

# Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2019

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

[mafr@mafr.fr](mailto:mafr@mafr.fr)

[www.mafr.fr](http://www.mafr.fr)

# Leçon n°3

## Les abus de marché

Mercredi 13 février 2019

**L'abus est une notion juridique ancienne.**

**Préalable**

**A. La notion d'abus dans une conception classique du droit**

**B. La notion d'abus dans une conception classique du marché**

**I. L'objet premier de la répression : les « abus de marchés »**

**I. Les « auteurs » : l'aptitude à commettre des abus de marché**

**III. La « cause finale » : la qualité du marché et la sanction de l'illicite**

**L'abus est une notion juridique assez ancienne.**

Issue principalement de la **jurisprudence** et de la **doctrine**

- Cour de cassation: Req., 3 août 2015, *Clément-Bayard*

- *US Supreme Court* : 1909

**Idée classique :**

- **L'usage fautif d'un **droit subjectif** sans référence à une norme précise (ce n'est pas un « manquement »)**
- **L'usage fautif d'une information (**liberté d'expression et de communication**) sans référence à une norme précise**

## **A. Premier préalable : LA NOTION D'ABUS DANS UNE CONCEPTION CLASSIQUE DU DROIT ET DES MARCHÉS ORDINAIREMENT CONCURRENTIEL**

1. Le principe est la liberté d'action de la personne / Le législateur peut mais **droit** intervenir expressément pour proscrire l'action (« tout ce qui n'est pas expressément interdit est permis »). L'**abus de marché simplement concurrentiel** le détériore, est sanctionné Ex Post, la sanction répare le dommage à l'économie et restaure le marché concurrentiel
2. La personne est titulaire de droits et d'obligations : c'est sa définition (« sujet de droit ») ; elle agit « dans son droit »  
= Nécessité d'une démonstration de faute, d'une faute « qualifiée » (intention de nuire, faute grossière, écart par rapport au standard professionnel, au « bon père de famille », etc.)

## **B. Second préalable : INVERSION DANS LES MARCHÉS FINANCIERS QUI DOIVENT ETRE INTEGRÉS ET TRANSPARENTS**

1. Le principe est le maintien permanent de l'intégrité des marchés construits sur la confiance
2. Les comportements destructeurs de la confiance doivent non pas tant sanctionner qu'empêcher car ils détruisent par leur probabilité la confiance
3. Caractère **central** de la prohibition des comportements prohibés
4. Interprétation des principes en fonction de la finalité du principe de Régulation
5. Répression morale (droit pénal) et répression systémique (droit administratif répressif) Leçon n°4

**I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS**

**B. DÉDOUBLEMENT DU PÉNAL À L'ADMINISTRATIF**

**II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. LES GARDIENS A L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

**B. LES GARDIENS A L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

**I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS**

**B. DÉDOUBLEMENT DU PENAL A L'ADMINISTRATIF**

**II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. LES GARDIENS A L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

**B. LES GARDIENS A L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

# I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

## A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS

1. Comportements prohibés en ce qu'ils se soustraient à la règle du savoir partagé : l'opération par un « initié » grâce à une information privilégiée

- Réaction de la Cour Suprême à un cas (1909)
- Adoption d'une première loi aux États-Unis (1934) sur les délits d'initiés
- Reprise en Europe du dispositif d'incrimination du délit d'initié
- Cas *Pechiney-Triangle* 1989-1993
- Dédoublément par souci d'efficacité du « délit d'initié » et du « manquement d'initié »)
- Adoption d'une **directive** communautaire du 28 janvier 2003
- Adoption d'un **règlement et d'une directive** communautaire du 16 avril 2014 (MAR & MAD)
- Transposition par la loi française du 21 juin 2016, modifiant le CMF

