



Faculté de droit et de criminologie

Institut pour la recherche interdisciplinaire en sciences juridiques

Centre de recherche interdisciplinaire "Droit, entreprise et société" - Jean Renauld
CRIDES

Droit des produits financiers (DROP 2032)

Les abus de marché

Matthieu Duplat

23 mars 2026

Université Catholique de Louvain, année académique 2025-2026

Sources

- Règlement (UE) Abus de marché 596/2014 (MAR)
- Directive 2014/57/EU relative aux sanctions pénales en cas d'abus de marché
- Loi du 2 août 2002 (articles 2, 14°, 25, 36, 39, 40, 40 bis et 69 bis) telle que modifiée pour la dernière fois par la loi du 20 décembre 2023
- ESMA, Guidelines
- Circulaire de la FSMA du 18 mai 2016 (FSMA_2016_08) (dernière mise à jour: 4 décembre 2024)
- EU Listing Act approuvé par le Conseil le 8 octobre 2024 et en vigueur depuis le 4 décembre 2024

- La notion d'abus de marché
 - Les délits d'initié (abus d'information privilégiée)
 - Les manipulations de marché (les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations)

- Pourquoi lutter contre les abus de marché ?
 - assurer l'intégrité des marchés en veillant à respecter l'égalité de traitement entre actionnaires
 - renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés, notamment en assurant qu'ils ne seront pas lésés par rapport aux initiés
- « Le problème de l'opération d'initié n'est pas tant l'avantage indû qu'elle apporte à la personne qui en bénéficie que le dommage qu'elle cause au marché, en minant la confiance des investisseurs » (Ph. LAMBRECHT et M. DUPLAT, « L'utilisation de l'information privilégiée dans une opération d'initié : une présomption réfragable », R.P.S., 2010, p. 82)

Faculté de droit et de criminologie

Institut pour la recherche interdisciplinaire en sciences juridiques

Centre de recherche interdisciplinaire "Droit, entreprise et société" - Jean Renauld

CRIDES

La notion d'information privilégiée

La notion d'information privilégiée

- Une information est privilégiée (MAR, art. 7 (1)(a)) lorsque
 - elle n'a pas été rendue publique
 - elle a un caractère précis
 - elle concerne directement ou indirectement un émetteur ou un instrument financier
 - elle est susceptible d'influencer de manière sensible le cours des instruments financiers concernés ou celui d'instruments financiers dérivés liés

Une information non publique

- le caractère « non-public » d'une information n'est pas défini par la loi
- une information peut être devenue publique par un autre canal qu'une communication de l'émetteur
- pas de caractère privilégié si tout investisseur normalement doté des moyens nécessaires à la collecte des informations que tout investisseur raisonnable prend en considération a eu la possibilité d'y avoir accès
- une période de 30 minutes est nécessaire entre le moment de la diffusion de l'information et la perte de son caractère « non-public »

Une information précise

- Tests de matérialité et de spécificité : MAR, Article 7 (2)
- « elle fait mention d'un ensemble de circonstances qui existe ou dont on peut raisonnablement penser qu'il existera ou d'un événement qui s'est produit ou dont on peut raisonnablement penser qu'il se produira, et si elle est suffisamment précise pour que l'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de cet ensemble de circonstances ou de cet événement sur le cours [...]. »

Une information précise – Matérialité

- Arrêt *Geltl* (CJUE, 28 juin 2012): critère de la « perspective réelle »
- ≠ rumeurs
- Événements ou circonstances futurs
- dont il est raisonnable ex ante de tirer une conclusion
- même si l'événement ne se réalise pas dans le futur
- Processus en étapes (MAR, art. 7 (2) et (3))

Une information précise – Spécificité

- elle permet à un investisseur raisonnable de prendre une décision d'investissement sans risque financier ou avec un risque financier très faible
- elle doit donc avoir un effet positif ou négatif clair sur le cours de bourse
- Arrêt LaFonta (CJUE, 11 mars 2015) : pas nécessaire de pouvoir déduire, avec suffisamment de certitude, le sens de l'impact sur le cours de bourse
- Investisseur raisonnable: qui pense et agit de manière rationnelle (ESMA)

