

MANIPULATION ET ABSENCE D'INTENTIONNALITÉ : CONSÉCRATION OU ÉVOLUTION ?



JEAN-PHILIPPE PONS-HENRY
Avocat à la Cour
Cabinet Gide

Peut-on manipuler le marché sans le vouloir ? La question n'est pas nouvelle, mais le législateur européen et la jurisprudence française semblent y avoir apporté une réponse définitivement positive. Retour sur trente années d'hésitations.

1. À première vue, la lancinante question du caractère purement matériel – ou non – des manipulations de marché, objet de flux et de reflux textuels, jurisprudentiels et doctrinaux, semble avoir été définitivement tranchée par le législateur européen dans les nouveaux règlement¹ et directive² Abus de marché (respectivement MAR et MAD II), récemment entrés en vigueur. MAD II en particulier, qui précise de manière générale que les sanctions pour les violations de MAR « n'exigent pas que l'intention soit démontrée », envisage même explicitement l'hypothèse d'une manipulation de marché commise par imprudence.

2. Mais pour saisir la portée véritable des nouveaux textes sur cette épineuse problématique, un retour s'impose sur son évolution au cours des trente dernières années. Le point de départ de cette rétrospective est loin d'être arbitraire : il y a trente ans très précisément, la manipulation de cours n'était en France passible ni de sanction pénale, ni de sanction administrative.

Pas de sanction pénale, car une ordonnance du 1^{er} décembre 1986 relative à la liberté des prix et de la concurrence avait abrogé l'article 419, alinéa 2, de l'ancien Code pénal et, par erreur dit-on, dépénalisé la manipulation de cours. Pas de sanction administrative, car la Commission des opérations de Bourse n'avait pas encore été dotée d'un pouvoir de sanction.

3. C'est donc avec la loi du 22 janvier 1988 que débute l'analyse, celle qui a réintroduit le délit de manipulation de cours. Le texte d'incrimination alors retenu par le législateur, résolument plus moderne que celui qui prévalait dans le code de 1810, consacrait explicitement le caractère intentionnel de l'infraction³, avant que le nouveau Code pénal ne vienne expressément poser par la suite le principe d'intentionnalité des délits⁴.

4. Le manquement apparaît quant à lui en 1990, avec l'adoption du Règlement COB n° 90-04 dont l'article 3 disposait que « les ordres transmis sur le marché ne doivent pas avoir pour objet d'entraver l'établissement du prix sur ce marché ni d'induire autrui en erreur ». Par ce texte, la COB entendait définir une incrimination objective, soulignant que contrairement au délit, qui exigeait « manœuvre et intention », le manquement pouvait selon elle être caractérisé par des agissements « non intentionnels »⁵.

Pourtant, en incriminant les ordres manipulateurs en fonction de leur objet et non de leur effet, la lettre du Règlement COB n° 90-04 semblait bien au contraire exiger implicitement la caractérisation de l'intention de leur auteur, celle précisément d'entraver l'établissement du prix sur le marché ou d'induire autrui en erreur, que ce but ait été atteint ou non.

C'est précisément le constat qu'a fait quelques années plus tard la Commission des sanctions de la nouvelle Autorité des marchés financiers, qui, dans une décision du 26 janvier 2006, a affirmé que « la constitution du manquement prévu par l'article 3 du règlement COB n° 90-04 comportait un élément intentionnel »⁶.

5. Mais ce constat se doublait d'un autre, miroir du premier : celui selon lequel la caractérisation de la mani-

1. Règlement UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché.

2. Directive 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché.

3. Plus précisément, l'article 17 de la loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 a introduit un article 10-3 dans l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui disposait : « Sera punie des peines prévues au premier alinéa de l'article 10-1 toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché d'une valeur mobilière, d'un produit financier coté ou d'un contrat à terme négociable, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur. »

4. Article 121-3 du Code pénal.

5. Rapport annuel de la COB de 1990, p. 90.

6. Décision de la Commission des sanctions du 26 janvier 2006, SAN-2006-11.

pulation de cours désormais prévue par l'article 631-1^o du Règlement général de l'AMF, qui s'était entre-temps substitué au Règlement COB n° 90-04 et résultait de la transposition de la première directive abus de marché (MAD I), ne nécessitait précisément plus celle d'un élément intentionnel⁷.

