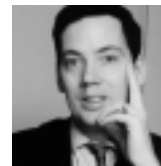


# Chronique *financière* *et boursière*



**HUBERT DE VAUPLANE**  
Direction des affaires juridiques  
**BNP Paribas**  
Président AEDBF



**JEAN-JACQUES DAIGRE**  
Professeur de droit, Paris I

## Actualités réglementaires

### Directive Abus de marché. Présentation générale. Objectifs.

Directive n° 2003/6 du 28 janvier 2003, JOCE, 12 avril 2003, L. 96/16.  
Cf. aussi, H. de Vauplane et J. P. Bornet, « Droit des marchés financiers », Litec, 3<sup>e</sup> éd. 2001, n° 1027 et suiv..

1. Le 30 mai 2001, la Commission proposait une directive unique portant à la fois sur les opérations d'initiés et sur les manipulations de cours<sup>1</sup>. L'adoption de la directive Abus de marché fut réalisée en un temps record puisque le 3 décembre 2002 celle-ci était définitivement adoptée par le Parlement européen<sup>2</sup>. Avec ce texte, le droit communautaire connaît sa première directive cadre selon le nouveau processus Lamfalussy tel que décidé par le Conseil européen de Stockholm de mars 2001<sup>3</sup>.

On sait que jusqu'à la présente directive, le cadre juridique européen visant à protéger l'intégrité des marchés était incomplet. En effet, il n'existait pas au niveau communautaire de normes communes de lutte efficace contre les manipulations de marché. Certes, il existait bien la directive 89/592/CEE sur les opérations d'initiés (abrogée par cette nouvelle directive), mais celle-ci se bornait à proscrire l'usage constitutif d'abus d'informations privilégiées. Si les outils étaient insuffisants en droit européen, la situation n'était guère plus brillante au niveau des États membres : les règles étaient très disparates d'un État à l'autre et les obligations légales variaient selon les juridictions, certains États ne disposant parfois même pas de réglementation visant à lutter contre les manipulations de marché, voire même

jusque dans un passé récent sur les opérations d'initiés. Ces différences de législation pouvaient entraîner des distorsions de concurrence sur les marchés financiers, mais surtout conduisaient à ce que certaines pratiques interdites dans un pays ne l'étaient pas dans un autre. Cette incertitude quant à la règle de droit applicable compliquait singulièrement la tâche des intervenants qui devaient respecter des réglementations hétéroclites<sup>4</sup>. L'émergence de nouveaux produits, de nouvelles technologies d'information, l'intensification des opérations transfrontalières et le développement des marchés interconnectés incitaient à mettre en place une réglementation harmonisée en la matière.

2. La définition d'un abus de marché retenue par la directive est générale et assez souple (l'élément intentionnel n'est pas central dans la définition de l'opération constitutive d'abus de marché) pour rester valable le plus longtemps possible. Il peut y avoir abus de marché dans les cas où des investisseurs ont été lésés, directement ou indirectement, par d'autres qui ont utilisé des informations confidentielles (opérations d'initiés), faussé le mécanisme de fixation des cours d'instruments financiers ou propagé des informations fausses ou trompeuses (opérations de manipulation de marché). En effet, ce type de conduites peut porter atteinte au principe général selon lequel tous les investisseurs doivent être placés sur un pied d'égalité. La notion d'information privilégiée se définit comme « toute information à caractère précis, qui n'a pas été rendue publique, qui concerne directement ou indirectement un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers, et qui, si elle était rendue publique, serait susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instru-

1 COM (2001) 281, JOCE C240 du 28 août 2001, p. 265.

2 Cf. H. Bolina, « Market manipulation and insider dealing in the new market abuse directive » : Eurédia, 2001-2002/4, p. 555.

3 On sait que cette procédure est fondée sur une distinction de 4 niveaux de textes et de compétences dans le but d'accélérer le processus d'adoption des textes communautaires nécessaires à l'édification du marché intérieur en matière de services financiers et selon les objectifs fixés par le Plan d'action des services financiers : 1) le Conseil et le Parlement européen gardent leur compétence pour adopter en co-décision des textes généraux

proposés par la Commission ; 2) La Commission adopte des mesures d'exécution pour lesquelles elle a reçu délégation et pour lesquelles elle est assistée par deux Comités, l'un réunissant les régulateurs (CESR) et l'autre les représentants des États membres (CEVM) selon une procédure dite de « comitologie ». 3) Le CESR met en œuvre les dispositions prises au niveau 1 et 2. 4) La Commission, en sa qualité de gardienne des traités, conserve sa compétence pour veiller à la bonne application des textes.

