

CHAPITRE 4
—
LA RÉGLEMENTATION
« ABUS DE MARCHÉ »

INTRODUCTION

Dans un contexte d'interconnexion croissante des marchés financiers, d'émergence de nouveaux produits et de nouvelles technologies, l'objectif principal de la Réglementation Abus de marché est de maintenir la confiance des différents acteurs dans les marchés et d'harmoniser l'application des règles au sein de l'Union européenne. Elle participe à améliorer la transparence et éliminer les pratiques abusives.

Ce chapitre présente les principales applications de cette réglementation et leurs conséquences dans l'organisation des prestataires de services d'investissement. Sont notamment détaillées les notions d'information privilégiée et de délit d'initié. Sont également exposées l'obligation de déclaration de transactions suspectes à l'AMF et les sanctions encourues en cas d'infraction.

SOMMAIRE DU CHAPITRE

I	LA RÉGLEMENTATION ABUS DE MARCHÉ, SES PRINCIPALES APPLICATIONS, LA NOTION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE, LE DÉLIT D'INITIÉ, LES MANIPULATIONS DE COURS, SANCTIONS.....	145
	1. La Réglementation Abus de marché	145
	2. Les implications en termes d'organisation pour les établissements	148
	3. Les implications pour les émetteurs	150
	4. L'obligation de déclaration de soupçons à l'AMF	151
	5. Les sanctions administratives et pénales.....	152
	6. Le <i>late trading</i> et le <i>market timing</i>	154
	7. Le <i>front running</i>	154
	Pour aller plus loin	155

LA RÉGLEMENTATION ABUS DE MARCHÉ, SES PRINCIPALES APPLICATIONS, LA NOTION D'INFORMATION PRIVILÉGIÉE, LE DÉLIT D'INITIÉ, LES MANIPULATIONS DE COURS, SANCTIONS

1. LA RÉGLEMENTATION ABUS DE MARCHÉ

La Réglementation Abus de marché est fondée sur le Règlement (UE) n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché (habituellement appelé « Règlement MAR » ou tout simplement « MAR » pour « *Market abuse regulation* ») et sur la Directive 2014/57/UE relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché, qui se substituent aux anciennes Directives 2003/6/CE du 28 janvier 2003 et 2004/72/CE du 19 avril 2004 (dénommées globalement « MAD »).

1.1. La notion d'abus de marché

La notion d'abus de marché recouvre :

- les manipulations de marché ;
- la divulgation illicite d'informations privilégiées ;
- les opérations d'initiés.

Le Règlement européen vise à empêcher ces abus de marché afin de garantir l'intégrité des marchés financiers de l'Union européenne et **d'accroître la protection des investisseurs** et leur confiance dans ces marchés.

Le Règlement *Market abuse regulation* (MAR) définit les informations privilégiées et les trois composantes des abus de marché. Il impose à chaque établissement de mettre en place une organisation et des procédures destinées à **détecter** et **déclarer** à l'AMF toute opération suspecte.

Les textes adoptés en 2014 ont renforcé les pouvoirs d'enquête de l'AMF. Ils sanctionnent plus largement les délits boursiers, visent davantage de marchés comme les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes de négociation organisés et enfin, renforcent la transparence sur les opérations effectuées par des personnes exerçant des responsabilités dirigeantes.

Dans le respect du Règlement *Market abuse regulation* et des avis de l'AEMF (ESMA), l'AMF peut admettre et encadrer des pratiques de marché. Depuis janvier 2019, c'est le cas pour l'usage des contrats de liquidité sur actions, conclus entre un prestataire de services d'investissement et un émetteur, permettant d'améliorer la liquidité des actions. (Pour plus de détails sur les contrats de liquidité sur actions voir dans le Chapitre 9, *Les participants*, le paragraphe *Le Contrat de liquidité*.)



Zoom

■ L'objectif de la Réglementation Abus de marché est :

- de maintenir la confiance du public dans les marchés boursiers ;
- d'améliorer la transparence et éliminer les pratiques abusives nuisant à l'intégrité des marchés ;
- d'harmoniser les concepts, définitions et réglementation ;
- de permettre ainsi le bon fonctionnement des marchés et d'en assurer la pérennité.

