

Présentation générale de la directive Abus de marché et de sa mise en œuvre



PIERRE-HENRI CONAC

Maître de conférences en droit privé
Université de Paris-I Panthéon-Sorbonne

La directive Abus de marché du 28 janvier 2003 constitue la première illustration de la mise en œuvre de la procédure Lamfalussy. Elle a donc donné lieu à l'adoption de nombreux textes communautaires et de droit français. L'un des apports les plus significatifs de la directive est l'obligation de mettre en place des mesures préventives des abus de marché. Leur non-respect pourrait entraîner la responsabilité disciplinaire ou administrative des professionnels ou des émetteurs concernés.

La directive Abus de marché fait penser, d'une certaine manière, au film *La Guerre des étoiles*. En effet, dans *La Guerre des étoiles*, les spectateurs peuvent parfois observer un vaisseau mère d'où, à certains moments, sortent de nombreux petits vaisseaux. Or, il existe une directive qui constitue le texte mère et qui pose les principes les plus importants, mais aussi un ensemble très riche de textes d'application communautaires et nationaux. Cet ensemble, formé par une directive cadre et de nombreux textes d'application, est une nouveauté en matière boursière.

La directive Abus de marché peut être considérée du point de vue du droit européen et du point de vue du droit français. Du point de vue du droit européen, elle s'inscrit dans le cadre du plan d'action pour les services financiers de mai 1999 (PASF) et constitue une application de la procédure Lamfalussy. Du point de vue du droit français, elle contient des nouveautés importantes, notamment en matière de mesures préventives.

- **L'insertion de la directive Abus de marché dans le PASF**
Cette directive s'inscrit dans le cadre du plan d'action de la Commission européenne pour les services financiers. Il avait été décidé dans le cadre du PASF qu'un certain nombre de réformes devaient être adoptées à la date limite de 2005. Ce plan a été validé par le Conseil européen de Lisbonne de mars 2000 et a donné lieu à la mise en œuvre d'un certain nombre de directives. Même s'il y a eu des

échecs relatifs, notamment la directive OPA qui a mis quinze ans à être adoptée et qui ne réalise qu'une harmonisation optionnelle en matière de défense anti-OPA, le PASF est d'une manière générale un succès. Il existe à ce jour cinq directives adoptées dans ce cadre : la directive Abus de marché du 28 janvier 2003¹, la directive Prospectus du 4 novembre 2003 – qui a été transposée par la loi Breton du 26 juillet 2005 –, la directive Marchés d'instruments financiers du 21 avril 2004², la directive sur les offres publiques d'acquisition du 21 avril 2004³, et la directive Transparence du 15 décembre 2004⁴.

- **L'insertion de la directive dans la procédure Lamfalussy**
La procédure Lamfalussy, adoptée par le Conseil européen de Stockholm de mars 2001 implique, en matière boursière, la mise en œuvre d'une procédure distinguant quatre niveaux. Tout d'abord, au niveau 1, le Parlement européen, le Conseil et la Commission adoptent des directives ou des règlements cadre selon une procédure de codécision. La procédure de codécision confère un droit de veto au Parlement européen. À ce stade, les textes ne posent que les grands principes, les règles générales. Il s'agit d'une certaine manière de l'application au niveau européen de la différence française entre le domaine de la loi et le domaine du règlement. L'avantage de la procédure est que dès lors qu'un texte général a été adopté, il n'est plus besoin de demander au Parlement de voter des mesures d'exécution

1. La date limite transposition de la directive Abus de marché était le 12 octobre 2004.

2. La directive Marchés d'instruments financiers (MIF) doit être transposée par une ordonnance qui devrait intervenir en 2006 ou janvier 2007 (art. 5, loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005).

3. La directive OPA a été transposée par une loi du 31 mars 2006.

4. La directive transparence doit être transposée d'ici le 15 janvier 2007. Elle a déjà été partiellement transposée, en ce qui concerne les franchissements seuils et les obligations d'information périodique, notamment par la loi Breton du 26 juillet 2005.

car leur adoption est renvoyée à la Commission européenne. Il y a donc un gain de temps et une plus grande flexibilité.

