

COMPETENCE EXTRATERRITORIALE DE L'AMF ET MANIPULATION DE COURS

Dans sa décision n°9 en date du 28 mai 2021, la Commission des sanctions de l'AMF réaffirme sa compétence pour sanctionner des opérations de manipulation de cours de contrats à terme réalisées sur des marchés à l'étranger lorsque le sous-jacent est une OAT. Elle manifeste une réticence à appliquer les normes européennes lorsque celles-ci sont de nature à remettre en cause cette compétence.

Désignées désormais sous le vocable d'abus de marché depuis l'introduction de cette notion par l'ancienne directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché, abrogée par le règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (« **règlement MAR** » pour *Market Abuse Regulation*), les infractions boursières sont des manquements susceptibles de sanctions administratives prononcées par la commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») conformément à l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier.

La commission des sanctions de l'AMF dispose, en vertu de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, d'une compétence particulièrement étendue pour sanctionner les auteurs d'abus de marché.

Elle peut sanctionner à ce titre aussi bien des prestataires de services d'investissement relevant de son contrôle professionnel, que des particuliers et des entreprises échappant à son contrôle professionnel. C'est une compétence omnibus.

Le §II c) de ce texte lui reconnaît même, sous certaines conditions, une compétence extraterritoriale, à savoir le pouvoir de sanctionner des opérations d'initiés et des manipulations de marché et des opérations d'initiés lorsqu'elles sont commises à l'étranger.

Dans une décision n°9 en date du 28 mai 2021, la Commission des sanctions de l'AMF use de cette compétence extraterritoriale pour prononcer une sanction d'un total de 2.400.000 euros à l'encontre de personnes résidant en dehors du territoire national et réalisant uniquement des opérations sur un marché de contrats à terme étranger.

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW
477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010
Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314
5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54

www.nmw.law



Elle confirme une vision extensive de sa compétence extraterritoriale qu'elle avait déjà eu l'occasion d'exprimer dans une précédente décision n°17 en date du 4 décembre 2019 ayant condamné la banque d'affaires Morgan Stanley à une amende de 20 millions d'euros.

Elle se refuse en revanche à prendre en compte les normes européennes et les traités internationaux lorsque ceux-ci seraient de nature à limiter la compétence que lui reconnaît le législateur français.

1. FAITS ET PROCEDURE

La décision rapportée révèle que la société à responsabilité limitée de droit allemand (*GmbH*) Global Derivative Trading (« **GDT** »), avait émis en 2015 sur le marché réglementé allemand de produits dérivés Eurex un nombre important d'ordres sur des contrats à terme standardisés (*futures*) de taux d'intérêt ayant pour sous-jacent des obligations assimilables du Trésor français (**OAT**).

En février 2017, constatant des mouvements anormaux sur le cours des OAT, le secrétaire général de l'AMF a ordonné une mission d'enquête sur le cours des OAT incluant les marchés de contrats à terme.

L'enquête de l'AMF a révélé que les ordres passés par GDT sur le marché Eurex représentaient plus de la moitié du volume des ordres présents aux 3 meilleurs limites dans le carnet d'ordre et que 97% d'entre eux sur les échéances de septembre et de décembre 2015 étaient systématiquement annulés.

Le rapport d'enquête a été transmis au Collège de l'AMF qui a considéré que les ordres passés par GDT sur le marché Eurex étaient constitutifs d'une manipulation de cours car de nature, au regard des articles 631-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à (i) donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande et le cours des contrats à terme portant sur les OAT et u FOAT et (ii) à caractériser une position dominante dans le carnet d'ordres des contrats à terme créant ainsi de conditions de transaction inéquitables.

Il a adressé une notification de ces deux griefs à GDT et à son dirigeant, marquant ainsi l'ouverture d'une procédure pour manquement de manipulation de cours à leur encontre devant la commission des sanctions de l'AMF.