Une information sensible

- Elle est susceptible d'influencer de façon sensible le cours des instruments financiers lorsqu'un investisseur raisonnable serait susceptible de l'utiliser en tant que faisant partie des fondements de ses décisions d'investissement.
- Appréciation ex ante : détermination du degré de probabilité avec lequel l'effet peut raisonnablement être anticipé

Une information sensible

Les facteurs indicatifs :

- l'ampleur anticipée des opérations eu égard à la totalité des activités de la société
- la pertinence de l'information concernant les éléments déterminants du prix
- la fiabilité de la source
- toutes les variables du marché
- ce type d'information a eu par le passé un effet significatif sur le prix
- des rapports d'analystes ont indiqué que ce type d'information était sensible
- l'émetteur l'a considérée comme telle dans le passé¹³

Le contenu de l'information

Une information qui concerne l'émetteur

- modifications de la composition des organes
- changement de contrôle
- opération sur le capital
- litiges (significatifs)
- modifications (pertinentes) de la valeur de l'actif
- responsabilité (sérieuse) du fait des produits et environnementale
- ...

Quand une information privilégiée doit-elle être rendue publique par un émetteur?

- Dès que possible (MAR, art. 17(1))
- Dans le cadre d'un processus en plusieurs étapes, seul l'événement final devra être divulgué dès que possible
- Report possible si
 - a) La publication immédiate est susceptible de porter atteinte aux intérêts légitimes de l'émetteur ; et
 - b) L'information n'est pas en contradiction avec la dernière annonce publique de l'émetteur sur la même matière ; et
 - c) La confidentialité de l'information doit être assurée (MAR, art. 17(4))

- L'atteinte aux intérêts légitimes (ESMA, Guidelines):
 - Négociations qui risquent d'être mises en péril si l'information devient publique
 - Viabilité financière de l'émetteur en danger grave ou imminent (autre qu'une procédure d'insolvabilité)
 - Décision pas encore adoptée par les organes compétents
 - Protection des droits intellectuels (invention, etc.)

- La FSMA doit être informée immédiatement après la publication de l'information privilégiée.
- Importance de consigner par écrit, de manière régulière et précise, les raisons du report pour permettre ultérieurement à la FSMA d'évaluer ex ante.

Faculté de droit et de criminologie

Institut pour la recherche interdisciplinaire en sciences juridiques

Centre de recherche interdisciplinaire "Droit, entreprise et société" - Jean Renauld
CRIDES

Le délit d'initié

(Infraction administrative)

Le comportement prohibé

Il est interdit à toute personne qui dispose d'une information privilégiée :

- d'en faire usage en acquérant ou en cédant, pour son compte ou pour le compte de tiers, directement ou indirectement, les instruments financiers sur lesquels porte l'information (MAR, art.8 (1)),
- de communiquer une telle information à une autre personne, si ce n'est dans le cadre normal de l'exercice de son travail, de sa profession, de ses fonctions (MAR, art.10),
- de recommander à un tiers d'acquérir ou de céder ou d'annuler ou modifier un ordre existant, sur la base de l'information privilégiée, les instruments financiers sur lesquels porte l'information (MAR, art.8 (2) et (3)).

Les personnes visées

Toute personne physique ou morale (MAR, art. 8 (4))

- membre CA, CD, surveillance
- actionnaire
- accès à l'information du fait de son travail de sa profession ou de son activité criminelle
- toute autre personne qui possède une information dont elle sait ou devrait savoir qu'elle est privilégiée (=initié secondaire)
- règles d'imputation à la personne morale (MAR, art. 9 (1))

La connaissance du caractère privilégié de l'information

- La personne savait ou devait savoir que l'information est privilégiée
- Allègement de la charge de la preuve
- Faisceau de critères objectifs

L'utilisation de l'information privilégiée (1)

