cas de procédure d'insolvabilité

1. *L'ouverture d'une procédure d'insolvabilité à l'égard d'une des parties n'empêche ni la réalisation de la résiliation-compensation, ni l'efficacité des sûretés.*
2. *Le présent article ne fait pas obstacle à l'application des règles spéciales de résolution des institutions financières défaillantes.*

Commentaire : Le premier alinéa de cette disposition s'inspire de l'article 7 des Principes UNIDROIT concernant l'applicabilité des clauses de résiliation-compensation (2013) et de l'article L211-36-1 du Code monétaire et financier français. Il nous a paru clair que les autorités chargées de l'administration d'une procédure d'insolvabilité ne sont pas autorisées à exiger l'exécution par l'autre partie de toute obligation couverte par la résiliation-compensation, et en même temps à rejeter l'exécution de toute obligation envers l'autre partie qui serait également couverte par la résiliation-compensation.

Le deuxième alinéa s'inspire de l'article 8 des Principes UNIDROIT concernant l'applicabilité des clauses de résiliation-compensation (2013). Le régime de résolution de l'Union se trouve dans la Directive 2014/59/UE établissant un cadre pour le redressement et la résolution des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (dite « BRRD »). Les articles 68 et 71 de la BRRD contiennent des exceptions aux effets des clauses de compensation. L'exception pour ces cas est également conforme à l'article 25 de la Directive 2001/24 concernant l'assainissement et la liquidation des établissements de crédit.

§ 5 : Obligations de déclaration et de compensation

Article 9.1.2.4.5.1 – Obligation de négociation sur une plate-forme de négociation

Les parties doivent conclure les transactions portant sur certaines catégories de dérivés, à l'exception des transactions intragroupe, sur une plate-forme de négociation (marché réglementé, MTF ou OTF).

Commentaire : Cette obligation est posée par le règlement MIF (article 28). Son champ d'application, initialement calqué sur celui de l'obligation de compensation prévue par le

règlement EMIR, est en cours d'ajustement pour tenir compte de la modification du périmètre de l'obligation de compensation par le règlement EMIR REFIT.

Une liste de dérivés soumis à cette obligation ainsi que des platesformes sur lesquelles ils sont susceptibles d'être négociés est publiée par l'AEMF sur son site internet.

Article 9.1.2.4.5.2 – Obligation de compensation par une contrepartie centrale

1. *Les contrats dérivés de gré à gré appartenant à des catégories déterminées doivent être compensés par une contrepartie centrale lorsque les positions des parties dépassent certains seuils.*

2. *Une contrepartie non financière peut calculer tous les douze mois la moyenne de ses positions au regard des seuils de compensation. Les contrats conclus à des fins de couverture ne sont pas pris en compte pour ce calcul. La contrepartie non financière n'est alors soumise à l'obligation de compensation que pour les catégories de dérivés de gré à gré pour lesquelles le seuil a été franchi.*

Commentaire : Les transactions sur dérivés conclues sur un marché réglementé sont nécessairement compensées par une contrepartie centrale.

L'obligation de compensation est imposée par le règlement EMIR (art. 10 pour les contreparties non-financières et art. 4 bis pour les contreparties financières).

Un registre des catégories de dérivés soumises à l'obligation de compensation ainsi que des contreparties centrales agréées ou reconnues pour les compenser est publié par l'AEMF sur son site internet.

Transparence

Article 9.1.2.4.5.3 – Obligation de déclaration

1. *Les éléments de tout contrat dérivé, ainsi que de toute modification ou cessation du contrat, sont déclarés à un référentiel central (par les parties elles-mêmes ou par la contrepartie centrale le cas échéant).*

2. *Lorsque le contrat dérivé est conclu entre une contrepartie non financière non soumise à l'obligation de compensation et une contrepartie financière, cette dernière est seule responsable de la déclaration du contrat, au nom des deux contreparties.*

3. *L'obligation de déclaration ne s'applique pas aux transactions intragroupe dès lors qu'au moins une des contreparties est une contrepartie non financière.*

Commentaire : Cette obligation est prévue par le règlement EMIR (art. 9) et détaillée par des textes de niveau 2.

Techniques d'atténuation des risques pour les dérivés non compensés

Article 9.1.2.4.5.4 – Gestion bilatérale du risque

Pour les dérivés qui ne sont pas compensés par une contrepartie centrale, les parties doivent mettre en place des mesures d'atténuation des risques incluant la confirmation

rapide des transactions, la valorisation quotidienne des contrats en cours et, sauf pour les transactions intragroupe sous certaines conditions, l'échange de garanties.

Commentaire : Ces obligations sont prévues par le règlement EMIR (art. 11) et détaillées par des textes de niveau 2.

TITRE 2 : LE FINANCEMENT PAR LE MARCHE

CHAPITRE 1 : LA COTATION DES TITRES SUR UN MARCHE

SECTION 1 : LES CONDITIONS D'ADMISSION COMMUNES

Article 9.2.1.1.1 - Information de l'investisseur

1. *L'émetteur rédige un prospectus à destination des investisseurs. Le prospectus contient des informations relatives à l'émetteur, à l'instrument émis ainsi qu'aux risques de l'investissement. Les informations doivent être claires, exhaustives et exactes.*
2. *L'émetteur met à jour les informations contenues dans le prospectus en cas de changement de circonstances.*
3. *L'émetteur diffuse le prospectus au public et en permet l'accès gratuit à toute personne intéressée.*

Commentaire : Le but est de permettre à l'investisseur d'obtenir une image claire des opportunités et des risques de l'investissement. Les informations seront accessibles gratuitement aux investisseurs et seront tenues à jour.