Puis, au niveau 2, les textes généraux sont précisés par des directives ou des règlements contenant des mesures techniques. Les textes sont adoptés par la Commission après avis du *Committee of European Securities Regulators* (CESR), qui est composé des autorités boursières nationales, et d'un vote favorable du Comité européen des valeurs mobilières, composé de représentants des États membres. Le CESR effectue systématiquement des consultations publiques sur Internet et organise même parfois des auditions publiques. Afin que le texte soit définitivement adopté, le Parlement ne doit pas y opposer son veto parce que les mesures d'exécution excéderaient les pouvoirs accordés à la Commission européenne. Le Parlement européen dispose pour exercer son veto d'un délai de trois mois.

Au niveau 3, est prévue une coopération entre les régulateurs nationaux. Les autorités boursières doivent coopérer pour mettre en œuvre les textes cadre et d'application, et le CESR peut émettre des directives non contraignantes ou des recommandations, afin d'assurer une harmonisation. En effet, les textes de niveau 2 peuvent être plus ou moins précis. De ce fait, si les deux premiers niveaux laissent une grande liberté aux États membres, le CESR assure une harmonisation. Par exemple, le contenu du formulaire de déclaration de soupçon a été établi par le CESR au niveau 3.

Enfin, au niveau 4, la Commission européenne surveille la mise en œuvre effective des textes, ainsi que leur application harmonisée.

- **Les principaux apports de la directive Abus de marché et des textes d'application**

Les apports de la directive Abus de marché sont multiples. Une véritable innovation est que la manipulation de cours et la diffusion de fausses informations sont désormais sanctionnées, alors qu'il n'y avait pas au préalable de textes dans ce domaine au niveau européen. Par rapport au droit français, les nouveaux textes sanctionnent la tentative de délit d'initié, et précisent le champ d'application des différents délits.

Cependant, ces points ne sont pas les plus révolutionnaires. Le plus intéressant, sans être visible à première vue, consiste dans le développement des mesures préventives. La directive vise à imposer aux professionnels ou aux émetteurs des mesures de prévention des abus de marché. Il y a dans cette évolution sans doute deux raisons. D'une part, l'Union européenne n'est pas compétente en ce qui concerne le montant des sanctions ce qui peut l'obliger à se reporter sur des mesures préventives. D'autre part et surtout, le développement de mesures préventives se justifie pour des raisons d'efficacité. En effet, les obstacles mis à la réalisation d'abus de marché participent à la lutte contre ces derniers. De plus, l'association de professionnels à la mise en œuvre de ces mesures devrait avoir un effet favorable sur la détection des abus de marchés puisque les prestataires de services d'investissement et les émetteurs sont davantage placés au contact de la pratique que les autorités boursières.

Ce souci de privilégier les mesures préventives se manifeste d'ailleurs dans des dispositions qui ne semblent pourtant pas avoir cet objet. Par exemple, la directive impose à un émetteur de diffuser immédiatement les informations privilégiées qu'il a en sa possession. Or, moins longtemps une information reste privilégiée, moins il y a de risque de délit d'initié. Cette obligation liée à l'information permanente figure donc dans la directive Abus de marché et non dans la directive Transparence, car il s'agit en réalité d'une mesure anti-opération d'initié.