A l'occasion de leur défense, GDT et de son dirigeant n'ont pas vraiment contesté les griefs notifiés, à savoir la réalité des opérations effectuées sur le marché Eurex ou leur qualification en manipulations de cours au regard des textes applicables.

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW
 477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010
 Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314
 5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54
www.nmw.law



Leurs moyens de défense se sont davantage axés sur un angle procédural.

Ils ont tout d'abord demandé un sursis à statuer en raison de l'existence d'un recours en annulation de la décision et de l'acte de notification des griefs devant la Cour d'appel de Paris, laquelle l'a jugé irrecevable le 27 mai 2021. Les actes préparatoires à une procédure sont, à défaut de dispositions contraires, insusceptibles d'un recours autonome tant que la condamnation n'a pas été prononcée.

Les poursuivis ont ensuite contesté la compétence extraterritoriale de la commission des sanctions de l'AMF.

Ils prétendaient que l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, qui fixe le cadre de sa compétence, devait être lu de manière restrictive et que son contenu était incompatible avec les dispositions du règlement MAR.

Les opérations réalisées par GDT ne portaient pas sur des instruments financiers étrangers admis aux négociations d'un marché réglementé français mais sur des instruments financiers cotés sur un marché réglementé allemand. Elles avaient été réalisées de surcroît en Allemagne par GDT, une société allemande n'ayant aucun lien de rattachement avec la France.

La Commission des sanctions balaye l'ensemble des moyens soulevés par GDT et son dirigeant. Elle considère que le manquement de manipulation de cours est caractérisé, prenant en compte uniquement les opérations sur le marché Eurex et non pas le marché global des OAT, et condamne chacun des poursuivis à une amende de 1.200.000 euros.

2. UNE COMPETENCE EXTRATERRITORIALE ENTENDUE DE MANIERE EXTENSIVE

Pour asseoir sa compétence extraterritoriale, la commission des sanctions se fonde sur une lecture extensive de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier, en faisant le tri entre les différentes versions intervenues depuis 2015.

Ce texte pose à la fois le principe du caractère sanctionnable des manipulations de marché en tant que manquements et il reconnaît à la commission des sanctions de l'AMF une compétence pour sanctionner ceux commis en dehors du territoire français.

Il subordonne toutefois sa compétence extraterritoriale à deux critères alternatifs de rattachement aux intérêts nationaux.

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW
477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010
Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314
5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54
www.nmw.law



L'opération de manipulation doit concerner :

- **(1^{er} critère de rattachement)** un instrument financier ou une unité de quota de gaz à effet de serre coté en France (plus précisément, admis ou ayant fait l'objet d'une demande d'admission aux négociations d'un marché réglementé ou d'une plateforme de négociation multilatérale situés en France) ; ou
- **(2^e critère de rattachement)** un instrument financier dont le cours ou la valeur « dépend du cours ou de la valeur », ou « a un effet sur le cours ou la valeur », d'un instrument financier ou d'une unité de quota de gaz à effet de serre coté en France.

S'agissant du 2^e critère de rattachement, celui-ci a évolué au fil du temps.

Jusqu'à la loi n°2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier se référait à la notion « *d'instrument financier lié* ».

En d'autres termes, la manipulation de cours devait concerner un « *instrument financier lié* » à un instrument financier coté en France pour être sanctionnable.

La loi du 21 juin 2016 a également remplacé les concepts juridiques existants. L'ancienne version du texte sanctionnait des manipulations de cours mais celles-ci étaient définies aux articles 631-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La nouvelle version du texte se réfère aujourd'hui aux manipulations de marché en revoyant aux définitions posées par le règlement MAR.

Les faits soumis à l'appréciation de la commission des sanctions de l'AMF remontaient à 2015, avant la réforme du 21 juin 2016.

C'est donc l'article L. 621-15 dans sa version en vigueur au moment des faits, celle se référant à une manipulation de cours d'un « *instrument financier lié* », et les textes réglementaires pris en application de celui-ci que la commission des sanctions de l'AMF a pris en compte pour apprécier à la fois le manquement et sa compétence extraterritoriale.