Pour apprécier la portée de cette position, il convient de rappeler que le type de manipulation à laquelle elle se rapportait constituait l'une seulement des trois formes de manipulations de marché alors incriminées par le RGAMF, la seule pour laquelle une ambiguïté existait quant à son caractère intentionnel – ou non.

Il était en effet clair, d'une part, que la manipulation de cours par recours à « des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice » visée par l'article 631-1² RGAMF était par essence intentionnelle, et, d'autre part, que la manipulation par diffusion d'informations fausses ou trompeuses prévue à l'article 632-1 RGAMF ne l'était pas nécessairement puisque son auteur pouvait être sanctionné quand bien même il n'aurait pas su que les informations qu'il diffusait étaient erronées, dès lors, disait le texte, qu'il « aurait dû » le savoir.

S'agissant en revanche de l'article 631-1¹ RGAMF, il incriminait alors pour mémoire très exactement « le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres (a) qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou (b) qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou de plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel ».

À la lecture de ces dispositions qui, contrairement au Règlement COB n° 90-04, faisaient référence non pas à l'objet mais à l'effet des ordres, l'on pouvait aisément déduire que le but poursuivi par l'investisseur était devenu indifférent et que la caractérisation d'une intention n'était pas nécessaire à celle du manquement. Telle est précisément la conclusion à laquelle avait abouti la Commission des sanctions de l'AMF dans sa décision précitée, conclusion au demeurant partagée par la suite tant par la cour d'appel de Paris que par la Cour de cassation⁸.

6. Force est pourtant de constater que cette position n'a pas convaincu la doctrine, restée majoritairement dubitative à l'idée que l'on puisse envisager une manipulation de cours involontaire⁹, l'intention lui paraissant consubstantielle du concept même de « manipulation ».

Partageant manifestement ces doutes, le Conseil d'État a, par une décision remarquée du 20 mars 2013, jugé

qu'« une manipulation de cours est présumée avérée s'il est établi qu'une ou plusieurs interventions inhabituelles sur un marché ont eu pour objet et pour effet de fixer le cours d'instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel. Cette présomption est susceptible d'être renversée si la personne mise en cause établit la légitimité des raisons de ses interventions sur le marché »¹⁰.

Corrélativement et pour confirmer la décision de condamnation initialement prononcée par la commission des sanctions de l'AMF dans cette affaire, le Conseil d'État ne s'est pas arrêté au constat de ce que les interventions incriminées avaient eu pour effet de provoquer, en une seule séance de Bourse, une hausse de 42 % ayant fixé le cours du titre concerné à un niveau anormal. Il a également pris le soin de relever que tel était précisément leur objet, l'investisseur sanctionné ayant précisément eu pour objectif d'influencer le cours à la hausse afin de favoriser les conditions de cession de gré à gré d'un bloc de titres identiques, qu'il négociait en parallèle.

Cette adjonction prétorienne d'un élément constitutif à la manipulation de cours définie à l'article 631-1¹ RGAMF, tenant à l'objet des ordres poursuivis, a été immédiatement interprétée comme la reconnaissance par le Conseil d'État du caractère nécessairement intentionnel de cette forme de manipulation¹¹.

Et si elle n'a pas explicitement repris à son compte le considérant du Conseil d'État, la Commission des sanctions a donné le sentiment, dans les mois qui ont suivi, de s'aligner sur cette position, en intégrant à son analyse le but poursuivi par le manipulateur présumé¹².

7. C'est précisément en cet état de la jurisprudence française que le législateur européen adoptait, le 16 avril 2014, le paquet MAR/MAD II. À vrai dire, MAR n'apportait pas grand-chose au débat qui précède, reprenant en substance la définition des trois formes de manipulation de marché dégagées en son temps par MAD I. En revanche, un certain nombre de considérants de MAD II, destinés à expliciter l'articulation entre la répression pénale des abus de marché qu'elle avait vocation à promouvoir et leur répression administrative, imposée par MAR, venaient directement percuter le raisonnement suivi l'année précédente par le Conseil d'État.

