

Mémoire de dernière année du Magistère de Juristes d'affaires
de l'Université Paris II - Assas
sous la direction de M. de Vauplane

**Sujet : La présomption de légitimité au regard de l'abus de
marché ou le *safe harbor* en droit français**

Arnaud Roulhac de Rochebrune
Etudiant en 3^{ème} année du Magistère – DJCE
de l'Université Paris II - Assas

"L'université Panthéon-Assas (Paris II) droit - économie - sciences sociales, n'entend donner aucune approbation, ni improbation, aux opinions émises dans ce mémoire. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur".

Sommaire

Introduction p. 7

Chapitre 1 : Le *safe harbor* en application de la réglementation européenne des abus de marché p. 10

Introduction

Section Préliminaire rappel quant à l'élaboration de la norme communautaire : le plan global d'action européenne pour les services financiers p. 11

A) La norme de niveau 1 : la Directive abus de marché

B) Les normes de niveau 2 : les directives et règlements d'application

1) Règlement n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 sur les programmes de rachat et de stabilisation d'instruments financiers

2) Directive n° 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004. Directive portant modalités d'application de la Directive n° 2003/6/CE en ce qui concerne les pratiques de marché admises

3) Directive n° 2003/124/CE

C) La norme de niveau 3 : le rapport du CESR

Section 1 Le *safe harbor* est une exception à un principe p. 18

§1 Le principe d'interdiction p. 18

A) L'interdiction de manipuler le cours

1) La manipulation de cours

2) L'identification des manipulations

a) Les trois exemples de la Directive abus de marché

b) Les signes à prendre en compte lors de l'examen d'une opération

B) Le présupposé : les opérations sur instruments financiers propres sont susceptibles de causer des manipulations de cours

1) La formation des cours

2) L'atteinte au marché

§2 L'exception : la légitimité d'une pratique

p. 24

A) L'intervention est légitime

B) L'intervention relève d'une pratique de marché admise

- 1) les pratiques de marché admises
- 2) un mini *safe harbor* ?

C) L'intervention légitimée par le *safe harbor*

- 1) Le *safe harbor* au sens communautaire
- 2) Une protection absolue

Section 2 Le *safe harbor* est un mode de régulation innovant

p. 30

§1 Un mode de régulation d'origine américaine

p. 30

A) Le *safe harbor* basé sur la volonté des intervenants

- 1) Le *safe harbor* un « refuge »
- 2) Le *safe harbor* : un guide
 - a) Libre volonté des intervenants d'y recourir
 - b) Limites

B) Mise en œuvre du *safe harbor* américain

- 1) Conditions de mise en œuvre
 - a) *Manner of purchase condition*
 - b) *Timing condition*
 - c) *Price condition*
 - d) *Volume condition*
- 2) Information : la « *disclosure* »

§2 Un mode de régulation avantageux repris par le droit communautaire

p. 35

A) Une réglementation plus souple et adaptée pour le régulateur

B) Un outil pour le législateur

C) Une meilleure sécurité pour l'intervenant

Chapitre 2 : Le *safe harbor* à l'épreuve de la transposition française p. 37

Introduction

Section préliminaire rappel du traitement des manipulations de cours en droit français p. 38