■ Le champ d'application

Le Règlement *Market abuse regulation* (MAR) s'applique :

- **à toutes les personnes physiques**, en particulier les personnes produisant des analyses financières ou des recommandations d'investissement **ou les personnes morales**, notamment les établissements de crédit et les prestataires de services d'investissement (PSI) ;
- **à tous les instruments financiers** négociés sur tous les lieux d'exécution (marchés réglementés, systèmes multilatéraux de négociation, OTF...), y compris en marché primaire, ainsi que les produits dont la valeur dépend de ces instruments financiers, les indices et les taux de référence ;
- ainsi qu'à **toutes les situations relatives à ces instruments** :
 - ordres,
 - transactions,
 - comportements, tentatives, incitations et recommandations à commettre des manquements,
 - complicités...

Ne sont pas concernées :

- les transactions, ordres ou comportements intervenant dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire, de change ou de gestion de la dette publique et émanant d'une institution publique (État membre de l'Union européenne, membre du Système européen de banques centrales SEBC, ministère ou agence gouvernementale) ;
- les opérations sur actions propres effectuées dans le cadre de rachat d'actions et les mesures de stabilisation de marché suite à une opération de marché primaire.

On parle alors de *safe harbours* ou **activités bénéficiant de présomptions de légitimité** au regard des interdictions édictées par le Règlement MAR, dès lors que ces opérations respectent certaines règles, dont :

- la divulgation des détails du programme avant la mise en œuvre du programme ;
- la notification aux autorités compétentes ;
- le respect des règles liées aux objectifs du programme de rachat.

1.2. Les typologies d'abus de marché

■ Définition de l'information privilégiée

Il s'agit d'une information précise non connue du public, concernant une ou plusieurs sociétés cotées ou concernant une ou plusieurs valeurs mobilières, contrats à terme négociables ou produits financiers. Cette information, si elle était rendue publique, pourrait avoir une incidence sur le cours de la valeur, du contrat ou du produit financier concerné.

Pour les personnes chargées de l'exécution d'ordres sur instruments financiers, une information privilégiée est une information transmise par un client concernant ses ordres en attente, lorsque cette information, si elle était rendue publique, pourrait avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés par l'opération (ou sur celui d'instruments liés).

■ Obligations applicables aux détenteurs d'informations privilégiées

Le détenteur d'informations privilégiées doit s'abstenir :

- de les communiquer à une personne, en dehors du cadre normal de son travail ou de ses fonctions ;
- de les communiquer à des fins autres que celles pour lesquelles elles lui ont été communiquées ;
- de recommander à une autre personne d'acquérir ou de céder les instruments financiers auxquels se rapporte directement ou indirectement cette information ;
- de les utiliser en acquérant ou en cédant, pour son compte propre ou pour compte de tiers, directement ou indirectement, les instruments financiers auxquels se rapporte cette information.

À titre d'exemple, les projets de restructuration ou de rapprochements d'entreprises élaborés par les spécialistes de la banque doivent rester secrets et ne pas franchir ce que les professionnels appellent une « muraille de Chine » édiflée entre les différentes entités ou départements d'une banque.

Les obligations d'abstention ne s'appliquent pas aux opérations effectuées pour exécuter une opération (acquisition ou cession d'instruments financiers) résultant d'une convention conclue avant l'obtention par la personne de l'information privilégiée.

Les émetteurs doivent également respecter les obligations du Règlement MAR qui exige que « *l'émetteur affiche et conserve sur son site Internet, pour une période d'au moins cinq ans, toutes les informations privilégiées qu'il est tenu de publier* ».

■ Le manquement ou délit d'initié

C'est le fait pour une personne d'utiliser, pour compte propre ou pour compte d'autrui, une information privilégiée pour acheter ou vendre (directement ou par personne interposée) les titres d'une société cotée avant que le marché n'ait connaissance de cette information :

- lorsque cette personne détient cette information dans le cadre de sa profession ou de ses fonctions ;
- lorsque cette personne possède cette information dans d'autres circonstances et qu'elle sait ou devrait savoir qu'il s'agit d'une information privilégiée ;
- ou lorsque cette personne utilise une recommandation ou une incitation relative à la transaction en cause et qu'elle sait ou devrait savoir que cette recommandation ou incitation est fondée sur une information privilégiée.

Le manquement ou délit d'initié peut également porter sur une tentative d'achat ou de vente de l'instrument financier concerné par l'information privilégiée.

De même, il peut porter sur l'utilisation d'une information privilégiée en annulant ou modifiant un ordre, lorsque celui-ci avait été initié avant la détention de l'information.

■ La diffusion d'une fausse information

C'est le fait pour toute personne de répandre dans le public, par des voies et moyens quelconques :

- des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'une société cotée ;
- des informations susceptibles de donner des indications inexactes, imprécises ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ;

alors que cette personne savait ou aurait dû savoir que les informations étaient inexactes ou trompeuses.