4 Considérant 11.

ments financiers ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés<sup>5</sup> ». Notons l'existence d'une définition ad hoc de l'information privilégiée pour les produits de base afin de tenir compte de leurs spécificités. Par contre, et contrairement à la définition des manipulations de marché, la directive ne prévoit pas une clause de révision de la définition de l'information privilégiée pour tenir compte des nouveaux comportements, ce qui souligne la différence de nature entre les deux situations : pour les manipulations de marché, l'approche de la directive s'attache aux effets du comportement des auteurs de la manipulation, et non sur leur intention ou leur objectif comme dans l'opération d'initié. La directive interdit à toute personne détenant des informations privilégiées à raison (i) de sa qualité de membre des organes d'administration, de gestion ou de surveillance de l'émetteur, (ii) de sa participation dans le capital de l'émetteur (ce qui est nouveau par rapport au droit français), (iii) de son accès à l'information du fait de son travail, de sa profession ou de ses fonctions, ou (iv) de ses activités criminelles, d'utiliser cette information lorsqu'elle acquiert ou cède ou, lorsqu'elle tente d'acquérir ou de céder, pour son compte propre ou pour le compte d'autrui, soit directement soit indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information. En outre, les personnes détenant des informations privilégiées se voient interdire la communication de ces informations à un tiers, si ce n'est dans le cadre normal de leur travail, de leur profession ou de leur fonction. La directive donne aussi la possibilité à un émetteur de différer la diffusion d'une information privilégiée afin de ne pas porter atteinte à ses intérêts légitimes à condition qu'il soit en mesure d'assurer la confidentialité de cette information.

Comme pour les opérations d'initiés, la directive interdit de façon générale à toute personne physique et morale les comportements constitutifs de manipulation de marché. Les manipulations de marchés (notons l'emploi du pluriel qui là encore dénote une différence avec les comportements d'initié) sont définies comme des comportements qui donnent des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers, ou qui fixent le cours de tels instruments à un niveau anormal ou artificiel. Afin de faciliter la compréhension et la mise en œuvre de cette interdiction, le législateur européen a prévu une liste non exhaustive des méthodes manipulatoires du marché, même si les éléments matériels constitutifs de la manipulation sont parfois définis de manière subjective (qu'est-ce qu'un niveau de cours anormal ou artificiel ?<sup>6</sup>). Notons l'existence de deux faits justificatifs (« *defences* ») qui exonèrent les auteurs de toute sanction : en cas de raison légitime d'agir, et lorsque les ordres passés le sont en conformité avec les pratiques de marché admises par l'autorité compétente.

Afin de tenir compte des évolutions techniques des marchés et assurer une application uniforme de la directive, la directive renvoie au niveau 2 du processus Lamfalussy

5 On s'interroge sur le sens à retenir à l'expression « *ou le cours d'instruments financiers dérivés qui leur sont liés* » dans la mesure où elle semble faire double emploi avec l'expression précédente compte tenu de la définition large donnée aux instruments financiers. Sur ce point, cf. H. Bolina, « *Market manipulation and insider dealing in the new market abuse directive* » : Eurédia, 2001-2002/4, p. 560, § 11 et 12.

6 En matière de titres de dette, il est relativement aisé de détecter un cours anormal dans la mesure où le prix ou le cours est d'abord fonction du niveau des taux d'intérêt. Tel n'est pas le cas pour les titres de capital. Un cours artificiel (qui n'est pas forcément anormal) serait celui où l'offre ou la demande qui a servi à fixer le cours résulte d'une volonté de tromperie.

l'adoption de mesures d'exécution suivantes : les définitions des notions d'information privilégiée et de manipulations du marché ainsi que de publication des informations privilégiées par les émetteurs (articles 1<sup>er</sup> et article 6, paragraphes 1 et 2 de la directive), la présentation équitable des recommandations et mention des intérêts ou des conflits d'intérêts et la « *sphère de sécurité* » (« *safe harbour* »), c'est-à-dire les conditions d'exemption des interdictions d'opérations d'initiés et de manipulations du marché dans certains cas spécifiques.