SECTION 2 : LES CONDITIONS D'ADMISSION SPECIFIQUES

Article 9.2.1.2.1: Champ d'application

4. *La présente section s'applique aux émetteurs qui :*
 - a) *ont sollicité ou approuvé l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé; ou*
 - b) *s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un MTF ou OTF, ont approuvé la négociation de leurs instruments financiers sur celui-ci, ou ont sollicité l'admission à la négociation de leurs instruments financiers sur un MTF.*

§ 1 : Marchés réglementés

- a. **Conditions générales**

Article 9.2.1.2.1.1 – Consentement de l'émetteur

L'accord exprès de l'émetteur des titres de capital ou de créance est requis, à moins que les titres ne soient déjà admis aux négociations sur un autre marché réglementé européen.

Commentaire : Cet article s'inspire de l'Article 51(5) de la Directive MIF 2.

Article 9.2.1.2.1.2 – Libre négociabilité des titres

Les titres doivent être librement négociables.

Commentaire : Art. 46, dir. 2001/34 pour les actions ; art. 51 (1) MIF 2 pour les valeurs mobilières ; règl. dél. (UE) 2017/568.

Article 9.2.1.2.1.3 – Catégories de titres

- 1. Les titres doivent être de même catégorie et conférer des droits identiques.*
- 2. La demande d'admission doit porter sur tous les titres de même catégorie existants ou à émettre dans le cadre de la demande d'admission.*

Commentaire : Art. 49 et 56, dir. 2001/34.

Article 9.2.1.2.1.4 – Règles du marché

Les règles de marché qui établissent les conditions d'admission des titres à la négociation doivent être claires et transparentes. Elles garantissent que tout instrument financier admis à la négociation sur un marché réglementé est susceptible de faire l'objet d'une négociation équitable, ordonnée et efficace.

Commentaire : Art. 51(1) MIF 2 ; règl. dél. (UE) 2017/568.

b. **Conditions particulières liées à l'admission d'actions**

Article 9.2.1.2.1.5 – Comptes annuels

- 1. La société doit avoir publié ou déposé, conformément au droit national, ses comptes annuels relatifs aux trois exercices précédant la demande d'admission.*
- 2. L'entreprise de marché peut accorder une dérogation à cette exigence si la situation de l'émetteur le justifie et si les investisseurs disposent des informations nécessaires pour se faire une opinion en toute connaissance de cause sur la situation de l'émetteur.*

Commentaire : Art. 44, dir. 2001/34.

Article 9.2.1.2.1.6 – Liquidité

1. *La capitalisation boursière prévisible des actions qui font l'objet de la demande d'admission ou, si elle ne peut pas être évaluée, les capitaux propres de la société, y compris les résultats du dernier exercice, doivent être au moins d'un million d'euros.*

2. *Une diffusion suffisante des actions dans le public doit être réalisée au plus tard au moment de l'admission aux négociations. Elle est présumée suffisante si 25% du capital de l'émetteur sont diffusés dans le public.*

Commentaire : Art. 43 et 48, dir. 2001/34.

c. **Conditions particulières relatives à l'admission d'obligations émises par une entreprise**

Article 9.2.1.2.1.7 – Conditions liées aux obligations

1. *Le montant nominal de l'émission doit être d'au moins 200 000 euros, à moins que le droit national permette de réaliser une émission d'un montant inférieur.*

2. *Le montant minimum de 200 000 euros ne s'applique pas dans le cadre de programmes d'émission en continu pour lesquels le montant de l'émission n'est pas encore fixé.*

Commentaire : Art. 58, dir. 2001/34.

§ 2 : Marchés non réglementés

Article 9.2.1.2.2.1 – Consentement de l'émetteur

L'accord de l'émetteur n'est pas requis lorsque les titres de capital ou de créance sont déjà admis aux négociations sur un marché réglementé.

Commentaire : Art. 18 (8) MIF 2. Lorsqu'un titre admis aux négociations sur un marché réglementé est négocié sur un marché non réglementé sans le consentement de l'émetteur, celui-ci n'est assujetti à aucune obligation d'information financière supplémentaire.

Article 9.2.1.2.2.2 – Règles du marché

Les règles du marché qui établissent les conditions d'admission des titres à la négociation doivent être transparentes.

Commentaire : Art. 18 (2) MIF 2.

CHAPITRE 2 : LES OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

SECTION 1 : REGLES GENERALES

Article 9.2.2.1.1 – Champ d'application

1. *La présente section s'applique aux émetteurs qui :*
 - a) *ont sollicité ou approuvé l'admission de leurs instruments financiers à la négociation sur un marché réglementé; ou*
 - b) *s'il s'agit d'un instrument négocié exclusivement sur un MTF ou OTF, ont approuvé la négociation de leurs instruments financiers sur celui-ci, ou ont sollicité l'admission à la négociation de leurs instruments financiers sur un MTF.*

Commentaire : Le champ d'application de ces obligations est défini, de manière identique, par le Règlement n° 596/2014 relatif aux abus de marché (MAR) pour la publication d'informations privilégiées (Art. 17 (1)) et pour les transactions des dirigeants (Art. 19 (4)).