■ La manipulation de cours

C'est le fait pour toute personne d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur.

1.3. Exemples d'abus de marché

- Achat ou vente d'un instrument financier, délibérément à un moment de référence de la séance de négociation (ouverture, clôture, *fixing*) dans le but de déterminer artificiellement un prix de référence (par exemple, cours d'ouverture, cours de clôture, prix de règlement).
- Passation d'ordres qui sont retirés avant exécution, ayant pour effet de donner une impression trompeuse sur le niveau de l'offre ou de la demande au prix donné d'un instrument.
- Achat de positions sur un instrument financier, sur le marché secondaire, après attribution sur le marché primaire, dans le but de fixer le cours à un niveau artificiel et de susciter l'intérêt d'autres investisseurs.
- Réalisation de transactions à des cours ou des volumes identiques simultanément ou quasi simultanément, n'impliquant pas de changement dans la propriété de l'instrument financier.
- Transaction ou série de transactions visant à dissimuler la propriété d'un instrument financier par un manquement aux obligations de publication d'informations grâce à la détention de l'instrument financier au nom d'une ou de plusieurs parties en collusion (soutien abusif de cours).
- Le fait de prendre une position longue sur un instrument financier puis de diffuser des informations positives trompeuses au sujet de l'instrument dans le but de faire monter le cours en attirant d'autres acheteurs. Lorsque le cours se situe à un niveau artificiellement élevé, la position détenue est liquidée.
- Le fait de faire évoluer l'écart entre le prix acheteur et le prix vendeur (*bid-offer spread*) à des niveaux artificiels, en abusant du pouvoir de marché.

2. LES IMPLICATIONS EN TERMES D'ORGANISATION POUR LES ÉTABLISSEMENTS

Pour assister les régulateurs dans leur mission de surveillance, le Règlement prévoit un ensemble de mesures préventives à mettre en œuvre chez les établissements bancaires et les prestataires de services d'investissement, concernant notamment les transactions personnelles des collaborateurs et la prévention de la circulation induite des informations privilégiées (cf. Chapitre 2, *Gouvernance, rémunération et bonne conduite des émetteurs, déclinaison opérationnelle des principes de bonne conduite et de déontologie*).

2.1. L'organisation et les procédures des établissements

Chaque établissement doit mettre en place une organisation et des procédures destinées à :

- détecter et déclarer à l'AMF toute opération dont l'établissement a des raisons de suspecter qu'elle pourrait constituer une opération d'initié ou une manipulation de cours ;
- établir et mettre à jour une typologie des opérations suspectes permettant de déceler celles qui doivent donner lieu à notification.

Il s'agit ici d'une **obligation de moyens** et non de résultat : la responsabilité de l'établissement ne peut être engagée s'il apporte la preuve que l'ensemble des moyens, objet de l'obligation, ont été mis en œuvre.

2.2. Les moyens mis en œuvre par les établissements

Le dispositif global s'articule autour de plusieurs axes :

- **la mise en place** d'un pôle « déclaration des opérations suspectes » doté d'un responsable ;
- la formation **des collaborateurs des fonctions concernées** : sensibilisation régulière aux problématiques d'abus de marché en fonction de leur risque d'exposition (formation répertoriée, contenu actualisé) ;
- **la surveillance des opérations de bourse du personnel concerné** (« transactions personnelles »), notamment dans le cadre du dispositif de détection et de surveillance des conflits d'intérêts ;

- **une connaissance des clients adaptée et actualisée** permettant d'identifier des clients qui pourraient détenir des informations privilégiées sur un titre coté du fait de leurs fonctions ou de celles de leur conjoint ou d'un proche. Le devoir de conseil doit être assuré avec discernement et vigilance ;
- **une obligation de vigilance** de la part des collaborateurs sensibilisés qui doivent remonter toute information au pôle chargé de déclarer les opérations suspectes ;
- **la mise en place d'un dispositif de détection** des opérations suspectes (signaux, contrôles, procédure écrite de détection et de déclaration) permettant un *reporting* formalisé au pôle chargé de déclarer les opérations suspectes ;
- **une analyse et un filtrage préalable des informations** remontées par le pôle chargé de déclarer les opérations suspectes avant de décider d'une éventuelle déclaration à l'AMF ;
- **une déclaration de conflit d'intérêts** lorsque l'émetteur d'une recommandation d'investissement détient une position sur la société objet de son analyse.