La plupart des dispositions préventives intéressent directement les banques. Ainsi, la directive impose une obligation de déclaration de soupçon (art. 6.6 et 6.9 de la directive), une obligation d'établir une liste d'initiés (art. 6.3 de la directive), car en cas de soupçon, il sera alors plus facile de repérer les initiés, et des règles relatives aux recommandations d'investissement applicables aux analystes financiers, voire aux journalistes financiers. Par ailleurs, la directive a imposé une obligation de déclaration au public des transactions des dirigeants (art. 6.4 de la directive). L'ordonnance du 28 septembre 1967 portant création de la Commission des opérations de Bourse (COB) avait également imposé une déclaration aux dirigeants des émetteurs qui avait été calquée sur le droit américain. Elle avait été abandonnée en 1970 en échange de l'introduction de répression du délit d'initié. Cet abandon avait été dû essentiellement à la lourdeur du dispositif de déclaration. Cette méthode avait cependant été réintroduite il y a peu en droit français. En effet, une recommandation COB 2002-01, qui avait été adoptée en préparation de la transposition de la directive Abus de marché, demandait que les dirigeants révèlent les opérations qu'ils ont faites⁵. L'obligation différait de celle prévue aujourd'hui, car il s'agissait d'une information globale et anonyme, intervenant tous les six mois, c'est-à-dire tardivement.

En raison de son importance et de la complexité des mesures d'application, la directive Abus de marché doit faire l'objet d'une présentation générale (I), avant d'aborder le renforcement des mesures préventives qui constitue son apport principal du point de vue bancaire (II).

I. Présentation de la directive et de ses mesures d'application

La directive Abus de marché constitue en réalité un ensemble complexe. En effet, il y a d'un côté la directive elle-même (A) et d'un autre côté les textes d'exécution (B).

A. Les justifications et la procédure d'adoption de la directive

L'adoption de la directive a été principalement justifiée par la nécessité de renforcer l'harmonisation des réglementations boursières nationales existantes (1) ce qui explique d'ailleurs qu'elle ait été adoptée sans grandes difficultés (2).

1. Les justifications de la directive

Les justifications de l'adoption de la directive figurent au considérant n° 11. Celui-ci dispose que *«Les obligations légales varient d'un État membre à l'autre, ce qui laisse sou-*

5. Bull. mensuel COB, février 2002, n°365, p. 17.

vent les opérateurs économiques dans l'incertitude quant aux concepts, aux définitions et à leur application. Certains États membres ne disposent d'aucune législation couvrant les questions de manipulation de cours et de diffusion d'informations trompeuses". Il y avait donc un problème d'incertitude juridique et de absence de sanction de certains comportements dans plusieurs législations nationales.

Par exemple, même en matière de délits d'initié, il y avait des lacunes. Certes une directive de 1989 était intervenue en ce domaine⁶. Toutefois, un rapport du *Forum of European Securities Regulators* (FESCO), l'ancêtre du CESR, notait que la définition des éléments constitutifs de l'infraction était trop générale⁷. Cette situation était d'autant plus regrettable que se développaient les opérations intra-européennes.

Cependant, certains États membres étaient en avance, comme l'Angleterre qui a adopté en 2000 avec le *Financial Services Market Act* (FSMA), une loi sur les abus de marché qui a servi de modèle à la directive. La notion même d'abus de marché vient d'Angleterre. De même, la France était en avance, du moins en ce qui concerne les textes, car il existait déjà une législation. Dès 1970, à la demande de la COB⁸, le Parlement a donné une définition des délits d'initié et les a interdits pénalement⁹. De même, le Parlement a institué en 1970 un délit de diffusion de fausse information de nature à agir sur les cours des titres. Quant au délit de manipulation de cours, il s'appliquait depuis 1926 aux valeurs mobilières privées. Puis, en 1988, le Parlement a créé une infraction spécifique. La législation française était donc dans la meilleure norme européenne. Toutefois, si l'on étudie le nombre de sanctions pénales rendues en matière de délit d'initié, de manipulation de cours et de diffusion de fausses informations, de 1990 à 2001, il apparaît qu'il n'y a eu que deux condamnations en France pour manipulation de cours¹⁰. Pour les autres délits, il n'y a eu environ qu'une condamnation par an. On peut dès lors se demander si ces textes étaient appliqués de manière efficace. Cette situation est cependant propre à toute la délinquance économique. De plus, elle doit être nuancée par la prise en compte de l'importante activité répressive de la COB et de l'AMF depuis 2001.