§1 Historique de la Manipulation de cours p. 38

§2 Un double régime répressif de la manipulation de cours p. 39

A) La manipulation de cours sous l'angle du droit pénal

B) La manipulation de cours sous l'angle du droit administratif

Section 1 Une transposition qui vide de son intérêt le *safe harbor* p. 43

§1 Une plus grande sécurité pour les opérateurs p. 43

A) Un encadrement plus protecteur

1) Des conditions claires

2) Une présomption irréfragable de légitimité

B) Un encadrement qui rigidifie le système

§2 Le risque que les acteurs s'en détournent au profit des pratiques de marché

p. 48

A) Les pratiques de marché sont exclusives du *safe harbor*

1) Deux pratiques de marché

2) Ne relevant pas du *safe harbor*

B) Au risque que les intervenants préfèrent les pratiques au détriment du *safe*

harbor

§3 Une application respectueuse p. 51

A) La décision « Eurazeo » : une application juste du *safe harbor*

B) Dans une hypothèse spéciale de manipulation formelle

<u>Section 2 Le safe harbor : une nouvelle façon d’appréhender la manipulation de cours ?</u>	p. 54
<u>§1 La protection du marché ou du prix ?</u>	p. 54
<u>A) L’acception traditionnelle : la protection des prix ?</u>	
<u>B) L’approche moderne par le marché</u>	
<u>§2 Le droit de la concurrence à l’aide de la répression de la manipulation de cours</u>	
	p. 57
<u>A) De l’apport du Droit de la concurrence</u>	
<u>B) L’abus de domination</u>	
1) La manipulation de cours, un abus de domination	
2) La preuve de l’abus	
Conclusion	p. 63
Bibliographie	p. 65

Introduction

« " Vous vendez, n'est-ce pas ? " demanda Moser à Salmon.

Mais le muet sourire de ce dernier fut si aiguisé de finesse, qu'il en resta anxieux, doutant maintenant de cet ultimatum de l'Angleterre, qu'il ne savait même pas avoir inventé »¹.

Zola après *La Curée*, où il narre l'enrichissement foudroyant du dénommé Saccard sur le marché immobilier parisien à la fin du XIX siècle, s'attaque aux spéculations de ce dernier sur le marché boursier. Il se fait l'écho d'une bruyante et réelle affaire qui frappa la conscience collective² : la faillite de l'Union Générale en 1882, qui entraîna la chute et la condamnation de l'homme d'affaires Eugène Bontoux. Faillite retentissante, car elle ruina un grand nombre de petits porteurs qui avaient mis l'ensemble de leurs économies dans ce projet. Projet d'autant plus attrayant qu'il présentait monts et merveilles au vu de ses perspectives financières. Faillite retentissante, car causée par les agissements purement spéculatifs de quelques uns³. Ces opérations qui, par utilisation de manœuvres sur le cours de Bourse, ont fait croire à la santé financière de la compagnie.

Cette affaire révèle les prémisses de la criminalité en col blanc qui sera dénoncée au XX siècle aux Etats-Unis⁴. Ce type d'agissements a peu à peu fait l'objet d'une répression, car il contrevenait à l'ordre et à la morale publique, en effet la spéculation a depuis longtemps été vue comme néfaste à l'ordre public économique⁵. Il n'en demeure pas moins que « les sanctions pénales ou administratives prononcées à l'encontre des auteurs de manipulations de marché sont excessivement rare »⁶, car sans forcément

¹ E. ZOLA, *L'Argent*, 1891.

² M-C. de NAYER, *Le rachat d'action*, Bull. Joly Bourse, 01 septembre 1998, n° 5, p. 597.

³ Notamment les banquiers ROTHSCHILD, V. l'article Wikipedia sur <http://fr.wikipedia.org/wiki/L'Argent>.

⁴ E. SUTHERLAND, *White-collar criminality*, address at the president during the sociological meeting of 1939. American sociological review, 1940, p. 1.

⁵ Cf. la faillite de la Compagnie des Indes, la banqueroute du système LAW en 1721 et enfin les cinq reproches de CALONNE à la spéculation.

⁶ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 439.

mener à la faillite, ce sont des pratiques « fugaces, multiformes et peu voyantes ». Par conséquent plus difficilement répréhensible. La manipulation de cours est alors devenue un délit qui vise à apporter une « sanction des altérations apportées volontairement par certains émetteurs au processus de formation des cours de bourse »⁷.

Depuis la faillite de l'Union Générale, les marchés financiers se sont mutés profondément et ce changement nécessite du juriste non plus une approche purement juridique (plus précisément pénaliste), mais aussi une appréhension des manipulations sous un angle économique. En outre l'ouverture européenne, la mondialisation des flux financiers, le développement exponentiel des nouvelles technologies requièrent une vision globale du phénomène de manipulation de cours. Si le doute persiste, il n'est qu'à voir le développement du Marché unique dans le cadre de l'Union européenne.