**Article L465-1 du Code Monétaire et Financier :**

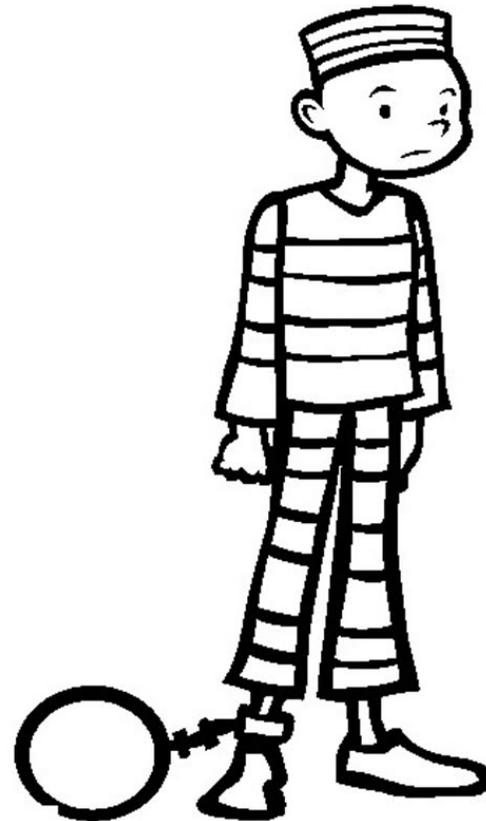
I. - A. - Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage, le fait, par le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation, par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause, de faire usage de cette information privilégiée en réalisant, pour elle-même ou pour autrui, soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées.

- Le fait incriminé : l'utilisation d'une « information privilégiée »
- L'information doit
  - Porter sur la valeur ou ses perspectives
  - Être suffisamment précise
  - Être suffisamment confidentielle
  - Être de nature à influencer la valeur sur le marché

- Le fait incriminé : l'utilisation d'une « information privilégiée »
- L'usage de cette information (le texte a intégré, cas après cas, tous les cas de figure / interprétation restrictive du droit pénal)

en réalisant, pour elle-même **ou pour autrui**, soit directement, **soit indirectement**, une ou plusieurs opérations ou en **annulant** ou en **modifiant** un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou **sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées**.

- Qui doit en répondre ? (l'aptitude pénale) : « l'initié »



**Article L465-1 du Code Monétaire et Financier :**

I. - A. - Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage, le fait, par le directeur général, le président, un membre du directoire, le gérant, un membre du conseil d'administration ou un membre du conseil de surveillance d'un émetteur concerné par une information privilégiée ou par une personne qui exerce une fonction équivalente, par une personne disposant d'une information privilégiée concernant un émetteur au sein duquel elle détient une participation, par une personne disposant d'une information privilégiée à l'occasion de sa profession ou de ses fonctions ou à l'occasion de sa participation à la commission d'un crime ou d'un délit, ou par toute autre personne disposant d'une information privilégiée en connaissance de cause, de faire usage de cette information privilégiée en réalisant, pour elle-même ou pour autrui, soit directement, soit indirectement, une ou plusieurs opérations ou en annulant ou en modifiant un ou plusieurs ordres passés par cette même personne avant qu'elle ne détienne l'information privilégiée, sur les instruments financiers émis par cet émetteur ou sur les instruments financiers concernés par ces informations privilégiées.

- Les initiés primaires : présomption « irréfragable » de connaissance
- Engendre un standard de comportement négatif : la « fenêtre négative » (obligation d'abstention le temps de l'opération)
- Les initiés secondaires  
Ceux qui ont une telle information privilégiée (« délit de conversation ») en raison de leur profession (conseil, par exemple, commissaires aux comptes)
- Les initiés tertiaires (ami, voisin de table).

I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS

2. Comportements prohibés en ce qu'ils faussent l'information donnée au marché: la diffusion de fausse information et la manipulation des instruments structurels des marchés (manipulation de cours ou d'indice)

## Article L465-3-2 CMF

- Prohibition de diffusion de fausses informations sur les marchés

### Article L.465-3-2

I. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article [L. 465-1](#) le fait, **par toute personne**, de diffuser, **par tout moyen**, des informations qui donnent des indications **fausses ou trompeuses** sur la **situation** ou les **perspectives** d'un **émetteur** ou sur l'**offre**, la **demande** ou le **cours** d'un **instrument financier** ou qui **fixent** ou **sont susceptibles de fixer le cours** d'un instrument financier à un niveau **anormal** ou **artificiel**.