2. L'adoption de la directive

L'adoption de la directive Abus de marché se fit en deux temps. Elle a tout d'abord été précédée d'un rapport du FESCO du 29 juin 2000. Ce rapport contenait plusieurs propositions relatives à des mesures préventives. Il proposait ainsi, entre autres mesures, de restreindre les opérations effectuées par les administrateurs et les actionnaires significatifs sur les titres de la société, d'imposer le rejet d'ordres suspects, et d'imposer aux émetteurs d'informer rapidement le marché de toute information privilégiée.

Puis, une proposition de la Commission a été présentée le 30 mai 2001. Elle comprenait l'établissement d'une liste d'initiés. Le Parlement a opéré deux ajouts importants. Il a ajouté l'obligation de déclaration des transactions des dirigeants et la déclaration de soupçon. Cette dernière obligation a été substituée par le Parlement à l'obligation de ne pas exécuter les ordres.

6. Directive du Conseil n°89/592/CEE du 13 novembre 1989, Concernant la coordination des réglementations relatives aux opérations d'initiés, JOCE 18 novembre 1989, volume L 334, p. 30.

7. FESCO, Market abuse, 29 juin 2000, FESCO/00-0961, p. 4.

Le texte s'est révélé être consensuel, sauf en ce qui concerne le régime des recommandations d'investissement émises par des journalistes. L'adoption a ainsi été rapide puisqu'elle n'a pris qu'une année et demie. Le texte a été définitivement adopté en décembre 2002 et publié en janvier 2003.

B. Les mesures d'application et de transposition de la directive

La mise en œuvre effective de la directive s'est révélée assez complexe. En effet, elle a donné lieu à des mesures d'application communautaires (1) et à des mesures de transposition nationales (2).

1. Les mesures d'application communautaires

Les mesures d'application comprennent des mesures de niveau 2 et de niveau 3.

L'adoption des mesures a impliqué une forte implication du CESR. L'avis sur les mesures d'exécution a été scindé en deux parties. D'une part, un premier mandat a donné lieu à un avis de décembre 2002. Il portait sur la définition de l'information privilégiée, la manipulation de marché, la définition d'un instrument financier, la diffusion d'informations par les dirigeants, l'analyse financière, le rachat d'actions et la stabilisation. Cette première consultation a été très complète. En effet, il y a eu appel à contribution (*call for evidence*) du CESR, qui a été suivi de l'émission d'un premier document de consultation, puis d'une audition à Londres, suivi de la publication d'un second document de consultation, d'une nouvelle audition à Paris, et enfin un avis. Un second mandat portait sur les pratiques de marché acceptables, la notion d'information privilégiée concernant les instruments dérivés sur produit de base, et les mesures préventives à mettre en œuvre relatives aux émetteurs, dirigeants et intermédiaires. Cette deuxième consultation a été plus rapide.

À la suite des avis du CESR, la Commission européenne a adopté quatre textes d'application de niveau 2. Il s'agit d'une directive du 22 décembre 2003 portant sur les recommandations d'investissement et la notion de conflits d'intérêts, d'une directive du 22 décembre 2003 portant sur la définition et la publication des informations privilégiées et la définition des manipulations de marché, d'un règlement du 22 décembre 2003 portant sur les dérogations prévues pour les programmes de rachats d'action et la stabilisation d'instruments financiers, et d'une directive du 29 avril 2004 relative aux listes d'initiés, déclarations de soupçon et déclarations des opérations des dirigeants. Cette dernière directive est assez précise, notamment en matière de déclaration de soupçon (fixation des délais), de déclaration des opérations des dirigeants (fixation de délais identiques dans toute l'Union européenne), et d'établissement de listes d'initiés (obligation d'actualiser et obligation de sensibilisation des personnes initiées au sein de l'entreprise).