La notion « *d'instrument financier lié* » est éminemment ambiguë. Le lien entre deux instruments financiers dont l'un au moins est coté en France imposé par le texte doit-il être juridique, matériel, intellectuel, direct ou indirect ?

GDT et son dirigeant avaient relevé l'ambiguïté rédactionnelle du texte modifié par le législateur français en 2016 justement en raison de son imprécision et ils prétendaient qu'elle devait leur profiter pour échapper à une sanction. Une corrélation de cours entre un

instrument financier coté et un contrat à terme ayant pour sous-jacent celui-ci est un élément factuel mais il n’y a, entre eux, aucun lien au sens strict.

La commission des sanctions rejette cet argument en affirmant qu’il « n’y a, dans le silence de la loi, aucune raison de restreindre la portée des dispositions en cause en retenant une limite que le texte ne contient pas, non plus que de considérer que le lien entre deux instruments financiers au sens de ces dispositions ne peut être que juridique ».

La position de la commission des sanctions n’est pas nouvelle. Elle emprunte les traces de sa précédente décision n°17 en date du 4 décembre 2019 Morgan Stanley.

Dans ces deux décisions, elle s’est prononcée sur des manipulations de cours de instruments financiers à terme dont le sous-jacent est une OAT, négociés sur un marché étranger.

Toutefois à la différence de sa décision rendue en 2019, la commission des sanctions a pu s’appuyer en 2021 sur l’arrêt rendu quelques semaines auparavant par la Cour d’appel de Paris (Cour d’appel de Paris, Pôle 5 - chambre 7, 25 mars 2021, n° 20/02404).

Dans cet arrêt relatif à l’affaire Morgan Stanley, la Cour d’appel de Paris lui donne raison en retenant une lecture extensive de l’ancienne version de l’article L. 621-15 du Code monétaire : « rien n’autorise la Cour à restreindre le champ d’application du texte en retenant une limite qu’il ne contient pas. Il n’est pas davantage permis, pour le même motif, de retenir que le lien entre deux instruments financiers auquel se réfère l’article L.621-15 du code monétaire et financier ne peut être que juridique » (§64 de l’arrêt).

Pour la Cour d’appel de Paris, le principe de légalité des délits et des peines découlant de l’article 8 de la Déclaration des droits de l’homme et du citoyen de 1789, n’a pas vocation à s’appliquer à ce texte bien que son objet soit de sanctionner les manipulations de cours en conférant une compétence à la commission des sanctions pour ceci. La Cour d’appel de Paris invoque une jurisprudence du Conseil constitutionnel qui serait « plus souple dans l’application de ce principe aux sanctions administratives qu’en matière pénale » en se référant au commentaire de la décision n°2017-634 QPC (§61 de l’arrêt).

Fait inhabituel pour être souligné, la Cour d’appel de Paris reconnaît dans son arrêt, une valeur légale à un élément de doctrine, un commentaire de ladite décision dont la pertinence est discutable.

Ce commentaire précise en effet que la souplesse du Conseil constitutionnel s’explique par les « obligations auxquelles les intéressés sont soumis en raison de l’activité qu’ils exercent, de la

profession à laquelle ils appartiennent, de l'institution dont ils relèvent ou de la qualité qu'ils revêtent » (page 15 du commentaire).

Or l'affaire soumise à la Cour d'appel de Paris ne concernait pas une procédure disciplinaire visant à sanctionner des manquements propres à la profession, l'institution ou la qualité de Morgan Stanley.

L'affaire portait sur une infraction de droit commun, une manipulation de cours sur laquelle la commission des sanctions exerce une compétence omnibus sur toutes personnes physiques et morales quelle que soit leur statut ou leur profession.

On remarquera également que l'arrêt de la Cour d'appel de Paris ne prend pas en compte le principe d'intelligibilité.

