

Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2018

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

mafr@mafr.fr

www.mafr.fr

Leçon n°2



Les abus de marché

Mercredi 8 février 2018

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**) sans référence à une norme précise**

A. Premier préalable : LA NOTION D'ABUS DANS UNE CONCEPTION CLASSIQUE DU DROIT

1. Le principe est la liberté d'action de la personne / Le législateur peut mais **doit** intervenir expressément pour proscrire l'action
2. La personne est titulaire de droits et d'obligations : c'est sa définition (« sujet de droit »)
3. 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 : LA NOTION D'ABUS DANS UNE CONCEPTION CLASSIQUE DU MARCHÉ

1. Le principe est la liberté d'entreprendre et la libre concurrence / La loi peut, mais le doit expressément, prescrire des interdictions : les **abus** et les « **manquements** »
2. **Liste** des comportements prohibés sur les marchés gouvernés par la « simple concurrence », par les marchés financiers et bancaires qui sont « par nature régulés »
3. Caractère **exceptionnel** des comportements prohibés
4. **Interprétation des principes en fonction de la finalité du principe de**

- Réaction à un cas 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
- Dédoublage 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

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

A. DÉFINITION ET TYPE D'ABUS DE MARCHÉ

1. Naissance et évolution du droit des abus de marché

- Evolution « macédonienne » : cas et lois
- *Hard Law* et *Soft Law*
- Evolution lente
- Evolution internationale
- Evolution unifiée
- Evolution dominée par la pensée anglaise et américaine

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

A. DÉFINITION ET TYPE D'ABUS DE MARCHÉ

2. Caractéristique du Droit des abus de marché (*Market Abuse*)

- Considérant 7 du Règlement MAR :
« La notion d’abus de marché recouvre tout comportement illicite sur un marché financier, et, aux fins du présent règlement, il convient d’entendre par cette notion les opérations d’initiés, la divulgation illicite d’informations privilégiées et les manipulations de marché. »

Ces comportements empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable aux négociations sur des marchés financiers intégrés pour tous les acteurs économiques.

I. L’OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

A. DÉFINITION ET TYPE D’ABUS DE MARCHÉ

3. Définition générale de l’abus de marché

• Considérant 7 du Règlement MAR :
« La notion d'abus de marché recouvre **tout comportement illicite sur un marché financier**, et, aux fins du présent règlement, il convient d'entendre par cette notion les **opérations d'initiés**, la **divulgaration illicite d'informations privilégiées** et les **manipulations de marché**. »

Ces comportements empêchent une transparence intégrale et adéquate du marché, qui est un préalable aux négociations sur des marchés financiers intégrés pour tous les acteurs économiques.

« **définition** » à l'anglaise

- (« aux fins du présent règlement »)

Trois approches cumulées :

- Une **définition** : comportement illicite sur un marché financier
- Une **typologie** (3)
- Une **téléologie**

= Ouvre du champ de discrétion au juge

Mais Or, nous sommes dans le champ de la **répression**

- Les « opérations d'initié »
- 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

Contentieux abondant sur le caractère « précis » et sur le caractère « confidentiel »