Enfin, des mesures de niveau 3 ont été publiées par le CESR en avril 2005, après une procédure de consultation. Ces mesures couvrent les pratiques de marché admises et

8. Rapport COB 1968, p. 59-60.

9. Loi n°70-1208 du 23 décembre 1970.

10. S. Portelli, "Les sanctions pénales en matière économique et financière", *Petites Affiches*, 12 janvier 2006, n°9, p. 13.

définition des éléments constitutifs des infractions. De plus, le CESR a publié en juin 2006 une consultation pour déterminer si de nouvelles mesures étaient nécessaires.

2. Les mesures de transposition nationales

La transposition en droit français de la directive Abus de marché est complexe. En effet, elle résulte de l'adoption de textes de nature législative et réglementaire, et de textes adoptés par l'AMF. Le résultat est donc une transposition dispersée.

Trois textes légaux et un décret ont été adoptés. Tout d'abord, il s'agit de la loi de sécurité financière du 1^{er} août 2003 (loi LSF). Celle-ci a imposé une obligation de déclaration des transactions des dirigeants¹¹. Toutefois, la transposition n'était pas exactement conforme à la directive. Ensuite, il s'agit de la loi du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton qui porte notamment sur les recommandations d'investissements et le pouvoir d'injonction et de sanction de l'AMF. Enfin, il s'agit de la loi du 20 juillet 2005 portant diverses mesures d'adaptation au droit communautaire (loi DDAC) qui a transposé les règles relatives aux déclarations de soupçon¹², les listes d'initiés¹³ et les déclarations de transactions des dirigeants¹⁴. La transposition s'est également opérée par voie de décret. Ainsi, la notion de "*liens personnels étroits*" avec des dirigeants de l'émetteur a été précisée par voie de décret¹⁵.

La transposition a également impliqué l'adoption de nombreux textes par l'AMF. Celle-ci a surtout modifié son règlement général, parfois même sans attendre la loi de transposition lorsque le texte communautaire était suffisamment clair. L'intervention du règlement général de l'AMF (RGAMF) était rendue nécessaire en raison de la distinction entre le domaine de la loi et du règlement.

La déclaration des opérations suspectes a fait l'objet d'un arrêté du 1^{er} septembre 2005 modifiant le RGAMF¹⁶. Il impose notamment que les prestataires de services d'investissement (PSI) se dotent d'une organisation et d'une procédure pour détecter ces opérations, la date limite pour ce faire étant fixée au 1^{er} juillet 2006. Plusieurs arrêtés ont précisé les règles en matière de listes d'initiés et de déclaration des transactions des dirigeants et de recommandations d'investissement produites ou diffusées dans le cadre d'une activité journalistique¹⁷.

Le RGAMF a été complété par deux instructions relatives aux opérations suspectes¹⁸ et aux déclarations des transactions des dirigeants¹⁹. L'AMF a également adopté le 18 janvier 2006 une "position" relative à l'établissement des listes d'initiés selon laquelle il est possible de distinguer les initiés permanents et les initiés occasionnels. Enfin, l'AMF a publié le 27 décembre 2004 un communiqué sur les déclarations d'opérations sur titres effectuées par les dirigeants de sociétés et les personnes qui leur sont liées.

La transposition de la directive Abus de marché a donc fait l'objet de l'adoption de nombreux textes. Il est

d'autant plus important de les connaître que la directive a apporté des modifications importantes en imposant des mesures préventives des abus de marché.

II. La mise en place de mesures préventives des abus de marché

Le principal apport de la directive Abus de marché, du point de vue des prestataires de services d'investissement, est certainement le développement de mesures préventives (A). Le non-respect des obligations qui en découlent risque d'engager la responsabilité des professionnels (B).

A. Le principe des mesures préventives

L'adoption de mesures préventives s'inscrit dans une tendance générale au développement du rôle préventif des professionnels (1) et rapproche par ailleurs les droits français et européen du droit américain (2).

1. Le renforcement du rôle des professionnels

En ce qui concerne le principe même de l'existence de mesures préventives en matière financière, l'évolution sur les vingt dernières années est claire. Il s'est opéré une tendance à l'imposition légale de mesures préventives à la charge des professionnels et des émetteurs. C'est surtout vrai de la lutte contre le blanchiment des capitaux issus du trafic de stupéfiant ou pouvant financer le terrorisme. Cette tendance n'est d'ailleurs pas limitée au domaine bancaire. En effet, plus récemment, la loi LSF de 2003 a imposé l'établissement d'un contrôle interne dans les sociétés cotées.