## Interdiction de diffusion des fausses informations

- Interdiction faite à tous : Paris, 3 mars 2000, *KPMG*
- Elargissement avec les nouvelles technologies

Exemple de diffusions de faux communiqués par Internet : affaire Vinci, novembre 2016 : Communiqué de l'AMF de février 2017 agences de presse à compléter leurs procédures opérationnelles pour vérifier les noms de domaine et la syntaxe de l'adresse des courriels et vérifier ces informations auprès des diffuseurs agréés par l'AMF.

## Article L465-3-1 CMF

### Prohibition de manipuler les **cours**

- I. – A. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article L.465-1 le fait, par toute personne, de **réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui donne ou est susceptible de donner des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixe ou est susceptible de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier.**
- II. – Est également puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de réaliser une opération, de passer un ordre ou d'adopter un comportement qui affecte le cours d'un instrument financier, en ayant recours à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice.

## Article L465-3-3 CMF

### Prohibition de manipuler les **indices**

I. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article L.465-1 le fait, par toute personne:

1° De fournir ou de transmettre des données ou des informations fausses ou trompeuses utilisées pour calculer un **indice de référence** ou des informations de nature à fausser le cours d'un instrument financier ou d'un actif auquel est lié un tel indice ;

2° **D'adopter tout autre comportement aboutissant à la manipulation du calcul d'un tel indice.**

Constitue un indice de référence tout taux, indice ou nombre mis à la disposition du public ou publié, qui est déterminé périodiquement **ou** régulièrement par application d'une formule **ou** sur la base de la valeur d'un **ou** de plusieurs actifs **ou** prix sous-jacents, y compris des estimations de prix, de taux d'intérêt **ou** d'autres valeurs réels ou estimés, **ou** des données d'enquêtes, et par référence auquel est déterminé le montant à verser au titre d'un instrument financier ou la valeur d'un instrument financier.

## Article L465-3-3 CMF

### Prohibition de manipuler les **indices**

Exemple de l'affaire de la manipulation par entente sur l'indice du Libor et Euribor

Multiples condamnations pénales, administratives, civiles

La BCE en 2020 va monopoliser l'émission de l'Euribor

**I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS**

**B. DÉDOUBLEMENT DU PÉNAL À L'ADMINISTRATIF**

**II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

**A. LES GARDIENS A L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

**B. LES GARDIENS A L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

## I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

### B. DÉDOUBLEMENT DU PÉNAL À L'ADMINISTRATIF

- Efficacité et/ou double nature d'une Infraction et d'un Manquement
- Sanction pénale et sanction administrative : tous les délits sont dédoublés en manquement
  - Champ plus large pour le manquement
  - Interprétation différente et cumulée
- Légitimité du cumul de sanctions pour un même fait
- **Affrontement** du raisonnement du droit classique et du Droit de la régulation

## Le cas EADS

- Sanction administrative et sanction pénale : manquement d'initié et délit d'initié
- CEDH, 4 mars 2014, *Grande Steven c/Italie* ; principe *non bis in idem*
- L'indifférence française
- Cons. Const., 18 mars 2015, *EADS*
- Loi du 21 juin 2016 sur l'embranchement de la procédure entre les deux voies

Article L.465-3-6 CMF : I. – Le procureur de la République financier ne peut mettre en mouvement l'action publique pour l'application des peines prévues à la présente section lorsque l'Autorité des marchés financiers a procédé à la notification des griefs pour les mêmes faits et à l'égard de la même personne en application de l'article L. 621-15.

L'Autorité des marchés financiers ne peut procéder à la notification des griefs à une personne à l'encontre de laquelle l'action publique a été mise en mouvement pour les mêmes faits par le procureur de la République financier pour l'application des peines prévues à la présente section.

II. – Avant toute mise en mouvement de l'action publique pour l'application des peines prévues à la présente section, le procureur de la République financier informe de son intention l'Autorité des marchés financiers. Celle-ci dispose d'un délai de deux mois pour lui faire connaître son intention de procéder à la notification des griefs à la même personne pour les mêmes faits.