Pour les besoins de cette section, les participants aux marchés des quotas d'émission sont considérés comme étant des émetteurs de titres.

§ 1 : Informations privilégiées

Article 9.2.2.1.1.1 – Obligation de publication

Un émetteur informe le public le plus tôt possible de l'existence d'informations privilégiées l'affectant directement.

Article 9.2.2.1.1.2 – Publication différée

1. *Un émetteur peut, sous sa propre responsabilité, décider de différer la publication d'une information privilégiée à condition que :*
 - a) *la publication immédiate soit susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ;*
 - b) *le retard de publication ne soit pas susceptible d'induire le public en erreur ; et*
 - c) *l'émetteur soit en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.*
2. *Si la confidentialité de l'information privilégiée n'est plus assurée, l'article 9.2.2.1.1.1 s'applique de plein droit. L'existence d'une rumeur suffisamment précise est considérée comme une atteinte à la confidentialité, qui sera dès lors présumée comme n'étant plus assurée.*
 1. *Un établissement de crédit ou financier peut, en tant qu'émetteur, sous sa propre responsabilité, différer la publication d'informations privilégiées dès lors que :*
 - a) *ladite publication risque de nuire à la stabilité financière de l'émetteur et du système financier ;*
 - b) *il est d'intérêt public de différer la publication ;*
 - c) *la confidentialité de ces informations peut être assurée ; et*

d) l'autorité compétente a consenti à ce que la publication soit différée. L'émetteur doit prouver que les conditions énoncées aux points (a) à (c) sont remplies.

Article 9.2.2.1.1.3 – Divulgation de l'information à un tiers

- 1. Lorsqu'un émetteur, ou une personne agissant au nom ou pour le compte de celui-ci, communique une information privilégiée à un tiers dans l'exercice régulier d'un travail, d'une profession ou de fonctions, il est tenu de rendre cette information intégralement et effectivement publique dès que possible.*
- 2. Le présent article ne s'applique pas lorsque la personne qui reçoit l'information est tenue par une obligation de confidentialité, que cette obligation soit légale, réglementaire, statutaire ou contractuelle.*

Commentaire : Cet Article se base sur l'Article 17 MAR. Les règles de publicité ad hoc obligent l'émetteur à informer le public le plus tôt possible et de manière transparente concernant les développements majeurs affectant l'entreprise. La publication d'informations privilégiées sert également à prévenir le délit d'initié et à maintenir le bon fonctionnement des marchés, selon le considérant 49 MAR.

§ 2 : Informations sur les transactions des dirigeants

Article 9.2.2.1.2.1 – Champ d'application

Les obligations de la présente section s'appliquent une fois que le montant total des transactions des personnes visées a atteint le seuil énoncé en niveau 2.

Article 9.2.2.1.2.2 – Obligation de transparence

- 1. Les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elles notifient à l'émetteur et à l'autorité compétente toute transaction effectuée pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou à des titres de créance dudit émetteur, ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés.*
- 2. Les mêmes personnes notifient aux participants au marché des quotas d'émission et à l'autorité compétente toute transaction effectuée pour leur compte propre ayant trait à des quotas d'émission, à des produits mis aux enchères basés sur ces derniers ou à des instruments dérivés qui leur sont liés.*
- 3. Ces notifications sont effectuées rapidement et au plus tard trois jours ouvrables après la date de la transaction d'une manière qui permette un accès rapide à ces informations sur une base non discriminatoire dans l'ensemble de l'Union.*

Commentaire : Cette disposition impose aux dirigeants de révéler publiquement leurs transactions personnelles en conformité avec l'article 19 de MAR.

Le terme dirigeant se rapporte aux personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et aux personnes qui leur sont proches.

‘personne exerçant des responsabilités dirigeantes’ signifie une personne au sein d’un émetteur, un participant au marché des quotas d’émission ou une autre entité, qui est:

- un membre de l’organe d’administration, de gestion ou de surveillance de cette entité; ou
- un responsable de haut niveau qui, sans être membre des organes visés au point a), dispose d’un accès régulier à des informations privilégiées concernant directement ou indirectement cette entité et du pouvoir de prendre des décisions de gestion concernant l’évolution future et la stratégie d’entreprise de cette entité;

‘personne étroitement liée’ signifie:

- le conjoint ou un partenaire considéré comme l’équivalent du conjoint conformément au droit national;
- l’enfant à charge conformément au droit national;
- un parent qui appartient au même ménage depuis au moins un an à la date de la transaction concernée; ou
- une personne morale, un trust ou une fiducie, ou un partenariat, dont les responsabilités dirigeantes sont exercées par une personne exerçant des responsabilités dirigeantes ou par une personne visée aux points a), b) et c), qui est directement ou indirectement contrôlé(e) par cette personne, qui a été constitué(e) au bénéfice de cette personne, ou dont les intérêts économiques sont substantiellement équivalents à ceux de cette personne.