2.3. Objectifs de l'organisation des établissements

L'organisation mise en place doit permettre de répondre à trois critères :

- favoriser la rapidité de détection et d'analyse des cas soumis ;
- permettre d'assurer la confidentialité requise dans le cadre de l'analyse des cas aboutissant à d'éventuelles déclarations ;
- permettre aux personnes rattachées au pôle chargé de déclarer les opérations suspectes d'avoir une bonne connaissance des activités concernées.

2.4. Quelques exemples d'indicateurs d'opérations suspectes

Les situations suivantes sont des indicateurs pouvant être intégrés dans le dispositif de surveillance et permettant de générer des alertes de cas potentiels d'abus de marché qui doivent être analysées au cas par cas :

- concentration de transactions et/ou d'ordres inhabituelle par rapport à un instrument financier ou à un ou plusieurs clients donnés, en particulier avant la diffusion d'informations au public ;
- répétition inhabituelle de transactions similaires au cours d'une certaine période ;
- ordres / transactions représentant une part significative du volume quotidien des transactions, sur un instrument financier et qui ont entraîné une variation sensible de son cours, notamment lorsque la liquidité ou la profondeur du carnet d'ordres ne suffit pas ;
- variation importante du cours d'un instrument financier ou de son sous-jacent provoquée par des personnes détenant des positions vendeuses ou acheteuses significatives ;
- ordres émis modifiant la représentation des meilleurs prix affichés à l'offre et à la demande puis annulés avant exécution, plus particulièrement pour les instruments financiers peu liquides ou cotés au *fixing* ;
- renversements de positions sur une courte période, éventuellement associés à des variations du cours ;
- opérations n'entraînant aucun changement de propriétaire bénéficiaire d'un instrument financier ou destinées à valoriser une position sans en modifier sa taille, par exemple des transactions de type « achetés / vendus » ;
- transactions réalisées au moment ou à un instant proche d'un point de référence de la journée de négociation (ex. : ouverture, clôture, *fixing*, calcul des appels de marge, etc.) ayant un impact significatif (volume, cours), notamment eu égard à leurs tailles ;
- transactions dont le but semble être d'impacter le cours du sous-jacent d'un instrument financier dérivé par rapport à son prix d'exercice à l'échéance ;
- ouverture d'un compte par un client suivie immédiatement d'un ordre important ou inattendu sur une valeur donnée (particulièrement si le client insiste sur le fait que la transaction est urgente ou doit être exécutée avant une date limite) ;
- demande d'exécution immédiate d'un ordre quel que soit le cours auquel il sera exécuté ;

- transactions significatives réalisées pour le compte de personnes ayant un lien avec l'émetteur y compris des actionnaires importants de l'émetteur et ce, précédant l'annonce d'événements concernant l'émetteur ;
- changement significatif dans le type d'investissement ou dans le profil de l'investisseur (type de valeurs, montant investi, durée de conservation...) ;
- immixtion d'un client dans ses opérations gérées sous mandat (quand le mandat a prévu cette possibilité).

2.5. Les sondages de marché

Un **sondage de marché** consiste en la **communication d'informations, par un émetteur, un cédant ou un acquéreur d'un instrument financier, avant l'annonce d'une transaction**, afin d'évaluer l'intérêt d'investisseurs potentiels pour une transaction éventuelle et les conditions de cette transaction (volume, prix, intérêt).

Par sa nature, le sondage de marché conduit à la communication d'informations sur l'émetteur et la transaction envisagée qui peuvent être constitutives d'informations privilégiées. De ce fait, il convient de s'assurer du respect des **règles de confidentialité et d'abstention**.

Le Règlement MAR et les textes réglementaires afférents définissent des règles contraignantes pour la mise en œuvre de ces sondages de marché, notamment :

- pour le « sondeur » (*disclosing market participant* ou *DMP*), qui agit pour le compte de l'émetteur ou de l'initiateur de la transaction :
 - rédaction d'une procédure interne spécifique,
 - établissement d'une liste nominative des personnes sondées,
 - obtention du consentement de la personne sondée,
 - informations données à la personne sondée,
 - conservation des enregistrements...
- pour la « personne sondée » (*person receiving the market sounding* ou *MSR*), investisseur ciblé par le sondage :
 - rédaction d'une procédure interne spécifique,
 - désignation d'une personne spécifique pour participer au sondage,
 - détermination des périodes de confidentialité...

3. LES IMPLICATIONS POUR LES ÉMETTEURS

3.1. Publication de l'information privilégiée

Tout émetteur rend publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui le concernent. Il veille à ce que ces informations soient rendues publiques d'une façon permettant un accès rapide et complet à ces informations ainsi qu'une évaluation correcte et rapide de celles-ci par le public.