- Affaire Spector
- Les faits:
 - Achats d'actions par Spector à 9,97 € les 11 et 13 août 2003
 - Publication d'informations positives
 - 31 décembre 2003 : 12,5 €
- Décision CBFA
- Cour européenne 23 décembre 2009 (et repris dans MAR, Considérant (24)): Le simple fait qu'une personne détenant une information privilégiée acquiert ou cède des titres auxquels se rapporte cette information entraînera la présomption que cette personne a utilisé cette information

L'utilisation de l'information privilégiée (2)

- Présomption réfragable : l'investisseur peut démontrer que l'utilisation faite de l'information n'était pas contraire à la finalité de la directive (protéger l'intégrité des marchés)
- Si l'initié apporte la preuve que la connaissance de l'information n'a pas pu objectivement influencer son comportement, ou que l'opération n'était pas objectivement de nature à porter atteinte à l'intégrité des marchés et à la confiance des investisseurs, il échappera à la sanction
- Comportements légitimes (MAR, art. 9)
 - une personne exécute un ordre pour le compte de tiers
 - exécution de bonne foi d'une obligation contractuelle ou légale devenue exigible
 - lancement d'une OPA ou fusion
 - intention propre de l'initié

Les exceptions

- la politique monétaire
- les programmes de rachat d'actions propres
- les programmes de stabilisation

L'infraction pénale de délit d'initié

- Similaire à l'infraction administrative sauf
- applicable seulement aux catégories d'initiés primaires
- et aux initiés secondaires si
 - action en connaissance de cause
 - information provient d'un initié primaire
- lien causal (« utilisation ») non présumé
- sanctions : amende, prison

Manipulation de cours

- Manipulations basées sur les transactions et autres comportements (MAR, art. 12(1), a) et b))
- Manipulations basées sur la diffusion ou la transmission d'informations (MAR, art. 12 (1), c) et d))

Les indications fausses et la fixation de cours

Interdiction d'effectuer des transactions ou de passer des ordres :

- qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande, le cours d'un instrument financier ou
- qui fixent, par l'action d'une ou plusieurs personnes agissant de concert, le cours à un niveau anormal ou artificiel
(MAR, article 12 (1) a) et b))

Les indications fausses et la fixation de cours

Exemption si

- raisons légitimes; et
- pratiques de marché admises

Indicateurs: MAR, art. 12 (2) et annexe 1 du MAR

Les procédés fictifs

Interdiction d'effectuer des transactions ou de passer des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice

(MAR, art. 12 (1) b))

La diffusion d'informations

Interdiction de diffuser des informations ou des rumeurs donnant ou susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur les instruments financiers, alors qu'on le sait ou qu'on aurait dû savoir que les informations étaient fausses ou trompeuses (MAR, art. 12 (1) c))

L'affaire GameStop

- Société cotée US – distribution de jeux vidéo en magasins
- Fait l'objet de position à la baisse (« short ») par des investisseurs jugeant son cours trop élevé (les « shorteurs »)
- Vente à découvert: vente d'une action dont le vendeur n'est pas propriétaire au moment de la conclusion du contrat, mais qu'il se procurera au moment de la livraison
- Discussions intenses sur des forums en ligne (WallStreetBets)
- En janvier 2021, la cours de l'action passe de 17 USD à 1.500 USD
- Manipulation de cours basée sur la diffusion d'informations fausses ou trompeuses?