SECTION 2 : REGLES PARTICULIERES AUX MARCHES REGLEMENTES

§ 1 : Informations périodiques

Article 9.2.2.2.1.1 – Rapport annuel

1. *Un émetteur publie son rapport financier annuel au plus tard quatre mois après la fin de chaque exercice et veille à ce que ce rapport reste à la disposition du public pendant au moins 10 ans. Le rapport annuel comprend :*

- a) *les états financiers;*
- b) *le rapport financier ; et*
- c) *les déclarations des personnes responsables au sein de l’émetteur dans le sens de l’alinéa 2.*

2. *Les personnes responsables au sein de l’émetteur, clairement identifiées par leurs noms et fonctions, doivent certifier que, à leur connaissance, les états financiers établis conformément au corps de normes comptables applicable donnent une image fidèle et honnête des éléments d’actif et de passif, de la situation financière et des profits ou pertes de l’émetteur et de l’ensemble des entreprises comprises dans la consolidation. Ces personnes doivent également certifier que le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l’évolution et des résultats de l’entreprise et de la situation de l’émetteur et de l’ensemble des entreprises comprises dans la consolidation, ainsi qu’une description des principaux risques et incertitudes auxquels ils sont confrontés.*

Article 9.2.2.2.1.2 – Etats financiers

1. *Les états financiers doivent être élaborés conformément aux normes comptables internationales applicables.*
2. *Ils contiennent au moins un bilan et un compte de profits et pertes résumés ainsi que des notes explicatives concernant ces comptes. Lorsqu'il établit le bilan et le compte de profits et pertes résumé, l'émetteur suit les mêmes principes de comptabilisation et d'évaluation que lorsqu'il établit les rapports financiers annuels.*
3. *Les états financiers font l'objet d'un audit. Le rapport d'audit, signé par la ou les personnes chargées de la vérification des états financiers, est intégralement communiqué au public, en même temps que le rapport financier annuel.*

Article 9.2.2.2.1.3 – Groupes de sociétés

Lorsque l'émetteur est tenu de tenir des comptes consolidés, les états financiers audités comprennent lesdits comptes consolidés ainsi que les comptes annuels de la société mère établis conformément au droit interne de l'État membre dans lequel celle-ci a son siège statutaire. Lorsque l'émetteur n'est pas tenu d'établir de comptes consolidés, les états financiers ayant fait l'objet d'un audit comprennent les comptes annuels établis conformément au droit interne de l'État membre dans lequel la société mère a son siège statutaire.

Article 9.2.2.2.1.4 – Rapport financier semestriel

1. *L'émetteur d'actions ou de titres de créance publie un rapport semestriel couvrant les six premiers mois de chaque exercice, le plus tôt possible après la fin de la période concernée et au plus tard trois mois après celle-ci. L'émetteur veille à ce que le rapport financier semestriel reste à la disposition du public pendant au moins dix ans.*
2. *Le rapport financier semestriel comprend :*
 - a) un jeu d'états financiers résumés ;*
 - b) un rapport de gestion intermédiaire ; et*
 - c) les déclarations des personnes responsables au sein de l'émetteur visées à l'article 9.2.2.2.1 alinéa 2.*
1. *Le rapport de gestion intermédiaire indique les évènements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur le jeu d'états financiers résumés. Il comporte également une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice. Pour les émetteurs d'actions, le rapport de gestion intermédiaire fait également état des principales transactions entre parties liées.*
2. *Si le rapport semestriel a fait l'objet d'un audit, le rapport d'audit est intégralement reproduit. La même règle s'applique aux rapports d'examen établis par un autre auditeur. Si le rapport financier semestriel n'a pas fait l'objet d'un audit ni d'un examen par un auditeur, l'émetteur le déclare dans son rapport.*

Article 9.2.2.2.1.5 - Rapport dans les industries extractives ou l'exploitation des forêts primaires

Les émetteurs opérant dans les industries extractives ou l'exploitation des forêts primaires sont tenus d'établir un rapport annuel sur les sommes versées aux gouvernements. Le rapport est rendu public au plus tard six mois après la fin de chaque exercice et reste à la disposition du public pendant au moins dix ans. Les sommes versées aux gouvernements sont versées sont déclarées à un niveau consolidé.

§ 2 : Informations continues

Article 9.2.2.2.2.1 – Obligation de notifier les franchissements de seuil

- 1. Lorsqu'une personne, seule ou de concert, vient à franchir, directement ou indirectement, un seuil prévu par le droit européen ou national, elle doit le notifier à l'émetteur et à l'autorité compétente.*
- 2. Cette obligation s'applique à tout transfert d'actions avec droit de vote qui sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou à tout transfert d'instruments dont l'effet est équivalent à un transfert de propriété desdites actions.*

Commentaire : L'article 2 pose la règle générale d'information sur les participations importantes. Il est basé sur les articles 9, 11, 13a, 19 (3) et 20 de la Directive Transparence (TrD) (Directive 2004/109/EC), les articles 7 à 12 de la Directive 2007/14/EC et ESMA/2005/1598.