Si l'Autorité des marchés financiers ne fait pas connaître, dans le délai imparti, son intention de procéder à la notification des griefs ou si elle fait connaître qu'elle ne souhaite pas y procéder, le procureur de la République financier peut mettre en mouvement l'action publique.

Si l'Autorité des marchés financiers fait connaître son intention de procéder à la notification des griefs, le procureur de la République financier dispose d'un délai de quinze jours pour confirmer son intention de mettre en mouvement l'action publique et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris. A défaut, l'Autorité des marchés financiers peut procéder à la notification des griefs.

III. – Avant toute notification des griefs pour des faits susceptibles de constituer un des délits mentionnés à la présente section, l'Autorité des marchés financiers informe de son intention le procureur de la République financier. Celui-ci dispose d'un délai de deux mois pour lui faire connaître son intention de mettre en mouvement l'action publique pour les mêmes faits et à l'encontre de la même personne.

Si le procureur de la République financier ne fait pas connaître, dans le délai imparti, son intention de mettre en mouvement l'action publique ou s'il fait connaître qu'il ne souhaite pas y procéder, l'Autorité des marchés financiers peut procéder à la notification des griefs.

Si le procureur de la République financier fait connaître son intention de mettre en mouvement l'action publique, l'Autorité des marchés financiers dispose d'un délai de quinze jours pour confirmer son intention de procéder à la notification des griefs et saisir le procureur général près la cour d'appel de Paris. A défaut, le procureur de la République financier peut mettre en mouvement l'action publique.

IV. – Saisi en application des II ou III du présent article, le procureur général près la cour d'appel de Paris dispose d'un délai de deux mois à compter de sa saisine pour autoriser ou non le procureur de la République financier à mettre en mouvement l'action publique, après avoir mis en mesure le procureur de la République financier et l'Autorité des marchés financiers de présenter leurs observations. Si le procureur de la République financier n'est pas autorisé, dans le délai imparti, à mettre en mouvement l'action publique, l'Autorité des marchés financiers peut procéder à la notification des griefs.

.....

**I. LA GARDE DE L'INTEGRITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS PAR LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

- A. NOMENCLATURE DES COMPORTEMENTS PROHIBÉS**
- B. DÉDOUBLEMENT DU PÉNAL A L'ADMINISTRATIF**

**II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ**

- A. LES GARDIENS A L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**
- B. LES GARDIENS A L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

## II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

### **A. LES GARDIENS À L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

Les « initiés primaires » : de l'obligation de se taire à l'obligation de parler (le cas Tesla, juillet 2018)

- Les commissaires aux comptes : leur rôle et leur statut
- Livre vert sur l'audit ; réforme de l'audit
- Les premiers « lanceurs d'alerte » : diffuseur de l'information exacte
- Les commissaires aux comptes et la loi PACTE en discussion 2019
- Pourquoi seuls les marchés financiers devraient-ils être « intègres »?
- Loi du 9 décembre 2016 *de modernisation de l'économie (dite Sapin 2)* : les « lanceurs d'alerte »

## II. LES GARDIENS DE LA PRÉVENTION ET LA SANCTION DES ABUS DE MARCHÉ

### **B. LES GARDIENS A L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**

Les « actions collectives »

- Montre la difficulté à acculturer les « class actions » (réussie au R.U. pour le délit de manipulation du Libor en juillet 2017),  
*l'accountability*, etc.
- Action collective : Loi du 17 mars 2014 *sur la consommation* (Loi dite « Hamon »). La greffe ne prend pas.
- Agences de notation ?
- On en reste au Droit classique :
  - Droit des sociétés (leçon 5)
  - Droit répressif (leçon 4)

## Conclusion

**La sanction des « abus » est un « outil » de régulation (*toolbox*) parmi d'autres.**

**Elle vise à la qualité de l'information.**

**Exemple : délit de « faux bilan » = obligation d'un « bilan exact, fidèle et sincère », mais plus encore « vrai », puisque non-faux ?**

**C'est le même « gant » de l'obligation centrale : informer le marché en temps utile pour :**

**la protection des investisseurs et autres « parties prenantes »**

**l'efficience et l'intégrité des marchés financiers**

**La répression est au cœur de la Régulation bancaire et financière.**