Faculté de droit et de criminologie

Institut pour la recherche interdisciplinaire en sciences juridiques

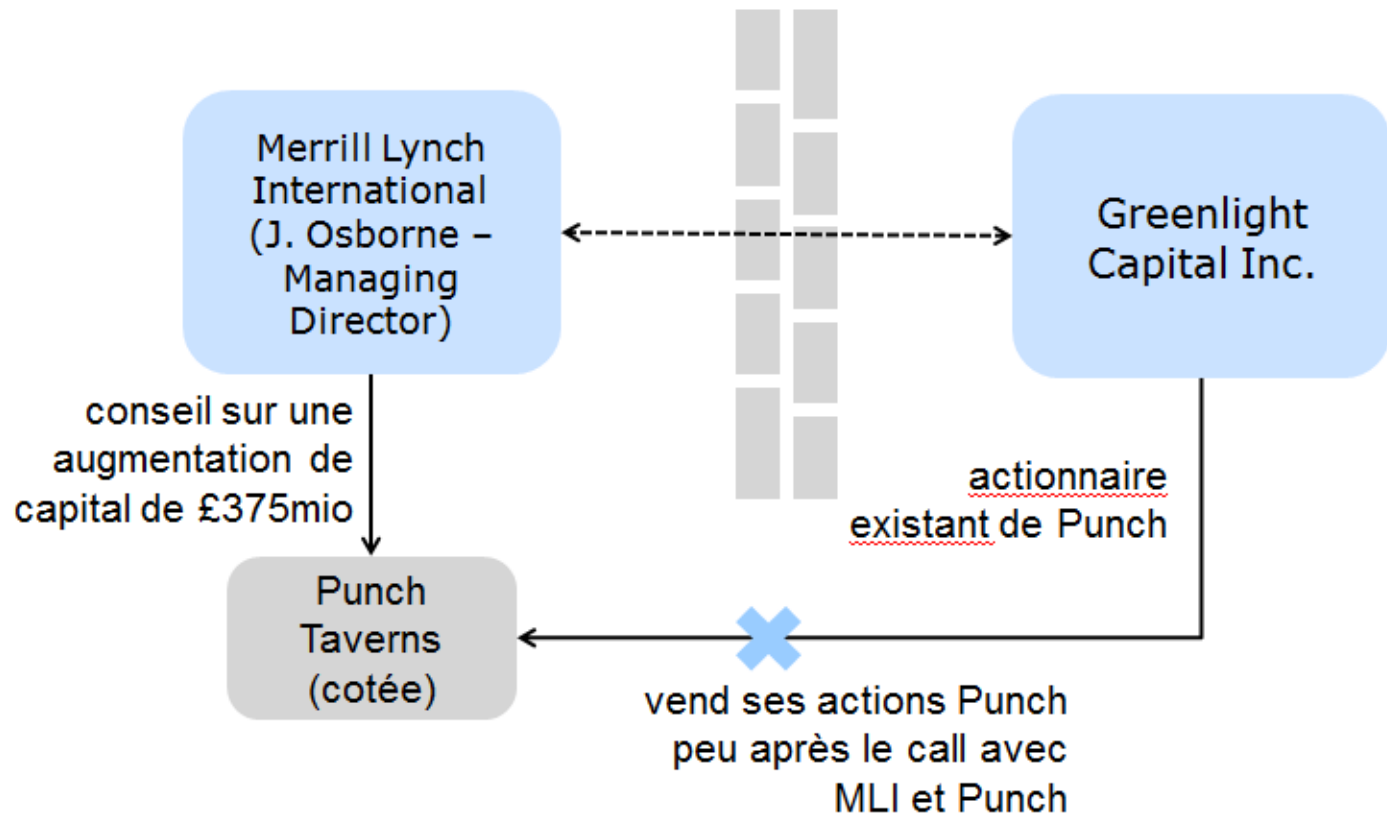
Centre de recherche interdisciplinaire "Droit, entreprise et société" - Jean Renauld

CRIDES

Analyse de cas pratiques

Des délits d'initiés

1. Wall Crossing (J. Osborne) (1)



1. Wall Crossing (J. Osborne) (2)

Les faits :