L'information sur les modifications des participations importantes détenues dans des sociétés ayant émis des actions admises à la négociation sur un marché réglementé sont destinées à permettre aux investisseurs d'acquérir ou de céder des actions en ayant pleinement connaissance des changements intervenus dans la structure des droits de vote; cela devrait également renforcer l'efficacité du contrôle exercé sur les sociétés qui émettent des actions ainsi que la transparence globale du marché pour ce qui concerne les mouvements de capitaux importants (voir considérant 18 TrD).

TITRE 3 : LES OPERATIONS SUR LE MARCHE

CHAPITRE 1 : LA PROTECTION DE L'INVESTISSEUR

SECTION 1 : INTERMEDIATION OBLIGATOIRE

Article 9.3.1.1.1 – Obligations des intermédiaires financiers

- 1. Pour effectuer une transaction sur une plate-forme de négociation, l'investisseur doit recourir, sauf exceptions légales d'interprétation restrictive, à une entreprise agréée comme intermédiaire financier par les autorités matériellement et territorialement compétentes.*

2. *L'intermédiaire financier est soumis à des exigences de structure, de gouvernance, d'organisation opérationnelle, ainsi qu'à des obligations précontractuelles et contractuelles spécifiques envers l'investisseur tendant à la protection des intérêts de ce dernier.*

Article 9.3.1.1.2 – Objet du contrat conclu entre l'investisseur et l'intermédiaire financier

- Le contrat conclu entre l'investisseur et l'intermédiaire financier ne peut d'avoir d'autre objet, à titre principal, que la réception et transmission d'ordres, l'exécution d'ordres au nom de clients, la négociation pour compte propre, la gestion de portefeuille ou le conseil en investissement.*
- Le contrat conclu entre l'investisseur et l'intermédiaire financier peut inclure d'autres prestations si elles sont auxiliaires à l'objet principal.*

Commentaire : Voir l'article 2 de la directive MIF 2014/65/UE, ainsi que le règlement délegué 2017/592/UE.

SECTION 2 : LES OBLIGATIONS PRECONTRACTUELLES ET CONTRACTUELLES DE L'INTERMEDIAIRE FINANCIER ENVERS L'INVESTISSEUR

Article 9.3.1.2.1 – Informations correctes, claires et non trompeuses

- L'intermédiaire financier a l'obligation de fournir à l'investisseur potentiel des informations correctes, claires et non trompeuses portant sur les caractéristiques de son entreprise, les méthodes d'analyse du marché sur lesquelles il se fonde ou entend se fonder, les frais et les coûts inhérents à ses prestations, ainsi que les modalités de paiement de ceux-ci par l'investisseur.*
- Lorsque les informations fournies par l'intermédiaire financier sont de nature publicitaire, elles sont identifiées comme telles.*

Article 9.3.1.2.2 – Portée des informations fournies à l'investisseur

- Lors de la négociation du contrat, l'intermédiaire financier fournit à l'investisseur potentiel, gratuitement, sous une forme compréhensible et sur support durable, les informations utiles à ce dernier pour prendre une décision éclairée, quant à la portée du service proposé, les caractéristiques des instruments financiers concernés et les risques éventuels qui y sont afférents.*
- Avant la conclusion d'un contrat, l'intermédiaire financier doit, selon le type de produit ou service proposé, se renseigner sur le profil de son client afin de s'assurer que le produit ou service proposé est adapté à celui-ci. En application de ses obligations professionnelles, l'intermédiaire financier donne à l'investisseur les informations pertinentes, prenant en compte le profil de l'investisseur et le produit ou service proposé.*

Article 9.3.1.2.3 – Contenu du contrat conclu entre l'investisseur et l'intermédiaire financier

- 1. Le contrat conclu entre l'investisseur et l'intermédiaire financier contient la description précise du service à exécuter par l'intermédiaire financier, des instruments financiers concernés et de leurs caractéristiques, du type de transactions envisagé, ainsi que des droits et obligations des parties et des modalités de leur exécution.*
- 2. L'intermédiaire financier transmet à l'investisseur et conserve, sous sa responsabilité, pendant le temps nécessaire à l'exécution du contrat et, le cas échéant, au traitement d'un différend relatif à celui-ci, l'ensemble des documents pré-contractuels et contractuels relatifs à la négociation, la conclusion, l'exécution et à la fin du contrat, sous une forme compréhensible et sur support durable. Cette forme est prescrite à peine de nullité pour les documents contractuels lorsque le profil de l'investisseur indique que celui-ci ne dispose pas de compétences ou d'expérience récente suffisantes au sujet des marchés financiers.*

Article 9.3.1.2.4 – Exécution du contrat par l'intermédiaire financier dans le meilleur intérêt de l'investisseur

- 1. L'intermédiaire financier exécute ses obligations dans le meilleur intérêt de l'investisseur.*
- 2. Sauf clause contraire expresse, le meilleur intérêt de l'investisseur s'apprécie, à titre principal, en fonction des résultats financiers obtenus pour l'investisseur à la suite du service exécuté par l'intermédiaire financier.*
- 3. L'intermédiaire financier veille en tout temps et en toutes circonstances à ce que le service soit exécuté au moindre coût pour l'investisseur.*