Comme on le soulignait à titre liminaire, le considérant 23 de MAD II expose en effet de manière générale que les sanctions pour les violations de MAR « n'exigent pas que l'intention soit démontrée », tandis qu'aux termes du considérant 21, une manipulation de marché peut bel et bien être commise par « imprudence », sans donc qu'une quelconque intention manipulative puisse être retenue à l'encontre de son auteur¹³.

7. Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché).

8. CA Paris 24 septembre 2008, RG 2008/02369; Cass. com. 10 nov. 2009, n° 08-21073 rendus sur recours contre la décision de la Commission des sanctions du 20 décembre 2007, SAN-2008-09.

9. S. Loyrette, *Le Contentieux des abus de marchés*, Joly éd., 2007, n° 247 : « Seule l'intention du manipulateur d'affecter le niveau des cours permet de distinguer clairement son intervention d'une opération normale. » M. Tomasi, *Droit bancaire et financier : Mélanges AEDBF-France IV*, p. 439 et s. : « Ce qui différencie le manipulateur des autres investisseurs c'est l'intention de créer, par ces ordres, une agitation inhabituelle, afin d'inciter les autres intervenants à amplifier le mouvement de hausse. » ; D. Martin, E. Dezeuze, F. Bouaziz, *Les Abus de marché, Manquements administratifs et infractions pénales*, LexisNexis, 2013, p. 312 : « L'élément intentionnel protège [...] les investisseurs qui, par leurs opérations, influencent le cours de façon suffisamment importante pour être remarqués, mais en toute bonne foi. »

10. CE 20 mars 2013, n° 356476, soulignement ajouté

11. S. Torck, « Le manquement de manipulation de cours de l'article 631-1-1^o du règlement général AMF revêt un caractère intentionnel », *Droit des sociétés* n° 11, novembre 2013, 185 ; J.-P. Pons-Henry, « Manipulation de cours : le Conseil d'État consacre le caractère intentionnel du manquement », *BJB*, septembre 2013, 390.

12. Décision de la Commission des sanctions du 14 mars 2014, SAN-2014-01.

13. Très exactement, le considérant 21 de MAD II indique que les États membres peuvent « prévoir que la manipulation de marché constitue une infraction pénale si elle résulte d'une imprudence ou d'une faute grave ». Il convient néanmoins de souligner que le législateur français n'a pas retenu cette option. La loi n° 2016-819 du 21 juin 2016, qui a transposé

8. L'adoption de ces deux textes semble avoir produit ses effets sur la Commission des sanctions de l'AMF, avant même leur entrée en vigueur : par la décision remarquée qu'elle a rendue le 4 décembre 2015 dans l'affaire *Virtu*, elle a en effet opéré un retour en arrière manifeste et explicite en faveur du caractère matériel du manquement de manipulation de cours¹⁴, en jugeant « que le manquement de manipulation de cours est, selon la réglementation, un manquement objectif qui peut être caractérisé sans qu'il soit besoin d'établir que l'auteur des faits avait une intention manipulatoire ».

En l'espèce, une société de trading pour compte propre avait déployé une stratégie d'arbitrage algorithmique trans-marchés, destinée à tirer profit d'écarts de prix entre plates-formes : l'algorithme passait un ordre d'achat (ou de vente) sur une plate-forme sur laquelle il avait détecté le meilleur prix, tandis qu'il passait quatre ordres passifs en sens inverse sur d'autres plates-formes, à un prix légèrement supérieur (ou inférieur), censés permettre le débouclage profitable du premier. Une fois la position débouclée par l'exécution d'un de ces quatre derniers ordres, les trois ordres restants étaient aussitôt annulés.

Si l'algorithme en cause conduisait structurellement à l'annulation d'un grand nombre d'ordres (trois quarts des ordres passifs introduits), il se distinguait nettement de ceux qui avaient pu conduire par le passé à la caractérisation et à la sanction de pratiques de *layering*. En l'espèce en effet, ces ordres ultérieurement annulés n'avaient pas pour objet d'alimenter artificiellement le carnet d'ordres pour provoquer un mouvement acheteur ou vendeur, mais correspondaient bien, au moment où ils étaient passés, à une véritable intention d'achat ou de vente : nulle intention manipulatoire donc.