Cette tendance opère un transfert des obligations de police de l'État vers les professionnels et les émetteurs. Les banques notamment, sont transformés en auxiliaires de police. Certes, ce transfert partiel peut être justifié par des raisons d'efficacité car les établissements de crédit et les prestataires de services d'investissement sont mieux à même de détecter immédiatement des opérations suspectes puisqu'ils sont au contact direct des marchés financiers. Toutefois, cette obligation constitue aussi un transfert de charge de l'État vers des personnes privées et donc une forme d'impôt déguisé. En effet, au lieu d'affecter davantage de fonds aux autorités publiques chargées de la répression, l'État associe des personnes privées à des activités de police, ce qui oblige ces dernières à assumer des coûts supplémentaires.

2. Le rapprochement avec le droit américain

Ces règles sont pour certaines d'entre elles d'influence américaine. En effet, aux États-Unis, les dirigeants de sociétés cotées sont tenus depuis 1934 de déclarer leurs opérations boursières²⁰. À l'époque, il n'existait pas de sanction du

11. Art. 122 de la loi LSF.

12. Art. L. 621-17-2 à L. 621-17-7 du CMF.

13. Art. L. 621-18-4 du CMF.

14. Art. L. 621-18-2 à L. 621-18-3 du CMF.

15. Décret n° 2006-256 du 2 mars 2006 portant application des articles L. 621-7 et L. 621-18-2 du Code monétaire et financier, JO n° 55 du 5 mars 2006, p. 3366.

16. Arrêté du 1^{er} septembre 2005, JO n° 209 du 8 septembre 2005, p. 14589

17. Arrêté du 30 décembre 2005, JO n° 54 du 18 janvier 2006, p. 675. Arrêté du 9 mars 2006, JO n° 68 du 21 mars 2006, p. 4188. Arrêté du 10 mai 2006, JO n° 114 du 17 mai 2006, p. 7220.

18. Instruction 2006-01 du 24 janvier 2006 relative à la déclaration des opérations suspectes.

19. Instruction 2006-05 du 3 février 2006 relative aux opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier sur les titres de la société.

20. Section 16(a) du *Securities Exchange Act*.

délictueux d'initié. Le Congrès a donc mis en place une sanction consistant en une privation au bénéfice de la société des profits sur cession d'actions réalisés sur une période de moins de six mois. La publicité de ces opérations avait pour objet de faciliter la mise en œuvre de cette mesure de confiscation des profits, mais aussi de frapper d'une sanction morale les dirigeants qui se livreraient à des opérations d'initiés qui ne tomberaient pas sous le coup de la mesure de confiscation. Depuis la création prétorienne du délit d'initié aux États-Unis en 1968, cette disposition préventive se justifiait moins. Toutefois, elle est demeurée et a trouvée une nouvelle utilité car les investisseurs attachent une grande importance aux opérations boursières des dirigeants dans la mesure elles révèlent le jugement qu'ils portent sur leur entreprise. Cette obligation a d'ailleurs fait l'objet d'un renforcement à la suite de la loi Sarbanes-Oxley de 2002 puisque, à la suite des ventes massives de titres par certains dirigeants de sociétés qui ont fait l'objet de scandales financiers, le délai de déclaration a été réduit d'un mois à deux jours ouvrés. Il s'agit d'un retour aux sources car l'importance des ventes peut être un révélateur de l'existence au sein de la société de problèmes comptables ou financiers. L'origine américaine de cette disposition a été expressément reconnue par le rapporteur de la directive au Parlement²¹.

La mise en place de mesures préventives à la charge des professionnels et des émetteurs pose la question de leur éventuelle responsabilité.