Article 9.3.1.2.5 – Prévention des conflits d'intérêts

- 1. L'intermédiaire financier veille à ce qu'aucun conflit d'intérêts, direct ou indirect, n'entrave l'exécution du contrat dans le meilleur intérêt de l'investisseur.*
- 2. Lorsque la survenance d'un conflit d'intérêts, direct ou indirect, ne peut être évitée, l'intermédiaire financier en informe de manière transparente et immédiate l'investisseur concerné et n'exécute le service qu'avec le consentement spécifique et éclairé de l'investisseur, moyennant le respect de mesures propres à amoindrir les conséquences dommageables du conflit d'intérêts pour celui-ci.*
- 3. L'intermédiaire financier conserve, sous une forme compréhensible et sur support durable, l'historique des mesures prises en cas de survenance d'un conflit d'intérêts et le tient gratuitement à la disposition de l'investisseur.*

Article 9.3.1.2.6 – Conservation des espèces

- 1. L'intermédiaire financier conserve, sous sa responsabilité, les espèces versées par, ou destinées à l'investisseur ou à un tiers que celui-ci indique de manière expresse, sur un compte spécial distinct de son propre patrimoine.*
- 2. L'intermédiaire financier ne conserve ces espèces que dans la mesure et pendant le temps nécessaire à l'exécution du contrat dans le meilleur intérêt de l'investisseur et les lui restitue ensuite ou les verse au tiers que celui-ci indique de manière expresse.*

CHAPITRE 2 : LES OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT

Article 9.3.2.1 – Définition

Une « offre publique d'achat » est une offre faite par toute personne, agissant seule ou de concert, aux détenteurs des titres d'une société en vue d'acquérir tout ou partie desdits titres dans l'objectif d'obtenir le contrôle de la société visée.

Article 9.3.2.2 - Défenses anti-offres publiques d'achat

Dans le cas d'une offre publique d'achat, l'organe d'administration ou de direction de la société cible doit s'abstenir de toute action susceptible de faire échouer l'offre, sauf autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires. Cette prohibition s'applique dans la période entre le lancement de l'offre jusqu'à la publication de son résultat. Exception est faite pour la recherche d'autres offres.

Article 9.3.2.3 – Offre publique obligatoire

- 1. Toute personne qui, agissant seule ou de concert, acquiert 30% des actions d'une société ou des droits de vote, est dans l'obligation de faire une offre d'achat pour l'acquisition de tous les titres.*
- 2. L'offrant doit proposer aux détenteurs de titres une juste contrepartie.*
- 3. L'obligation de faire une telle offre n'est pas applicable lorsque le contrôle a été acquis à la suite d'une offre volontaire conforme à l'alinéa 2 de l'article 9.3.2.4.*

Article 9.3.2.4 – Retrait et rachat obligatoire

- 1. La personne qui acquiert des titres de capital conférant au moins 90% de droits de vote peut exiger des actionnaires minoritaires qu'ils lui vendent leurs titres pour un juste prix.*
- 2. Lorsqu'une offre a été adressée à tous les détenteurs de titres de la société visée pour la totalité de leurs titres, un détenteur de titres restants peut exiger de l'offrant qu'il rachète ses titres pour une juste contrepartie.*
- 3. Ces droits doivent être exercés dans un délai de trois mois après la fin de la période d'acceptation de l'offre.*

Commentaire : Cet article résume les articles 15 et 16 de la Directive 2004/25/CE du Parlement Européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition (Directive OPA).

CHAPITRE 3 : LES VENTES A DECOUVERT

SECTION 1 : REGLES GENERALES

Article 9.3.3.1.1 – Champ d'application

La présente section s'applique aux actions qui sont admises à la négociation sur un marché réglementé ou un MTF et aux titres de dette souveraine.

Article 9.3.3.1.2 – Notion de vente à découvert

Une «vente à découvert» est la vente d'un instrument financier dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment où il conclut l'accord de vente. Est également considérée comme vente de découvert la situation dans laquelle le vendeur, au moment où il conclut l'accord de vente, a emprunté l'action ou le titre de créance ou accepté de l'emprunter pour le livrer au moment du règlement.

Article 9.3.3.1.3 – Notion de la position courte nette

- 1. La position courte nette est la position restante, après avoir déduit la position longue de la position courte détenue.*
- 2. Une position courte est la position résultant de la vente à découvert d'un instrument financier, ainsi que toute transaction créant un instrument dérivé ou établissant un lien avec l'instrument financier respectif et qui confère un avantage financier en cas de diminution du prix de l'instrument en question.*
- 3. Une position longue est la position qui résulte de la détention d'un instrument financier, ainsi que toute transaction créant un instrument dérivé ou établissant un lien avec l'instrument financier respectif et qui confère un avantage financier en cas d'augmentation du prix de l'instrument financier.*

COMMENTAIRE : V. l'Art. 3 du Règlement (UE) n° 236/2012 du Parlement européen et du Conseil du 14 mars 2012 sur la vente à découvert et certains aspects des contrats d'échange sur risque de crédit (SSR).