D'abord construite sur le principe de la liberté de circulation des marchandises et des personnes, l'Union européenne a ensuite pris la voie de la libre circulation des capitaux. Dès lors, tout un chacun a la possibilité de faire circuler ses capitaux dans les Etats membres et donc d'investir dans les titres financiers cotés sur les places européennes. Cependant deux risques majeurs risquent d'entraver l'harmonisation recherchée, à savoir d'une part la disparité des réglementations antérieures entre chaque pays et d'autre part l'application non uniforme par chaque état des règles européennes.

La Directive 89/592/CEE du Conseil du 13 novembre 1989⁸, a fondé le cadre juridique communautaire de la lutte contre les Abus de marché, mais plus particulièrement contre les délits d'initiés et non contre les manipulations de cours. En outre, l'absence et/ou la grande diversité de réglementation entre les états⁹, le développement des échanges commerciaux et de l'information, l'ouverture toujours plus grande du Marché unique ainsi que de récents scandales financiers dans les années 2000¹⁰ ont entraîné une remise

⁷ D. OHL, *Le droit des sociétés cotées*, éd. Litec, n°529.

⁸ JOCE n° L 334 du 18/11/1989 p. 30 - 32.

⁹ Considérant n° 11 de la Directive abus de marché.

¹⁰ Cf. la dénonciation faite des pratiques de la société Vivendi Universal en octobre 2001, dans le Rapport au Sénat 104-309 sur <http://www.senat.fr/rap/104-309/> et aussi N. RONTCHEVSKY, *Une réaction des institutions communautaires face aux récents scandales financiers : l'adoption de la Directive relative aux abus de marché*, RTD Com., 2003, n°3, p. 53.

à jour du traitement des Abus de marché. La construction du Marché Unique européen se fonde sur l'harmonisation des règles régissant les différentes places financières au sein de l'Union. Cette régulation visant à protéger tant le petit investisseur assimilé au consommateur, que l'investisseur important qui jongle entre les bourses.

C'est au travers de la Directive abus de marché du 23/01/2003¹¹ que les institutions européennes ont entendu régler le problème des abus de marché. Abus de marché constitués par les délits d'initiés, mais aussi par les manipulations de marché, c'est à dire au sens communautaire à la fois la manipulation de cours et la diffusion de fausses informations. L'étude, ici proposée, n'entend s'intéresser qu'à la manipulation de cours et non à la fausse information, même si la frontière entre les deux peut apparaître poreuse.

La manipulation de cours est une entrave à l'efficacité du marché, elle est difficile à cerner et à définir et le législateur pourrait être tenté d'interdire par principe toute forme de manipulation. La réalité est néanmoins plus nuancée et certaines manipulations s'avèrent bénéfiques aussi bien pour l'intervenant, c'est à dire l'opérateur qui agit à l'achat ou à la vente, que pour le marché. Une interdiction générale n'est donc pas efficace, il faut admettre des exceptions.

Ces exceptions sont clairement mises en place par la Directive abus de marché qui introduit un mode de régulation nouveau via l'instauration d'un *safe harbor* et de pratiques de marché admises. *Safe harbor* selon lequel l'intervenant sur le marché, s'il suit certaines conditions, bénéficiera de l'exception. Il ne sera pas pour autant responsable d'une manipulation au cas où il ne se conformerait pas au *safe harbor*, tant qu'il peut démontrer la légitimité de son intervention. Pratiques de marché admises selon lesquelles le régulateur national énonce des pratiques qui seront, sauf preuve contraire, réputées légitimes.

¹¹ JOUE, 12 avril 2003, L 96/16.

Ce texte communautaire devait être transposé en droit français avant le 12 octobre 2004¹². Néanmoins le concept de *safe harbor* d'origine anglo-saxonne déroge aux modes de régulations traditionnels utilisés en France, où il a été transposé au travers d'une présomption irréfragable de légitimité qui n'est pas évoquée par la Directive abus de marché. Dès lors de manière générale cette étude cherchera à vérifier la réalité du *safe harbor* en droit français ?

Pour répondre à cette interrogation il y a lieu de saisir les termes du débat en auscultant au regard de la réglementation européenne des abus de marché la notion de *safe harbor* (Chapitre 1) puis dans un second temps il s'agira de vérifier la conformité de la notion à l'épreuve de la transposition française (Chapitre 2).