L'émetteur peut, sous sa responsabilité, différer la publication d'une information privilégiée, sous réserve du respect des trois conditions cumulatives suivantes :

- la publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ;
- le retard de publication n'est pas susceptible d'induire le public en erreur ;
- l'émetteur est en mesure d'assurer la confidentialité de ladite information.

Lorsqu'il a différé la publication d'une information privilégiée, l'émetteur en informe l'AMF, qui peut demander des justifications complémentaires à ce différé.

■ Cas particulier de l'émetteur Établissement de crédit ou Établissement financier

Il peut également différer la publication d'une information privilégiée le concernant si une publication immédiate comporte le risque de porter atteinte à la stabilité financière, qu'un tel différé est dans l'intérêt public et que la confidentialité peut en être assurée. Dans ce cas, l'émetteur informe l'AMF qui examine la demande avant de donner son accord pour ce différé.

3.2. Établissement de listes d'initiés

Les émetteurs doivent établir une liste des personnes qui travaillent pour eux et qui ont accès à des informations privilégiées. Ils doivent mettre à jour régulièrement cette liste et la communiquer à l'autorité compétente dès que possible à la demande de celle-ci.

Ils doivent aussi s'assurer que les personnes figurant sur la liste d'initiés reconnaissent par écrit les obligations légales et réglementaires correspondantes et aient connaissance des sanctions applicables aux opérations d'initiés et à la divulgation illicite d'informations privilégiées.

La liste d'initiés contient à tout le moins :

- l'identité de toute personne ayant accès à des informations privilégiées ;
- la raison pour laquelle cette personne figure sur la liste d'initiés ;
- la date et l'heure auxquelles cette personne a eu accès aux informations privilégiées ;
- la date à laquelle la liste d'initiés a été établie.

Les émetteurs conservent la liste d'initiés pour une période d'au moins cinq ans après son établissement ou sa mise à jour.

3.3. Obligations de déclaration pour les dirigeants

Les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et les personnes ayant un lien étroit avec elles notifient à l'émetteur et à l'AMF les transactions effectuées pour leur compte propre et se rapportant aux actions ou à des titres de créance dudit émetteur, ou à des instruments dérivés ou à d'autres instruments financiers qui leur sont liés.

Ces notifications sont effectuées dans un délai de trois jours ouvrables après la date de la transaction.

4. L'OBLIGATION DE DÉCLARATION DE SOUPÇONS À L'AMF

4.1. Le principe

Une disposition importante du Règlement MAR est l'obligation faite aux établissements bancaires et financiers de déclarer les transactions suspectes à l'AMF.

L'établissement doit effectuer une déclaration dès lors qu'elle a des raisons de soupçonner une opération d'initié ou une manipulation de marché (manipulation de cours ou diffusion d'informations fausses ou trompeuses).

Les déclarants sont tenus par une obligation de confidentialité.

Aucune poursuite ne peut être intentée contre les déclarants de bonne foi.

L'omission de déclarations d'opérations suspectes sur de possibles abus de marché fait peser un risque de sanction pour l'établissement.

■ Le lancement d'alerte (*whistleblowing*) en matière d'abus de marché

La loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique a instauré un dispositif général de déclaration d'alerte aux autorités et de protection des lanceurs d'alerte (procédure de *whistleblowing*).

Ainsi, **toute personne qui constate une violation potentielle ou réelle d'abus de marché doit alerter l'AMF.**

La loi assure la confidentialité de sa démarche, sa protection et son assistance juridique en cas de procès.

Le lanceur d'alerte doit avoir agi de manière désintéressée et de bonne foi.

4.2. La procédure

Dans un établissement, la **décision de déclarer est prise par le responsable des déclarations des opérations suspectes** ou au sein d'un comité consultatif d'aide à la décision.

L'établissement doit être en mesure d'expliquer les raisons de toute déclaration ou de toute décision de ne pas déclarer et **doit conserver les éléments de justification**. Les informations réunies lors de l'analyse des cas d'opérations suspectes doivent être conservées pendant trois ans au minimum.

Les **déclarations d'opérations suspectes**, dénommées « DOS » (ou SOR pour *suspicious transaction and order reports*), doivent être effectuées **auprès de l'AMF « sans retard »** à partir du moment où tous les éléments permettant de prendre la décision de déclarer ont été réunis. Les déclarations s'effectuent, suivant un modèle fourni par l'AMF, via un outil dédié appelé « Sesterce » qui en assure la confidentialité.