3. La directive s'applique non seulement à tous les instruments financiers admis à la négociation sur au moins un marché réglementé dans l'UE, y compris les marchés primaires, mais plus largement à toutes les opérations concernant ces instruments, qu'elles soient effectuées ou non sur un marché réglementé, afin d'éviter que ces instruments ne soient utilisés à des fins abusives sur des marchés non réglementés. C'est en ce sens que l'on peut considérer que le champ d'application de la directive ne se limite pas aux « *marchés réglementés* » mais couvre également d'autres types de marchés (par exemple les systèmes de négociation alternatifs, dits ATS ou MTF). Autrement dit, le lieu de la manipulation est indifférent dès lors qu'un instrument admis sur un marché tel que défini par la directive est en cause. Notons que la définition des instruments financiers retenue dans la présente directive est plus large que celle de la DSI dans sa version actuelle dans la mesure où sont mentionnés les dérivés sur produits de base<sup>7</sup>, mais plus restrictive que celle prévue dans la proposition de révision de la DSI qui rajoute à la liste des instruments financiers, outre les dérivés sur produits de base, les dérivés de crédit. Il faut sans doute voir dans l'omission des dérivés de crédit un oubli du législateur communautaire, mais celle-ci est fâcheuse à l'heure où les professionnels s'interrogent sur la notion d'initié en matière de dérivés de crédit<sup>8</sup>. Sont toutefois exclues du champ d'application de cette directive, les opérations effectuées pour des raisons qui relèvent de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique, par un État membre, le système européen de banques centrales, une banque centrale nationale ou, si les États membres le prévoient, par leurs États fédérés ou toutes autorités locales comparables. Il faut voir dans cette dérogation aux abus de marché une relique liée aux pouvoirs régaliens des États sur la monnaie. Mais il aurait été plus cohérent de limiter cette dérogation, tout au moins pour les pays de la zone euro, à la seule Banque centrale européenne, désormais seule compétente en matière de politique monétaire. Une deuxième série de dérogations est prévue en faveur des intervenants sur le marché, sous certaines conditions (déterminées dans le cadre du niveau 2), (i) en cas d'intervention par un émetteur sur ses propres titres, (ii) en ce qui concerne les opérations de stabilisation de cours d'un instrument financier pendant une offre publique de vente initiale ou secondaire, lorsque l'opération

7 Lors des discussions, les États membres ont très tôt demandé d'inclure dans le champ de la future directive les dérivés sur produits de base. Déjà le Fesco, dans son avis technique qu'il avait adressé à la Commission européenne en 2000, avait exprimé son souhait de les inclure dans le futur texte. De son côté, l'OICV en mai 2000 avait mis en évidence l'usage des dérivés sur produits de base dans les opérations de manipulation de marché. Suite aux événements du 11 septembre 2001, des enquêtes menées au Royaume-Uni ont souligné l'utilisation de ces mêmes produits dans des opérations d'initiés sur le marché du pétrole.

8 Cf. le document de travail commun élaboré par l'ISDA.

est effectuée selon certaines conditions.

La directive prévoit que chaque État membre désigne une autorité de réglementation et de surveillance unique avec un minimum de responsabilités communes. Ces autorités utilisent des méthodes convergentes pour lutter contre les abus de marché et doivent pouvoir compter sur une assistance mutuelle pour poursuivre les infractions, notamment dans le cadre d'activités transfrontalières. L'idée centrale de ce dispositif est que la même conduite constitutive d'abus doit être sanctionnée de manière similaire dans les différents États membres. L'harmonisation complète des sanctions n'est cependant pas prévue.

Au-delà des principes d'interdiction, la directive met à la charge des émetteurs une obligation de divulgation des informations privilégiées et prévoit la nécessité d'encadrer l'activité des services d'analyses financière et des journaux économiques<sup>9</sup>. Notons aussi la reconnaissance de l'efficacité des Murailles de Chine au sein des intermédiaires financiers par l'obligation qui leur est faite de mettre en place « *des dispositions structurelles visant à empêcher et à déceler les pratiques de manipulation de marché* ». On regrettera cependant de ne pas avoir étendu cette obligation à tous les abus de marché, y compris les comportements d'initié.

4. Le 12<sup>e</sup> considérant de la directive est celui qui détermine les objectifs d'une directive commune à la lutte contre les opérations d'initiés et de manipulation de marché : « *La notion d'abus de marché recouvre les opérations d'initiés et les manipulations de marché. La législation visant à lutter contre les opérations d'initiés et celle visant les manipulations de marché poursuivent le même objectif : assurer l'intégrité des marchés financiers communautaires et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés. Il est, en conséquence, souhaitable d'adopter un corps de règles communes pour combattre à la fois les opérations d'initiés et les manipulations de marché. Une directive unique garantira, dans l'ensemble de la Communauté, le même cadre pour la répartition des responsabilités, l'application des règles et la coopération* ». Intégrité et confiance sont les deux éléments clés de la directive. Le 2<sup>e</sup> considérant de la directive précise que l'objectif final de création d'un grand marché intégré de valeurs mobilières et d'instruments financiers à terme — préalables indispensables à la croissance économique et à la prospérité en Europe — exige une intégrité du marché. Or, les abus de marché nuisent à cette intégrité dans la mesure où ils portent atteinte à la confiance des investisseurs et du public. La confiance suppose l'intégrité. Mais, tout comme la croissance de l'économie, « *la confiance ne se décrète pas* »<sup>10</sup>. Il n'en reste pas moins qu'elle constitue la pierre d'angle du