Pour autant, la Commission des sanctions a retenu en substance que dans la mesure où, par construction, trois des quatre ordres passés avaient par construction vocation à ne pas être exécutés, la stratégie mise en œuvre par l'opérateur avait donné ou avait été susceptible de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre et la demande des instruments financiers concernés, au sens de l'article 631-1, 1°, RGAMF. Bien qu'à l'évidence, tel n'ait pas été son objet, la stratégie en cause a été jugée manipulatoire, et l'opérateur s'est vu infliger une sanction pécuniaire considérable, d'un montant de 5 millions d'euros.

Le Conseil d'État a été saisi d'un recours et devrait bientôt rendre sa décision dont c'est peu dire qu'on l'attend avec une grande impatience, ce d'autant plus que dans l'intervalle et depuis l'entrée en vigueur effective de MAR, le 3 juillet 2016, la Commission des sanctions de l'AMF est allée encore plus loin.

9. Par une décision *Getco* du 8 juillet 2016, elle a en effet sanctionné sur le fondement de la manipulation de cours un opérateur qui non seulement n'avait pas la moindre intention manipulatoire, mais qui n'avait au surplus pas même eu l'intention de passer les ordres incriminés, introduits par erreur sur le marché par l'algorithme qu'il avait programmé et qui souffrait d'un défaut de paramétrage¹⁵.

Pour résumer en quelques mots la situation, une incohérence affectait l'algorithme quant à l'assiette de calcul des contrôles de limites d'exposition qu'il opérait, selon que ce calcul était réalisé avant ou après la passation d'un ordre. Il en résultait que dans certaines situations, l'algorithme provoquait une boucle par laquelle un ordre était passé, puis immédiatement annulé avant d'être repassé, et ainsi de suite, le *bug* donnant ainsi naissance à des ordres dits « scintillants ».

Tout en reconnaissant qu'elle procédait d'une erreur de paramétrage, la Commission des sanctions a jugé que cette pratique avait, là encore, donné au marché des indications fausses ou trompeuses sur l'état véritable de l'offre et la demande. Et bien qu'elle ait, semble-t-il, tenu compte de l'absence d'intention dans l'appréciation du quantum de la sanction, elle n'en a pas moins, pour la première fois dans cette affaire, sanctionné une manipulation de cours par négligence.

Encore convient-il de souligner qu'elle l'a évidemment fait sous l'empire des textes anciens, puisqu'il faudra encore attendre quelque temps pour que les premières décisions soient rendues à raison de faits commis postérieurement à l'entrée en vigueur de MAR.

10. La Commission des sanctions a d'ores et déjà eu l'occasion, dans une très récente décision, d'examiner la problématique de l'éventuelle rétroactivité *in mitius* de certaines des dispositions de MAR relatives aux manipulations de cours, pour en conclure sans surprise que « le règlement MAR ne comporte aucune disposition dont l'application rétroactive conduirait à ériger l'intention manipulatoire en élément constitutif du manquement »¹⁶.

La cause semble donc entendue, au moins pour le régulateur français. Reste à attendre la position que prendront à l'avenir les juridictions de recours, à commencer par le Conseil d'État dans l'affaire *Virtu*¹⁷ : l'occasion de saisir la Cour de Justice de l'Union européenne d'une question préjudicielle, pour clore définitivement le débat ? ■

MAD II, n'a en effet pas érigé les délits de manipulation de marché prévus et réprimés aux articles L. 465-3-1 à L. 465-3-3 du Code monétaire et financier, en infraction non intentionnelles.

14. Décision de la Commission des sanctions du 4 décembre 2015, SAN-2015-20 comm. J. Chacornac, « Manquement d'une entreprise de marché à ses obligations professionnelles – Manipulation de cours par recours au trading algorithmique », *Revue de droit bancaire et financier*, janvier 2016, 45.

15. Décision de la Commission des sanctions du 8 juillet 2016, SAN-2016-11, comm. J. Chacornac, « Manquement de manipulation de cours », *Revue de droit bancaire et financier*, septembre-octobre 2016, 218.

16. Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société « 3Red Trading LLC » du 28 décembre 2016, SAN-2017-01.

17. Étant précisé qu'au grand dam des commentateurs, la décision *Getco* n'a, quant à elle, pas fait l'objet d'un recours.