L'omission de déclaration d'opérations suspectes sur de possibles abus de marché fait peser un risque de sanction pour l'établissement.

Remarque : en septembre 2020, l'AMF et l'Agence française anticorruption (AFA)⁵⁸ ont signé un protocole de coopération marquant la volonté des deux autorités d'échanger des informations et de partager leurs expériences respectives, afin de renforcer la lutte contre les atteintes à la probité et les infractions boursières.

5. LES SANCTIONS ADMINISTRATIVES ET PÉNALES

En cas de soupçon d'irrégularité, le secrétaire général de l'AMF peut décider de l'ouverture d'une enquête sur des faits susceptibles de constituer des infractions boursières. L'enquête donne lieu à la rédaction d'un rapport présenté par le secrétaire général à l'une des commissions spécialisées du Collège qui peut décider l'ouverture d'une procédure de sanction.

Les auteurs d'infractions boursières encourent des sanctions administratives (disciplinaires et pécuniaires) ou pénales.

La jurisprudence de la Cour européenne des droits de l'homme et du Conseil constitutionnel a remis en cause le système français de double répression administrative et pénale des abus de marché. De ce fait, la loi du 21 juin 2016 a instauré un nouveau système de répression des abus de marché en droit français, réparti entre, d'une part, le juge pénal et d'autre part, la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers.

Le nouveau dispositif consiste à mettre en œuvre pour la poursuite des faits reprochés, un système d'aiguillage des dossiers consistant à choisir la voie qui paraît la mieux adaptée : voie pénale ou voie administrative.

La loi du 21 juin 2016 a également permis au Collège de l'AMF de proposer une composition administrative (appelée usuellement « transaction ») aux personnes mises en cause au titre d'abus de marché ou de manquement aux obligations d'information.

■ Les sanctions administratives relevant de la Commission des sanctions de l'AMF

Elles concernent les prestataires de services d'investissement et leurs salariés personnes physiques ou toute autre personne auteur d'infraction.

Sanctions administratives (article L. 621-15 III du Code monétaire et financier)			
	À l'encontre du PSI	À l'encontre des personnes physiques placées sous l'autorité du PSI ou agissant pour son compte	À l'encontre de toute autre personne
Sanction disciplinaire	<ul style="list-style-type: none"> • Avertissement • Blâme • Interdiction à titre temporaire ou définitif de tout ou partie des services fournis 	<ul style="list-style-type: none"> • Avertissement • Blâme • Retrait temporaire ou définitif de la carte professionnelle • Interdiction temporaire de négocier pour leur compte propre • Interdiction à titre temporaire ou définitif de l'exercice de tout ou partie de l'activité 	Non applicable
Sanction pécuniaire maximum	<ul style="list-style-type: none"> • 100 millions euros • ou décuple du montant des profits retirés (*) 	<ul style="list-style-type: none"> • 15 millions euros • ou décuple / quintuple du montant des profits retirés 	<ul style="list-style-type: none"> • 100 millions d'euros • ou décuple du montant des profits retirés (*)

(*) Le montant de la sanction pécuniaire peut être dans certains cas porté jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne sanctionnée. Les sommes sont reversées au Trésor Public.

⁵⁸ Pour plus d'informations sur l'Agence française anticorruption, se reporter au Chapitre *Sécurité financière : la réglementation pour la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme*, paragraphe *L'Agence française anti-corruption*.

■ Les sanctions pénales relevant des poursuites du Parquet national financier

Sanctions pénales (articles L. 465-1 à L. 465-3-3 du Code monétaire et financier)		
Délits	Emprisonnement (max)	Amendes (max)
Faire usage de l'information privilégiée en réalisant ou annulant des opérations pour son propre bénéfice ou celui d'un tiers	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)
Recommander, faire usage ou communiquer la recommandation d'une opération en sachant qu'elle est fondée sur une information privilégiée	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)
Communiquer une information privilégiée	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)
Réaliser une opération ou adopter un comportement qui donne ou est susceptible de donner une indication fausse ou trompeuse sur le cours d'un instrument financier	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)
Diffuser par tout moyen des informations fausses ou trompeuses susceptibles d'influencer le cours d'un instrument financier	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)
Tout comportement aboutissant à la manipulation du calcul d'un indice de référence	5 ans	100 millions d'euros ou décuple du profit retiré (*)

(*) Le montant de la sanction pécuniaire peut être dans certains cas porté jusqu'à 15 % du chiffre d'affaires annuel total de la personne sanctionnée. Les sommes sont reversées au Trésor Public.