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

A. DÉFINITION ET TYPE D'ABUS DE MARCHÉ

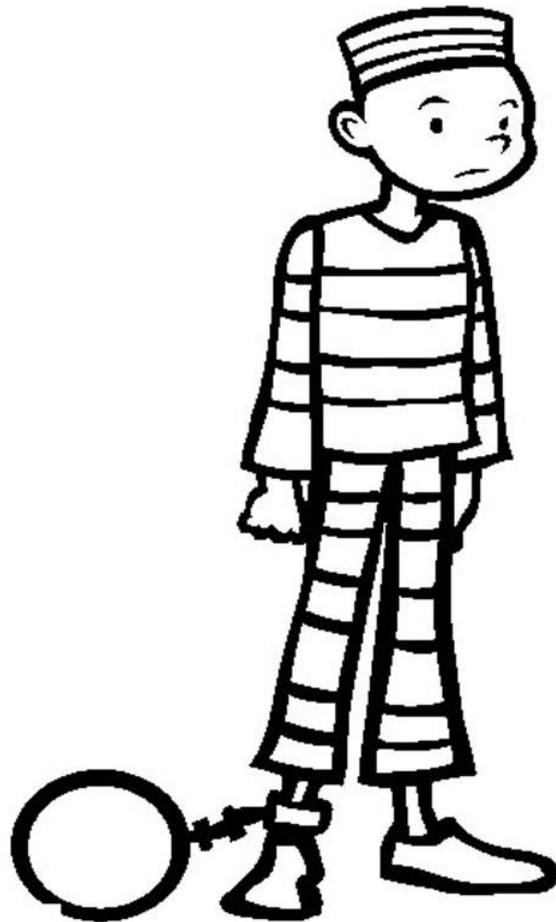
4. La typologie des abus de marché

- **La diffusion de fausses informations**
 - toute information
 - par tout moyen
- **La manipulation de marché**
 - manipulation de cours
 - manipulation des indices (Libor, Euribor)

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

A. DÉFINITION ET TYPE D'ABUS DE MARCHÉ

4. La typologie des abus de marché



I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

B. APTITUDE A COMMETTRE DES ABUS DE MARCHÉ

1. La notion d' « aptitude pénale »

- Les initiés primaires :
présomption « irréfragable »
- Le standard de comportement négatif : la « fenêtre négative »
- Les initiés secondaires. Ceux qui ont une telle information privilégiée (« délit de conversation »)

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

B. APTITUDE À COMMETTRE DES ABUS DE MARCHÉ

2. Les titulaires de l'information : les « initiés »

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 commissaires aux comptes
- La sanction pour diffusion de fausse information
- Paris, 3 mars 2000, *KPMG*
- C.E., 20 juin 2016, *Société Bryan A. C/AMF*

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

B. APTITUDE À COMMETTRE DES ABUS DE MARCHÉ

3. Les gardiens de l'information

- La transformation du rôle des auditeurs

- Le cas *Enron*

I. L'OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

C. APTITUDE À FAIRE CONNAITRE LES ABUS DE MARCHÉ

1. Les pourvoyeurs de l'information

- Le cas Enron
- Les « lanceurs d’alertes »
- Du système américain à la loi dite « Sapin II » du 9 décembre 2016
- De la loi Sapin II à la loi Vigilance

I. L’OBJET PREMIER DE LA RÉPRESSION : LES « ABUS DE MARCHÉ »

C. APTITUDE À FAIRE CONNAITRE LES ABUS DE MARCHÉ

1. Les pourvoyeurs de l’information

- L'affaire BNPP, settlement
27 juin 2014
- L'articulation entre la
Régulation financière et la
Régulation bancaire
américaine
- La question du monétaire

II. LA SANCTION EFFECTIVE DES ABUS DE MARCHÉ

A. DROIT AMÉRICAIN, DROIT EUROPÉEN, DROIT FRANÇAIS

1. L'extra-territorialité du droit américain

- L'acquis de l'Union bancaire
- La construction de l'Europe des marchés financiers
- La construction de l'Europe des marchés financiers par l'Europe de la sanction des Abus de marché (considérant 7 du règlement MAR)

II. LA SANCTION EFFECTIVE DES ABUS DE MARCHÉ

A. DROIT AMÉRICAIN, DROIT EUROPÉEN, DROIT FRANÇAIS

2. L'enjeu de la construction européenne

- Faute et Manquement
- Sanction pénale et sanction administrative
- Légitimité du cumul de sanctions ?
- **Affrontement** du raisonnement du droit classique et du Droit de la régulation

II. LA SANCTION EFFECTIVE DES ABUS DE MARCHÉ

B. LES BRANCHES DU DROIT À L'ŒUVRE

1. Droit pénal et Droit administratif

Le cas EADS

- Sanction administrative et sanction pénale
- CEDH, 4 mars 2014, *Grande Steven c/Italie*
- L'indifférence française
- Cons. Const., 18 mars 2015, *EADS*
- Loi du 21 juin 2016 sur l'embranchement de la procédure entre les deux voies

- Abus de majorité et abus de minorité
- Responsabilité civile
 - *Class action*
 - Action collective : Loi du 17 mars 2014 *sur la consommation (Loi dite « Hamon »*

II. LA SANCTION EFFECTIVE DES ABUS DE MARCHÉ

B. LES BRANCHES DU DROIT À L'ŒUVRE

2. Droit des sociétés et Droit civil

Conclusion

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

Elle vise à la qualité de l'information

C'est le même « gant » de l'obligation d'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