

Droit de la régulation bancaire et financière

Cours magistral du semestre de printemps 2021

Marie-Anne Frison-Roche

Professeur des Universités, Sciences Po (Paris)

mafr@mafr.fr

www.mafr.fr

Leçon n°3



Les abus de marché

Mercredi 10 février 2021

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 CONCURRENTIELS

1. Le principe est la liberté d'action de la personne / Le législateur peut mais **doit** 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, à la « personne normalement diligente », etc.)

B. Second préalable : INVERSION DANS LES MARCHÉS FINANCIERS QUI DOIVENT ÊTRE INTÉGRÉS 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** (raisonnement téléologique)
5. Répression morale (droit pénal) et répression systémique (droit administratif répressif) - Leçon suivante

I. LA GARDE DE L'INTÉGRITÉ 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 À L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

B. LES GARDIENS À L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

I. LA GARDE DE L'INTÉGRITÉ 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 À L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

B. LES GARDIENS À L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

I. LA GARDE DE L'INTÉGRITÉ 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 des États-Unis 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
- Puis 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 :

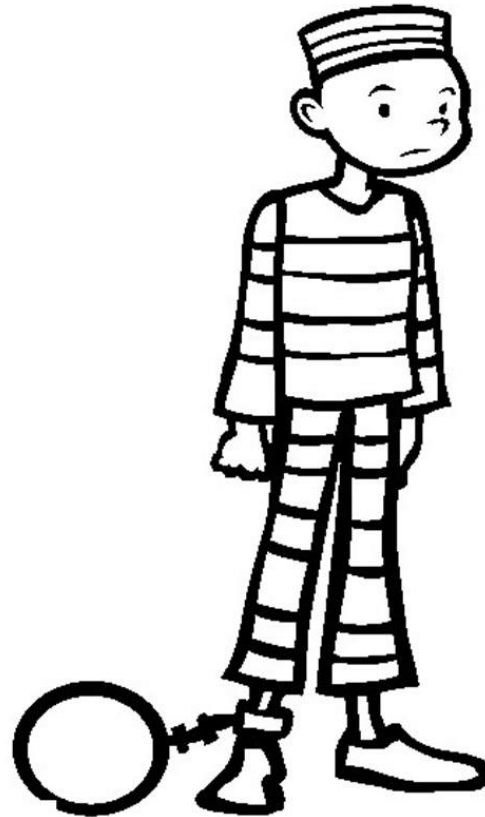
I. - A. - Est puni de cinq ans d'emprisonnement et de 100 millions d'euros d'amende, ce montant pouvant être porté jusqu'au décuple du montant de l'avantage retiré du délit, sans que l'amende puisse être inférieure à cet avantage, le fait, par **le directeur général, le président, un membre du directoire, 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 ; listé par le CMF
- 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 en raison notamment de leur profession (conseil, par exemple, commissaires aux comptes)
- Les initiés **tertiaires** (« délit de conversation », ami, voisin de table).
- Cas : quid d'un voisin dans l'Eurostar ? = manquement d'initié ? :
AMF, Commission sanctions, 29 avril 2019, *Iliad* ; Paris, 4 juin 2020 ; pourvoi en cours

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 :
 - Cas : les auditeurs : Paris, 3 mars 2000, *KPMG*
 - Cas : les agences de presse : AMF, 11 décembre 2019, *Bloomberg*
- Elargissement avec les nouvelles technologies
- Non seulement cas *Bloomberg* (appel en cours) mais problématique de la « cybercriminalité boursière »
- Le « cyber manquement d'initié »
- Le « droit répressif des marchés financiers » se détache du Droit pénal (leçon suivante : que reste-t-il du Droit pénal ?)
 - Nature systémique
 - Nature technologique

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 (Commission européenne 2016 pour l'Euribor, sur la base du Droit de la concurrence ; articulation Droit commun et Droits spéciaux – cf. leçon précédente « résolution » et « procédures collectives »)

Multiples condamnations pénales, administratives, civiles

Décision de disparition des indices critiques de références au 1^{er} janvier 2020 ;
décision de report en février 2019 : 2 ans pour organiser la transition

Difficulté d'émettre des indices « adéquat » et « impartiaux » (cœur de la Régulation)

Disparition du Libor fin 2021 ; maintien de l'Euribor sur une autre méthodologie (pas des estimations, mais des transactions effectives)

I. LA GARDE DE L'INTÉGRITÉ 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 À L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

B. LES GARDIENS À L'EXTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ

I. LA GARDE DE L'INTÉGRITÉ 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'INTÉGRITÉ 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 À L'INTÉRIEUR DE LA SOCIÉTÉ**
- B. LES GARDIENS À 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.

AMF : la sanction des abus a pour but « la transparence des marchés financiers »

- Les commissaires aux comptes : leur rôle et leur statut
- Livre vert sur l'audit ; réforme de l'audit
- Le personnage nouveau : le « lanceur d'alerte » : Loi du 9 décembre 2016 dite « Sapin 2 » ; Directeur du 9 octobre 2020
- Le diffuseur « désintéressé et de bonne foi » de l'information cachée et exacte

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

B. LES GARDIENS À 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 ; directive du ...
- Action en responsabilité contre les 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.