Or la loi pour être applicable doit être « *énoncée avec assez de précision pour permettre au citoyen de régler sa conduite ; en s'entourant au besoin de conseils éclairés, il doit être à même de prévoir, à un degré raisonnable dans les circonstances de la cause, les conséquences de nature à dériver d'un acte déterminé* » (CEDH, Sunday Times c/ Royaume-Uni, 26 avr. 1979, A/30, § 49)

Ce principe initialement posé par la Cour européenne des droits de l'homme a été repris par la Cour de justice des communautés européennes (CJCE, arrêt du 9 juill. 1981, Administration des douanes c/ Société anonyme Gondrand Frères et Société anonyme Garancini, 169/80, § 17.), puis érigé en « principe de clarté de la loi » découlant de l'article 34 de la Constitution par le Conseil constitutionnel (Cons. const., n° 2001-455 DC, 12 janv. 2002, cons. 9 ; n° 2001-451 DC, 27 nov. 2001, cons. 13 ; n° 98-401 DC, 10 juin 1998, cons. 10).

En s'abstenant de définir la notion « d'instrument financier lié », législateur français a créé une ambiguïté qui rendait, nous semble-t-il, inapplicable une lecture extensive de l'ancienne version de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier comme l'ont fait la commission des sanctions de l'AMF et la Cour d'appel de Paris.

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW
477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010
Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314
5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54
www.nmw.law



3. LE REFUS D'APPLIQUER LE DROIT EUROPEEN

Le règlement MAR est un texte visant à harmoniser les différentes législations des Etats membres de l'Union européenne et à coordonner leurs actions répressives dans le domaine des abus de marché.

Son article 22 dispose à cet effet que l'autorité compétente chargée par un Etat membre de surveiller et sanctionner les abus de marché, « veille à l'application des dispositions du présent règlement sur son territoire, en ce qui concerne l'ensemble des actions réalisées sur son territoire et les actions réalisées à l'étranger se rapportant à des instruments admis à la négociation sur un marché réglementé, pour lesquels une demande d'admission à la négociation sur un tel marché a été introduite [...]».

Cette disposition peut être lue comme limitant la compétence des autorités de régulation des Etats membres à faire appliquer sur leur propre territoire et dans tous les cas, elle ne les autorise pas à le faire appliquer le règlement MAR sur le territoire d'un autre Etat membre.

Le §5 de l'article 25 prévoit quant à lui une obligation de coopération des autorités de régulation lorsqu'elles constatent des abus de marché réalisés à partir du territoire d'un autre Etat membre « *afin d'éviter tout chevauchement ou double emploi éventuel lors de l'application de sanctions administratives et autres mesures administratives aux cas transfrontières* ».

Nous retrouvons ici dans sa dimension européenne et édulcorée le système dit « d'aiguillage » mis en place pour éviter un cumul des poursuites et des peines dans le domaine des infractions boursières, qui selon la Cour européenne des droits de l'homme (CEDH 6 juin 2019, Nodet c. France, 47342/14) et le Conseil constitutionnel (Cons. Constit. 18 mars 2015 2014-453/454 QPC et 2015-462) est interdit conformément au principe « non bis idem ».

Les auteurs du règlement MAR ont voulu désamorcer les risques d'enchevêtrement de compétences inévitables dans un texte répressif commun à plusieurs Etats membres tout en s'abstenant de reconnaître une compétence et prééminence d'un Etat membre sur le territoire d'un autre Etat membre s'agissant d'une évidente atteinte à la souveraineté de ce dernier.

Le droit français prévoit bien aux articles L. 465-3-6 et R. 465-1 à R.465-4 du Code monétaire et financier, un système « d'aiguillage » mais il n'inclut pas les poursuites diligentées dans les autres Etats membre de l'Union européenne.

Il n'est pas certain que la compétence de la commission des sanctions à réprimer des abus de marché sur le territoire d'un autre Etat membre sans mécanisme d'aiguillage permettant de respecter le principe *non bis idem* soit conforme aux articles 22 et 25 du règlement MAR ou même à la Convention européenne de sauvegarde des droits de l'homme.