B. La responsabilité pour les mesures préventives

Le contentieux pourrait concerner les dirigeants qui ne déclareraient pas leurs opérations. Il risque surtout de porter sur les prestataires de services d'investissement au titre de la déclaration de soupçon (1) et les émetteurs au titre de la liste d'initiés (2).

1. La responsabilité au titre de la déclaration de soupçon

La loi prévoit quelques règles protectrices pour les intermédiaires. Ainsi, comme en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux, il n'est pas prévu de sanction pour les déclarations de soupçon faites de bonne foi²². Au titre des sanctions civiles, le prestataire de services d'investissements qui ne respecte pas les obligations de lutte contre le blanchiment n'engage pas sa responsabilité civile à ce titre car le but de cette réglementation est la protection de l'intérêt général²³. Cette jurisprudence doit certainement être étendue à la déclaration de soupçon, car la déclaration de soupçon s'inscrit également dans la participation à une opération de police, par nature d'intérêt général, dont les personnes privées n'ont pas normalement la charge.

21. "L'Europe doit adopter ce mécanisme transparent de déclaration, à l'instar des États-Unis, où il existe depuis des décennies à la satisfaction générale", rapport sur la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché) (COM(2001) 281 n° C5-0262/2001 n°2001/0118(COD)), 27 février 2002, PE 307.438, p. 10.

22. Art. L. 321-17-7 du CMF.

Une sanction administrative est certainement possible en cas de non-respect de l'obligation de déclaration de soupçon car l'AMF dispose d'un pouvoir de sanction en cas de non-respect des dispositions légales ou réglementaires²⁴. Pour anticiper la position de l'AMF, il est intéressant de se reporter au contentieux produit devant la Commission bancaire en matière de lutte contre le blanchiment. L'étude des décisions de la Commission bancaire fait apparaître qu'il s'agit de manquements assez graves ou répétitifs, révélant parfois une véritable mauvaise volonté²⁵. La Commission bancaire condamne rarement un simple manquement isolé. Étant donné qu'il s'agit d'une mission de service public, il serait souhaitable que le collège de l'AMF fasse également preuve de retenue dans l'exercice de son pouvoir d'opportunité des poursuites.

2. La responsabilité au titre de la liste d'initiés

En matière d'établissement des listes d'initiés, la question se pose selon une approche similaire. Ainsi, la jurisprudence sur l'absence de responsabilité civile au titre de cette obligation est transposable. De même, l'AMF pourrait théoriquement sanctionner le non-respect par le professionnel ou l'émetteur de la tenue d'une liste d'initiés. Néanmoins, il est difficilement envisageable que l'AMF sanctionne un émetteur pour une simple erreur dans la liste. Certes, le Code monétaire et financier n'impose plus de prouver que la violation d'une disposition législative ait produit certains effets, ce qui facilite la mise en jeu de la responsabilité disciplinaire des professionnels et des émetteurs. Néanmoins, pour les mêmes raisons qu'en matière de déclaration de soupçon, une retenue identique devrait s'appliquer.

Conclusion

La directive Abus de marché apporte des modifications importantes au droit français, notamment par l'adoption de mesures préventives. Toutefois, le renforcement des mesures préventives ne doit pas faire oublier d'une part la lutte contre les abus de marché eux-mêmes et d'autre part le fait que cette mission incombe en premier lieu aux autorités publiques. Les professionnels ne doivent pas devenir des coupables de substitution. L'AMF doit donc aborder avec une certaine retenue l'exercice de son pouvoir de sanction en la matière. Mais c'est déjà aborder la question de la position du régulateur qui fait l'objet de l'intervention suivante. ■

23. Cass. Com., 28 avril 2004, SA Crédit Lyonnais c/ SARL Moon et a., JCP éd. G., n°27, 30 juin 2004, p. 1231, note C. Cutajar.

24. Art. L. 621-14 et L. 621-15 du CMF.

25. Les décisions juridictionnelles de la Commission bancaire font l'objet depuis 2002 d'une publication dans un rapport annexe du rapport annuel de la Commission bancaire.