La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers **peut établir la détention et l'utilisation d'une information privilégiée par un faisceau d'indices concordants, à défaut de preuve matérielle.**

La communication d'une information privilégiée peut être établie sans que la Commission des sanctions n'ait l'obligation d'établir précisément les circonstances dans lesquelles l'information est parvenue à la personne qui l'a reçue.

■ Mise en jeu de la responsabilité pénale

La réglementation, en dépit des démarches insistantes de l'ensemble des banques et entreprises d'investissement en Europe, **supprime la notion « d'intentionnalité » dans la définition des délits**, pour mettre **l'accent sur les comportements** (même non intentionnels, voire passifs) **des acteurs**. Les dispositions du Code pénal ont intégré ce changement.

■ Manquement autonome d'entrave

La loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 institue un « manquement autonome d'entrave » à toute personne qui refuse, dans le cadre d'une enquête, de donner accès à un document, quel qu'en soit le support, de communiquer des informations, de répondre à une convocation ou de donner accès à des locaux. Cette disposition apparaît clairement dans la charte du contrôle de l'AMF.

■ Coopération internationale

Afin de lutter contre les abus de marché impliquant des transactions transfrontières, la Réglementation MAR impose aux autorités de tutelle des États membres de l'Union européenne de partager des informations et de coopérer dans le cadre des enquêtes et des procédures pénales relatives à des éventuels abus de marché.

En outre, lorsqu'une autorité de tutelle d'un État membre a de bonnes raisons de soupçonner qu'un abus de marché a été commis sur le territoire d'un autre État membre par des entités qui ne sont pas soumises à sa surveillance, elle en informe l'autorité compétente de cet autre État membre.

De même, l'harmonisation des sanctions au sein de l'Union européenne a pour effet de faire disparaître toute impunité des auteurs d'abus de marché lorsque les transactions sont transfrontalières.

La mise en œuvre de la coopération avec des autorités de tutelle de pays non membre de l'Union européenne est soumise à la conclusion d'accords de coopération avec ces pays tiers. Les échanges sont alors effectués dans le cadre du respect de la réglementation relative aux données confidentielles – Directive 95/46/CE et Règlement (CE) 45/2001.

6. LE LATE TRADING ET LE MARKET TIMING

Le *late trading* est une opération de souscription ou de rachat de parts d'OPC hors délai.

Elle consiste, pour l'établissement qui centralise les ordres de souscription ou de rachat, à accepter d'exécuter des ordres après l'heure (ou date) limite d'acceptation fixée dans la notice ou le prospectus de l'OPC.

Une telle opération est proscrite.

Pour parer les risques de *late trading*, le centralisateur doit contrôler le respect de la date et de l'heure limite de centralisation des ordres de souscription et de rachat mentionnées dans le prospectus.

Pour pallier les risques de *late-trading*, il convient de préciser l'heure limite des réceptions des ordres chez le ou les établissements auxquels la société de gestion a confié le soin de leur centralisation. Il revient au centralisateur de contrôler le respect de la date et de l'heure limite de centralisation des ordres de souscription et de rachat mentionnées dans le prospectus.

Le *market timing* est une opération d'arbitrage sur valeur liquidative.

Elle consiste à tirer profit d'un éventuel décalage entre la valeur comptable et la valeur de marché d'un fonds, écart de cours notamment lors de décalages horaires sur des valeurs étrangères.

Pour faire usage du *market timing*, la personne, à qui le gérant a donné la composition exacte du portefeuille du fonds, procède à sa propre évaluation de ce portefeuille et la compare à celle faite par la société de gestion à une heure et date données selon les modalités fixées par le prospectus du fonds. L'arbitragiste traque surtout les valeurs sous-évaluées. Il revendra ses parts, lorsque la nouvelle valeur liquidative aura été publiée, prenant en compte les éléments d'information provenant du marché, rétablissant ainsi le « juste » prix. Il réalise donc un profit grâce à cet aller et retour.

■ Risques et contrôles

De telles pratiques génèrent de nombreux ordres (allers et retours d'achats et de ventes dans un laps de temps très court) ce qui entraîne **des coûts** pour l'OPC et par conséquent une **réduction de sa performance**. De plus, le profit réalisé par les arbitragistes (ou investisseurs mettant en œuvre ces pratiques) **porte atteinte à l'égalité de traitement** de l'ensemble des investisseurs.