GDT et son dirigeant avaient d'ailleurs soulevé une incompatibilité de la compétence extraterritoriale de la commission des sanctions avec l'article 22 du règlement MAR.

La commission des sanctions écarte néanmoins ce moyen en considérant qu'il ne lui appartient pas « *d'apprécier la conformité de l'article L. 621-15, II du code monétaire et financier, dans sa rédaction actuelle, à l'article 22 du règlement MAR* » [...], *ce contrôle appartenant aux seules juridictions judiciaire et administrative* » (§ 34 de la décision).

Cette motivation est discutable.

D'une part, il ne fait aucun doute que le règlement MAR est un texte faisant partie de l'ordre public européen directement applicable sans besoin d'une transposition en droit interne depuis le 3 juillet 2016.

Ses dispositions qui tendent à coordonner l'action des Etats membre, éviter une double incrimination dans deux Etats membres et le cas échéant répartir une compétence entre Etats membres sur les poursuites à accomplir ont aussi pour finalité de protéger les droits des personnes poursuivies sur le fondement de ce texte. A ce titre elles doivent pouvoir s'appliquer aux procédures en cours même si celles-ci portent sur des faits antérieurs à son entrée en vigueur.

D'autre part, depuis l'arrêt *Marleasing* (CJCE, 13 nov.1990, *Marleasing*, aff.C-331/98), les obligations des États membres découlant du droit dérivé de l'Union européenne s'imposent à toutes les autorités des États membres, y compris les autorités juridictionnelles dans le cadre des compétences qu'elles s'exercent dans un litige privé.

Toutes les autorités d'un Etat membre, qu'elles soient juridictionnelles ou non, doivent appliquer et faire prévaloir le droit européen sur le droit interne incompatible avec celui-ci.

Enfin si la commission des sanctions n'est peut-être pas une juridiction au sens du droit interne, il n'en demeure pas moins qu'elle reste une juridiction tenue de respecter les garanties procédurales prévues à l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme, notamment le principe d'impartialité lorsqu'elle est appelée à sanctionner des manquements (CEDH, X et Y c/ France, 1^{er} sept. 2016, 48158/11, § 37).

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW

477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010

Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314

5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54

www.nmw.law



Elle est également et très certainement, au même titre que l'autorité de contrôle prudentiel et de résolution (Comm. sanctions ACPR, 25 novembre 2013, n° 2013-01), une juridiction nationale au sens de l'article 267 du Traité fondateur de l'Union européenne, habilitée à procéder à un renvoi préjudiciel devant la Cour de justice de l'Union européenne lorsqu'elle est confrontée à une question de compatibilité du droit national avec les normes européennes.

Le refus de la commission des sanctions de l'AMF de se considérer comme une juridiction et d'écarter le droit français sur le fondement de l'article 22 du règlement MAR, ne trouve pas toute son explication sur le terrain du droit.

L'affaire jugée par la commission des sanctions intéressait ce qu'on peut appeler l'ordre public international français.

Les attaques menées contre les OAT sur les marchés à terme étrangers ont rendu plus difficile au cours de l'année 2015 le placement de la dette française. Les taux d'emprunt de l'Etat français ont sensiblement augmenté, réveillant le spectre d'une crise monétaire et financière semblable à celle que d'autres pays européens ont connu quelques mois auparavant.

La décision de la commission des sanctions est un peu un signal d'alerte donné à tous ces opérateurs qui adopteraient des positions à la baisse un peu trop virulente à l'encontre des OAT.

On ne badine pas impunément avec la dette souveraine française.

Philippe GIANVITI

Avocat à la Cour

NMW

Société d'exercice libéral par actions simplifiée NMW
477.789.267 RCS Paris - Siret 477.789.267.00010
Société d'avocats inscrite au barreau de Paris - Toque A0314
5, rue de Chaillot - 75116 Paris - Standard : +33 (0) 1 83 62 54 54

www.nmw.law