Chapitre 1 : Le *safe harbor* en application de la réglementation européenne des abus de marché

Le 11 mai 1999 la Commission européenne adopte par une Communication¹³ le plan d'action pour les services financiers, visant à rendre plus efficace l'élaboration de la norme communautaire. Et, c'est à l'occasion du Conseil européen de Lisbonne en mars 2000 puis ensuite lors du Conseil européen de Stockholm, en mars 2001, que les chefs d'Etat ou de gouvernement ont demandé que ce plan d'action respecte un calendrier avec pour objectif : l'intégration des marchés financiers européen en 2005¹⁴. Le plan d'action vise l'achèvement du marché unique pour les services financiers et à offrir par là même un niveau de sécurité et d'efficacité identique dans tous les états membres. Enfin, imposer des règles de surveillance prudentielle de niveau élevé¹⁵. En effet le risque européen d'un abus de marché existe bien, soit directement en cas de multi cotations, soit indirectement de par ses effets secondaires.

¹² Article 18 de la Directive abus de marché.

¹³ Communication de la Commission n° 232 du 11 mai 1999, *Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers : plan d'action*.

¹⁴ Cf. pour un exposé plus exhaustif les « observations générales » sous le Projet de décision de la Commission du 6 juin 2001 instituant le comité européen des valeurs mobilières.

¹⁵ Communication de la Commission n° 232 du 11 mai 1999 précitée.

Si la volonté était bien présente encore fallait-il une méthode rapide d'élaboration de la norme. Cette mission a été confiée à A. Lamfalussy et au Comité des sages sur la régulation des marchés européens des valeurs mobilières institué par le Conseil européen du 17 juillet 2000. Ce comité a rendu son rapport final en février 2001, qui a été entériné par le Conseil européen de Stockholm en mars 2001. Il a mis en place une méthode originale¹⁶ avec des dates de mise en œuvre rapprochées¹⁷.

Il s'agit d'une méthode pragmatique, prenant en compte le désir selon lequel la directive doit rester générale et le règlement entrer dans le détail. Plus précisément il s'agit d'une approche réglementaire à quatre niveaux, dont l'efficacité semble avérée. Les institutions européennes se félicitent dans divers rapports de l'effet positif de ce processus et réfléchissent déjà à le renouveler et à l'élargir à d'autres domaines¹⁸.

C'est au travers de ce processus qu'a été élaboré le concept de *safe harbor*, il s'agit d'abord de rappeler le processus d'élaboration de la norme communautaire (Section préliminaire), pour ensuite voir qu'il s'agit d'une exception à un principe (Section 1), traduisant un mode innovant de régulation (Section 2).

Section Préliminaire rappel quant à l'élaboration de la norme communautaire : le plan global d'action européenne pour les services financiers

Cette section préliminaire sera exclusivement descriptive, elle a pour but de rappeler l'origine du concept de *safe harbor*, replacé dans l'élaboration de la norme

¹⁶ Cf. un rappel chronologique dans les Considérants n° 3 à 6 de la Directive abus de marché.