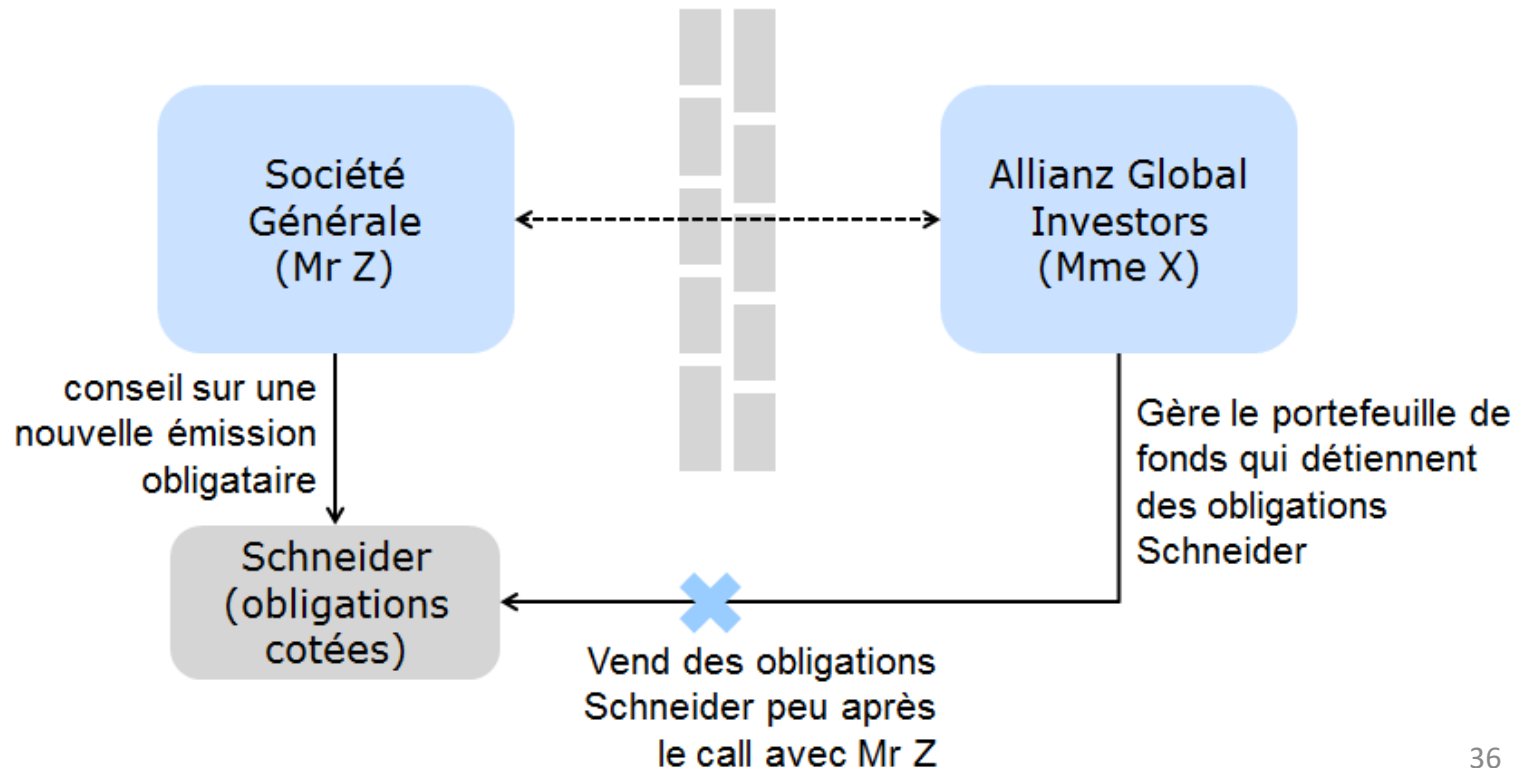
- J. Osborne est un corporate broker expérimenté
- Wall crossing : communication d'information privilégiée à un tiers pour tester le marché, sous engagement de confidentialité
- Greenfield refusa le processus mais reçut néanmoins de l'information privilégiée de MLI (J. Osborne) au cours d'un entretien téléphonique (probable augmentation de capital de Punch)
- Greenfield vendit ensuite ses actions Punch, évitant de la sorte une perte de 5,8 mio £

1. Wall Crossing (J. Osborne) (3)

La décision de la FSA :

- J. Osborne est un insider
- L'information était précise : il était raisonnable que l'évènement (l'augmentation de capital) se produise et fasse baisser le cours
- L'information n'était pas publique
- J. Osborne était un banquier expérimenté
- Greenfield avait refusé le wall crossing
- J. Osborne n'avait pas d'intention méchante et ne s'attendait pas à ce que Greenfield vende ses actions
- Sanction : amende de 350.000£ imposée à J. Osborne et publication