SECTION 2 : OBLIGATIONS DE TRANSPARENCE

Article 9.3.3.2.1 – Mesures de transparence

- 1. Toute personne détenant une position courte nette dans les instruments financiers régis par le présent Chapitre informe l'autorité compétente et publie des informations détaillées sur cette position lorsque celle-ci franchit un seuil déterminé par la réglementation.*
- 2. La publication s'effectue de manière électronique selon les modalités réglementaires et doit en tout état de cause permettre un accès rapide et non discriminatoire aux informations.*

Commentaire : Codification de l'Art. 2(1)(h), (j) et de l'Art. 5 SSR.

SECTION 3 : INTERDICTIONS

Article 9.3.3.3.1 – Interdiction de ventes à découvert non couvertes

Toute vente à découvert d'un instrument financier est interdite lorsque le vendeur n'a pas pris les mesures lui permettant de se faire transférer la propriété d'instruments financiers de même catégorie afin d'être en mesure de livrer les instruments financiers à l'échéance.

COMMENTAIRE : Comprend la définition dans l'Art. 2(1)b SSR en reprenant le principe d'interdiction compris dans l'Art 12 SSR, englobe également les règles pour les contrats d'échange sur défaut souverain dans l'Art. 14 (1) SSR, etc. Cette disposition, ainsi que les dispositions suivantes du présent chapitre, ont généralement vocation à s'appliquer aussi bien aux valeurs mobilières et titres de créance qu'aux produits dérivés y afférents.

Article 9.3.3.3.2 – Exceptions pour certaines transactions

1. *Nonobstant les articles précédents, sont notamment autorisés :*
 - a) *des activités de tenue de marché,*
 - b) *des opérations sur le marché primaire,*
 - c) *des opérations de stabilisation,*
2. *dans les conditions prévues par la réglementation financière en vigueur.*

Commentaire : Art. 5 du MAR ; tel que prévu par les Art. 17 et 18 SSR.

TITRE 4 : L'INTEGRITE DU MARCHE

Article 9.4.1 – Champ d'application

1. *Le présent titre s'applique aux instruments financiers négociés sur une plate-forme de négociation (marché réglementé, MTF ou OTF) ou qui ont fait l'objet d'une demande d'admission sur un marché réglementé ou un MTF, ainsi qu'aux instruments financiers dont la valeur dépend de celle d'un tel instrument. Il s'applique également aux participants au marché des quotas d'émission, aux plateformes d'enchères de quotas d'émission et aux produits basés sur ces derniers.*
2. *Le présent titre concerne les abus de marché, à savoir les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Ils sont susceptibles de donner lieu à des sanctions pénales ou administratives en application du règlement Abus de marché et des dispositions de droit national transposant la directive Abus de marché.*

CHAPITRE 1 : PROHIBITION DES OPERATIONS D'INITIES

Article 9.4.1.1 – Prohibition des opérations d'initiés

1. *Une personne ne doit pas :*
 - a) *effectuer ou tenter d'effectuer des opérations d'initiés;*

- b) recommander à une autre personne d'effectuer des opérations d'initiés ou l'inciter à effectuer une telle opération; ou
- c) divulguer illicitemente des informations privilégiées.

Commentaire : Cette disposition pose le principe de la prohibition des opérations d'initiés et de la divulgation illicite d'informations privilégiées.

Article 9.4.1.2 – Notion d'opération d'initié

1. *Une opération d'initié se produit lorsqu'une personne détient une information privilégiée et en fait usage en acquérant ou en cédant un instrument financier auquel cette information se rapporte. L'annulation ou la modification d'un ordre concernant un tel instrument est également réputée une opération d'initié si l'ordre avait été passé avant que la personne concernée ne détienne l'information privilégiée.*
2. *Pour les mises aux enchères de quotas d'émission ou d'autres produits mis aux enchères basés sur ces derniers, l'utilisation d'informations privilégiées comprend également la soumission, la modification ou le retrait d'une offre.*
3. *L'utilisation des recommandations ou des incitations constitue une opération d'initié lorsque la personne qui utilise la recommandation ou l'incitation sait, ou devrait savoir, que celle-ci est basée sur des informations privilégiées.*

COMMENTAIRE : Cette définition définit les différentes formes d'opérations d'initiés ainsi que les personnes présumées en possession d'informations privilégiées.

Article 9.4.1.3 – Notion d'information privilégiée

1. *Une « information privilégiée » est une information non-publique et précise, concernant l'émetteur ou l'instrument financier, qui est susceptible d'influencer de façon sensible le cours de l'instrument financier ou celui des produits dérivés liés à ce dernier. Une information est susceptible d'influencer le cours des instruments financiers de façon sensible lorsqu'un investisseur raisonnable l'utilisera comme un des fondements de sa décision d'investir.*
2. *Une étape intermédiaire d'un processus est réputée constituer une information privilégiée si cette étape, en soi, satisfait aux critères relatifs à l'information privilégiée visés à l'alinéa 1er.*
3. *Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres concernant des instruments financiers, toute information transmise par un client et ayant trait aux ordres en attente du client concernant des instruments financiers est aussi réputée être une information privilégiée.*

Commentaire : Cette disposition définit la notion d'information privilégiée, pour les émetteurs d'instruments financiers ainsi que pour les produits dérivés sur matières premières et les prestataires de services d'investissement chargés d'exécuter les ordres des clients (pour les besoins de la prévention du front running).