développement des marchés. Sans confiance, plus d'investisseur (ou tout au moins, ceux-ci sont beaucoup moins nombreux); sans investisseur, plus de marché; sans marché... plus d'économie de marché? Il s'agit là d'un autre débat. Dans un monde qui est passé d'une économie d'endettement à une économie de marchés financiers, l'absence ou la diminution des investisseurs peut être fatale à certaines entreprises qui ne trouvent plus de moyens de financements. La désaffection en Europe du nombre d'actionnaires individuels en bourse est à cet égard inquiétante mais s'explique par une certaine perte de confiance dans les marchés financiers, suite à l'effondrement de ceux-ci après l'éclatement de la bulle internet. C'est cette confiance que souhaite restaurer la directive Abus de marché. Celle-ci doit permettre de disposer des outils permettant de lutter contre les atteintes au fonctionnement des marchés par certains individus peu scrupuleux. Il convient ainsi d'assurer un investisseur intervenant sur un marché qu'il sera traité équitablement, aussi bien lors d'opérations sur le marché primaire que lors des transactions effectuées sur le marché. Cette assurance correspond non seulement à une exigence morale<sup>11</sup>, mais aussi financière au regard de la théorie de l'information<sup>12</sup>, même si l'impact d'une information privilégiée sur la volatilité d'un titre ne semble pas faire l'objet d'un consensus chez les économistes<sup>13</sup>, qui s'accordent toutefois à souligner que les gains récoltés par les initiés le sont au détriment du marché<sup>14</sup>. Dès lors, la répression de l'utilisation abusive d'informations privilégiées, comme de la manipulation de cours, devient une nécessité pour recouvrer la confiance; elle « *lui [l'investisseur] donne la certitude qu'aucun investisseur, placé dans une situation similaire à la sienne ne bénéficiera d'informations ou d'avantages particuliers qui ne lui sont pas accessibles* »<sup>15</sup>. Au-delà de cette exigence d'équité vis-à-vis des épargnants, la mise en place de règles efficaces en matière de lutte contre les abus de marché procure un avantage compétitif pour les émetteurs eux-mêmes<sup>16</sup>, et constitue un facteur de concurrence entre places boursières<sup>17</sup>. Pour conclure, l'on soulignera l'approche particulière développée par la nouvelle directive : en qualifiant les opérations d'initiés et de manipulation de cours d'« abus de marché », le législateur européen semble faire sien l'idée que c'est le marché lui-même qui doit être protégé, ce qui sous-entend que ce dernier est distinct des opérateurs qui le composent (émetteur, intermédiaires et investisseurs) et des entreprises de marché qui assurent son fonctionnement. Sans aller jusqu'à reconnaître une personnalité propre au marché (dont on imagine les conséquences en matière de responsabilité), cette évolution souligne l'exigence d'une protection particulière.

9 Cf. notre Chronique, Banque & droit n° 87, p. 38.

10 P. Fleuriot, Entretien de la COB, 1996, p. 10.

11 On sait que le professeur Manne s'était fait le chantre de la défense des opérations d'initiés par les dirigeants comme moyen pour ces derniers d'augmenter leurs rémunérations : H. Manne, « *In defense of insider dealing* » 44, Harvard Bus. Review, p. 113. Une telle vision n'a plus de mise aujourd'hui après le scandale Enron.

12 Cf. à cet égard les travaux de Grossman (1976) sur l'information entre investisseurs où il s'attache à montrer que le prix d'un titre financier peut permettre de résoudre les asymétries d'information existant entre les agents ayant un accès à des informations privilégiées sur la valeur du titre et les autres agents.

13 Si l'on a montré une relation entre information et volume des transactions, tel n'est pas le cas entre information et volatilité : C. Tighe, « *The political economy of insider trading laws* » : 1994, The American Economic Review, p. 164 ; cf. aussi H. de Vauplane et C. Denoun, « *Les justifications*

*de la lutte pénale contre les opérations d'initiés* » : Petites Affiches, 1994, n° 37.

14 N. Seyhvn, « *Insider's profits, costs of trading, and market efficiency* », 1986, Journal of Financial Economics, p. 189 ; L. Meulbroeck, « *An empirical analysis of illegal insider trading* » : 1992, The Journal of Finance, p. 1661.

15 B. Doumayrou, « *Quelle régulation pour quels marchés? Rapport introductif à la table ronde n° 4* » : Entretien de la COB 1996, « *Quelle place pour les nouveaux espaces financiers?* », p. 166.

16 Une étude réalisée par The Kelley School of business de l'Université de l'Indiana portant sur 103 mait en évidence une baisse de 5 % du coût d'accès au capital pour les pays disposant d'une législation efficace sur les délits d'initiés : cité par H. Pigott, « *Capitalism and Ethics* » : Butterwoths Journal of International Banking and Financial Law, mai 2003, p. 163.

17 H. de Vauplane, « *Protection de l'épargne et concurrence de place* » : Banque & droit, mai-juin 1995, p. 37.