2. Délit d'initié sur obligations (SG & consorts) (1)



2. Délit d'initié sur obligations (SG & consorts) (2)

Les faits :

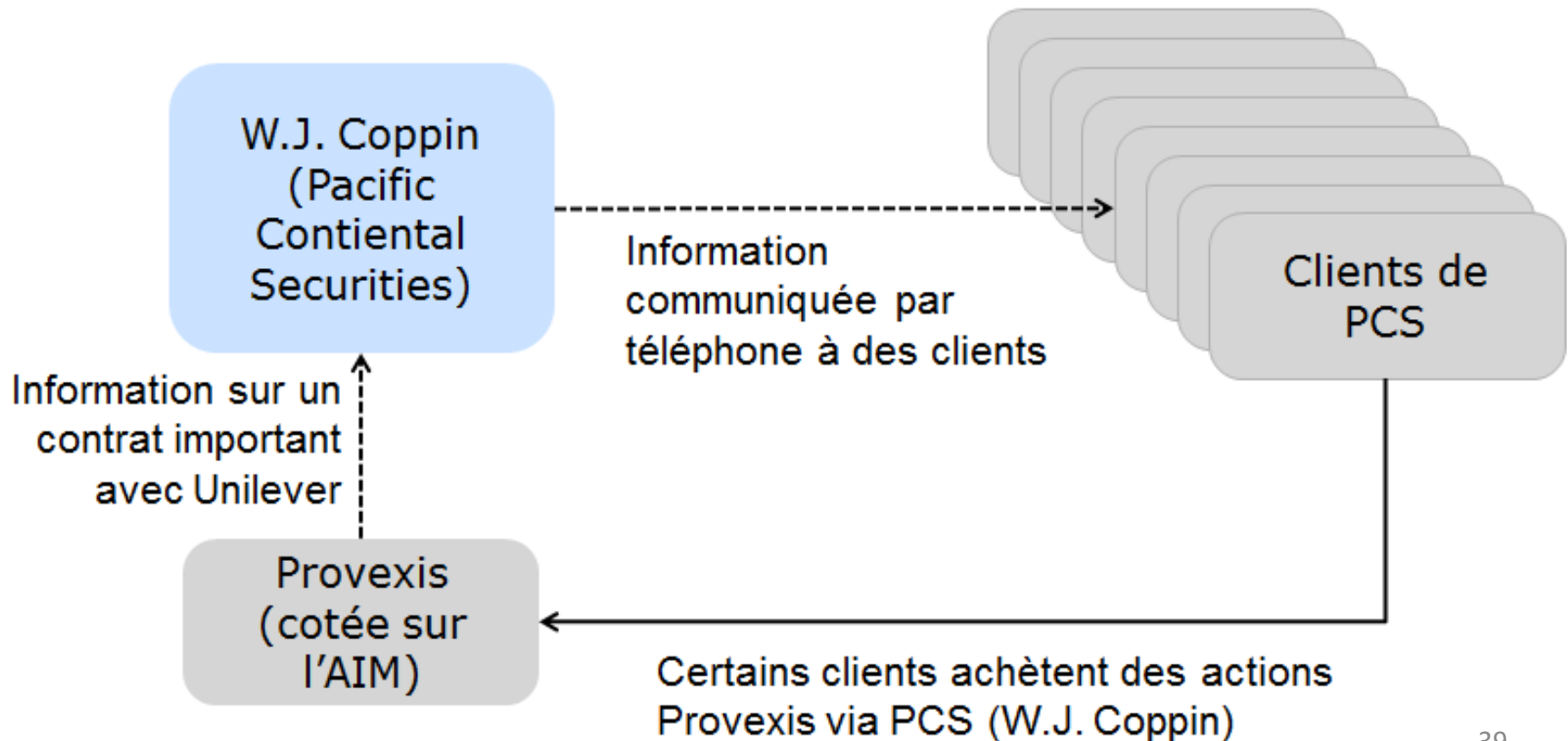
- Schneider envisage d'émettre une nouvelle tranche d'obligations
- Monsieur Z contacte des investisseurs pour tester le spread de la nouvelle émission, en ce compris Madame X de chez Allianz Global Investors (gestionnaire de fonds)
- Monsieur Z ne respecte pas les règles françaises en matière de sondage de marché et ne précise pas à Madame X que l'information revêt un caractère privilégié
- Allianz Global Investors (via Madame X) vend ensuite des obligations existantes de Schneider et évite de la sorte une perte