Ces pratiques constituent des manquements à la réglementation et sont donc passibles de sanctions de la part de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers.

L'AMF a publié une position sur les pratiques de *market timing* et de *late trading*. La société de gestion de portefeuille doit disposer de procédures relatives à la gestion des OPC et aux relations avec les investisseurs lui permettant de déceler et éviter le *market timing* et le *late trading*. C'est le Responsable de la conformité et du contrôle interne qui y veille.

7. LE FRONT RUNNING

Le *front running* constitue une forme de délit d'initié. Elle correspond à l'utilisation d'une information privilégiée ayant une influence sur les cours pour prendre une position.

Le *front running* consiste pour un courtier à utiliser la connaissance qu'il a des ordres importants transmis par ses clients en attente d'exécution et à anticiper les décalages de cours que ces ordres vont générer afin de prendre des positions à son avantage.

■ Exemple

Lorsqu'un client est sur le point de placer un important ordre d'achat pour une action, le courtier qui reçoit cette instruction va acheter une petite quantité de cette même action pour son propre compte juste avant d'exécuter l'instruction de son client. Il bénéficiera ensuite de la hausse mécanique des prix en plaçant l'ordre d'achat de son client sur le marché. Il pourra ensuite revendre quelques instants plus tard les actions qu'il a achetées pour son propre compte et réaliser un profit sans risque.

Cette technique contrevient à l'obligation de *Best execution*.

■ Les sanctions

Cette pratique constitue un manquement à la réglementation et est donc passible de sanctions de la part de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers.

Pour aller plus loin

- Site Internet de l'AMF : www.amf-france.org
- Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil sur les abus de marché (MAR), 16 avril 2014 et Règlement délégué (UE) n° 958/2016 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le Règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché (MAR)
- Règlement délégué (UE) n° 2016/957 de la Commission du 9 mars 2016 complétant le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil par des normes techniques de réglementation concernant les mesures, systèmes et procédures adéquats et les modèles de notification à utiliser pour prévenir, détecter et déclarer les pratiques abusives ou les ordres ou transactions suspects
- Directive n° 2014/57/UE du Parlement européen et du Conseil relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché (MAD), 16 avril 2015
- Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché
- Code monétaire et financier – Partie législative
 - Livre IV : Les marchés – Titre VI : Dispositions pénales
 - Chapitre V : Infractions relatives à la **protection des investisseurs** – Section 1 : Atteintes à la transparence des marchés – Articles L. 465-1 à L. 465-3-6
 - Chapitre VI : Dispositions communes – Article L. 466-1
 - Livre V : Les prestataires de services – Titre I^{er} : Prestataires de services bancaires – Chapitre I^{er} : Dispositions générales
 - Section 5 : Le secret professionnel – Article L. 511-34
 - Livre VI : Les institutions en matière bancaire et financière – Titre II : L'Autorité des marchés financiers – Section 4 : Pouvoirs
 - Sous-section 4 : Injonctions, mesures d'urgence et autres mesures – Article L. 621-14
 - Sous-section 5 : Sanctions – Articles L. 621-15, L. 621-17-1 et L. 621-17-1-1
 - Sous-section 6 : Déclaration d'opérations suspectes – Articles L. 621-17-3 à L. 621-17-7
 - Sous-section 7 : Autres compétences – Article L. 621-18-2
- Code monétaire et financier – Partie réglementaire
 - Livre IV : Les marchés – Titre VI – Chapitre V : Infractions relatives à la protection des investisseurs
 - Section unique : Atteintes à la transparence des marchés – Article R. 465-1 à R. 465-4
- Règlement général de l'AMF
 - Livre III Titre 1 chapitre V Section 2 : Gestion des informations privilégiées et restrictions applicables au sein des prestataires de services d'investissement
 - Livre VI - Abus de marché : Opérations d'initiés et manipulations de marché
- Instruction AMF n° 2008-05 relative à la déclaration des opérations suspectes
- Position-recommandation AMF n° 2016-08 – Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée
- Position AMF n° 2004-07 – Les pratiques de *market timing* et de *late trading*
- Position AMF n° 2017-02 – Personnes visées par les sondages de marché
- Instruction AMF n° 2018-13 – Procédures permettant le signalement à l'AMF des violations de la réglementation par les lanceurs d'alerte
- Décision AMF n° 2018-01 - Instauration des contrats de liquidité sur titres de capital au titre de pratique de marché admise, du 2 juillet 2018
- Guide AMAFI-FBF : Dispositifs de lutte contre les abus de marché, juin 2017