Article 9.4.1.4 – Exceptions

1. *Aux fins de l'article 9.4.1.2, une personne n'est pas considérée avoir utilisé une information privilégiée lorsque*
 - a) *il s'agit d'une personne morale et aucune personne physique qui a exercé une influence sur sa décision n'était en possession de l'information privilégiée ;*
 - b) *il s'agit d'un teneur de marché ou d'une personne habilitée à agir comme contrepartie pour l'instrument en question et la transaction s'effectue dans le cadre normal de l'exercice de sa fonction ;*
 - c) *lorsque la transaction est effectuée pour assurer l'exécution en bonne foi d'une obligation exigible résultant d'un ordre passé avant que la personne concernée n'obtienne une information privilégiée ; ou*
 - d) *lorsque la personne a appris l'information privilégiée dans le cadre d'une offre publique d'acquisition ou d'une fusion et l'utilise dans le seul but de mener à bien cette opération.*
2. *Le simple fait qu'une personne sache qu'elle a décidé d'acquérir ou de céder des instruments financiers ne constitue pas en soi une information privilégiée.*
3. *Le fait d'avoir révélé une information privilégiée à une autre personne n'est pas considéré comme une divulgation au sens de l'article 9.4.1.1 lorsque cette révélation a lieu dans l'exercice d'un travail, d'une profession ou de fonctions.*

Commentaire : Cette disposition liste les différents cas pouvant être considérés comme des comportements légitimes au regard de la prohibition des opérations d'initiés.

Article 9.4.1.5 – Liste d'initiés

1. *L'émetteur établit une liste de toutes les personnes qui ont accès aux informations privilégiées, et qui travaillent pour eux en vertu d'un contrat de travail ou exécutent d'une autre manière des tâches leur donnant accès à des informations privilégiées, tels que les conseillers, les comptables ou les agences de notation de crédit.*
2. *Il prend toutes les mesures raisonnables pour s'assurer que les personnes figurant sur la liste d'initiés reconnaissent par écrit les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.*

Commentaire : L'obligation de tenir une liste d'initiés s'applique aussi bien aux émetteurs qu'aux personnes agissant pour leur compte.

Article 9.4.1.6 – Contenu de la liste d'initiés

1. *La liste d'initiés contient à tout le moins :*
 - a) *l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées ;*
 - b) *la raison pour laquelle cette personne figure sur la liste d'initiés ;*
 - c) *la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilégiées ; et*

d) la date à laquelle la liste d'initiés a été établie.

Commentaire : Cette disposition impose un format uniformisé de ce que doit contenir la liste d'initié.

Article 9.4.1.7 – Mise à jour et conservation

1. L'émetteur met la liste d'initiés à jour rapidement dans les circonstances suivantes :
 - a) en cas de changement du motif pour lequel une personne a déjà été inscrite sur la liste d'initiés ;
 - b) lorsqu'une nouvelle personne a accès aux informations privilégiées et doit, par conséquent, être ajoutée à la liste d'initiés; et
 - c) lorsqu'une personne cesse d'avoir accès aux informations privilégiées.
2. Chaque mise à jour précise la date et l'heure auxquelles sont survenus les changements entraînant la mise à jour.
3. Les listes d'initiés sont conservés pour une période d'au moins cinq ans à compter de leur établissement ou leur mise à jour.

Article 9.4.1.8 – Exception

Les émetteurs dont les instruments financiers sont admis à la négociation sur un marché de croissance des PME sont dispensés d'établir une liste d'initiés, sous réserve qu'ils prennent toutes mesures raisonnables pour s'assurer que les personnes ayant accès à des informations privilégiées reconnaissent les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés, et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.

Commentaire : Cf. le Règlement (UE) 2019/2115 du Parlement européen et du Conseil du 27 novembre 2019 modifiant la directive 2014/65/UE et les règlements (UE) n° 596/2014 et (UE) 2017/1129 en ce qui concerne la promotion du recours aux marchés de croissance des PME.

CHAPITRE 2 : PROHIBITION DE LA MANIPULATION DE MARCHE

Article 9.4.2 – Prohibition de la manipulation de marché

1. La manipulation de marché et la tentative de manipulation de marché sont interdites.
 1. Aux fins du présent titre, la notion de "manipulation de marché" recouvre tout comportement
 - a) donnant des indications fausses ou trompeuses concernant l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, ou qui fixe le cours d'un instrument financier à un niveau artificiel; ou
 - b) recourant à des procédés fictifs ou toute autre forme de tromperie ou d'artifice afin d'influencer le cours d'instrument financier.

2. *Tout comportement manipulant le calcul d'un indice de référence constitue également une manipulation de marché. Des comportements conformes aux pratiques de marché admises ne sauraient être considérés comme une manipulation de marché au sens de la phrase précédente.*
3. *Les règles des alinéas 1 à 3 sont également applicables aux instruments dérivés sur matières premières ainsi qu'aux quotas d'émission.*

Commentaire : Le présent article est basé sur les Art. 12 et 15 MAR et réunit les deux règles dans une seule disposition. Puisque la définition de l'Art. 12 est déjà très détaillée, il n'est pas envisagé d'étendre la disposition présente à d'autres cas de figure.

DOCUMENT DE TRAVAIL POUR DISCUSSION PROVISOIRE