2. Délit d'initié sur obligations (SG & consorts) (3)

La décision de l'AMF :

- SG a violé les règles en matière de sondage de marché
- L'information communiquée par Mr Z à Mme X était publique et susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des obligations Schneider en circulation
- Madame X a utilisé de l'information privilégiée
- Madame X a réalisé les opérations, dans le cadre de ses fonctions, pour le compte d'Allianz Global Investors
- Sanction : amende pour Société Générale (500.000€), pour Allianz Global Investors (150.000€) et pour Mme X (10.000€) et publication (anonyme pour les personnes physiques)

3. Délit d'initié par un broker (W.J. Coppin) (1)



3. Délit d'initié par un broker (W.J. Coppin) (2)

Les faits :

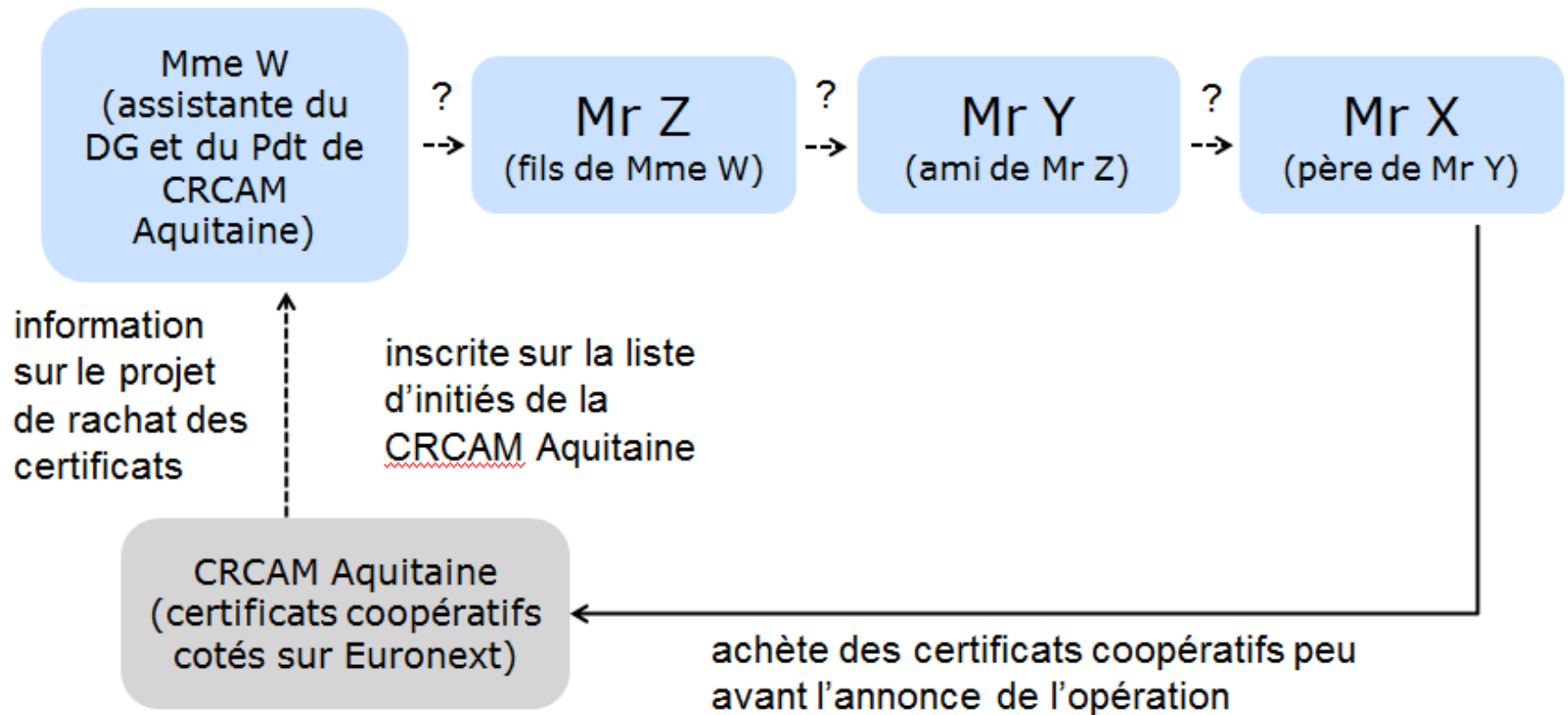
- W.J. Coppin est un broker chez PCS et est en charge des opérations sur SmallCaps cotées sur l'AIM
- Provexis avait préalablement annoncé qu'elle avait conclu un contrat d'1 an avec un tiers et qu'elle allait réaliser une augmentation de capital mais elle n'avait pas encore annoncé qu'elle allait obtenir un contrat de développement à long-terme avec Unilever
- Coppin reçut de collègues un premier script de vente « this script does not exist » et un second « this script exists »
- Il contacte ses clients sur la base du premier script, qui précise qu'un contrat va être annoncé et que le cours de l'action va monter dans les prochains jours
- Suite à l'annonce, le cours de l'action augmente de 20%

3. Délit d'initié par un broker (W.J. Coppin) (3)

La décision de la FSA :

- Le contrat avec Unilever était une information précise et sensible
- Coppin le savait et en a délibérément informé ses clients, utilisant le script « non-existant »
- Les conversations de Coppin avec ses clients étaient enregistrées
- Son bonus était un pourcentage de ses ventes (jusqu'à 10x son salaire fixe)
- Sanction : amende de 70.000£ et une interdiction d'exercer toute fonction en relation avec une activité réglementée (il n'est plus « fit and proper »)

4. Délit d'initié par un tiers (1)



4. Délit d'initié par un tiers (2)

Les faits :

- CRCAM Aquitaine envisage de racheter ses certificats coopératifs avec une prime importante (120% sur la base du dernier cours)
- Les certificats sont des titres très peu connus et très peu liquides
- Peu avant le lancement de l'offre, Mr. X achète 3.265 certificats à un prix de 15,62€ pour un montant total 51.000€
- Mr. X n'a jamais réalisé d'opérations financières auparavant
- Mr. X disposait depuis peu d'une importante somme d'argent (400.000€)
- Mx. X apporte ses certificats à l'offre au prix de 33,6€ et réalise une plus-value de 58.688€

4. Délit d'initié par un tiers (3)

La décision de l'AMF :

- L'information relative à l'opération envisagée par CRCAM Aquitaine était incontestablement précise, non publique à la date de l'opération de Mr. X et de nature à avoir une influence sensible sur le cours des certificats
- Il y a un possible circuit de transmission de l'information privilégiée de Mme. W à Mr. X
- Cependant, le rapprochement des éléments ne permet pas de conclure que seule la détention de l'information privilégiée peut expliquer l'opération
- Décision de l'AMF : Mr. X est mis hors de cause

5. Fei Yan (2017) (1)

- Les faits
 - Fei Yan, 31 ans, chercheur scientifique dans le Massachusetts
 - Profite d'informations privilégiées obtenues par son épouse avocate d'affaire
 - Acquiert des actions et options sur Mattress Firm Holding et Stillwater Mining Company qui allaient être les cibles d'OPA, via un compte-titres ouvert au nom de sa mère en Chine
 - Gain illégal : 120.000 USD
 - Une analyse du PC de Fei Yan montre qu'il a cherché sur Google « Comment la SEC détecte les transactions inhabituelles »

5. Fei Yan (2017) (2)