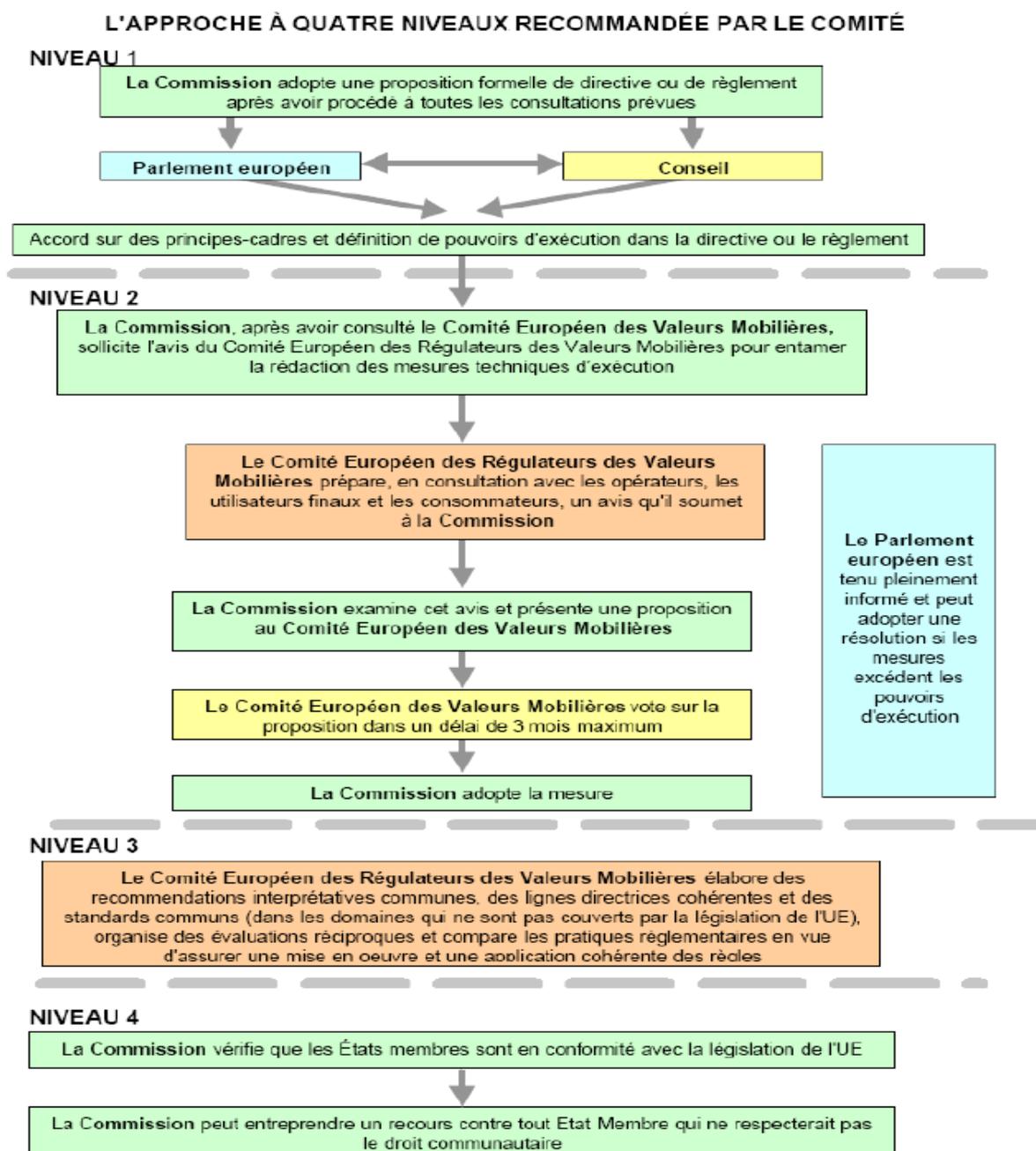
¹⁷ Pour mémoire on rappelle le calendrier de transposition des Directives adoptées :

- Directive abus de marché	12 octobre 2004
- Directive prospectus	1 ^{er} juillet 2005
- Directive Marchés d'instrument financiers	30 avril 2006
- Directive OPA	20 mai 2006

Ainsi la Directive abus de marché est la première des Directives du plan d'action à bénéficier du processus LAMFALUSSY. Réunion d'information presse de l'AMF en date du 21 octobre 2004, *Transposition de la Directive abus de marché : enjeux et impacts pour la place financière*, p. 4.

¹⁸ Cf. les différents rapports sur le site : <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do> et la nouvelle consultation pour d'éventuelle proposition d'amélioration du processus LAMFALUSSY, Commission européenne, communiqué IP/04/1384 du 19 novembre 2004.

communautaire en matière financière et non de rentrer dans le détail. Un bon schéma étant souvent plus efficace qu'un long discours le tableau suivant résume les développements ci-après présentés¹⁹ :



¹⁹ Rapport n° 2351 du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2281) portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers, R. MALLIE, rapporteur général, député.

A) La norme de niveau 1 : la Directive abus de marché²⁰

Dans cette hypothèse l'ensemble des parties intéressées est amené à intervenir. La Commission, après consultation des comités compétents, adopte un projet de proposition examiné par le Parlement européen et le Conseil qui vont élaborer une directive cadre. Ces directives ne visent qu'à décrire les principes généraux de la régulation ainsi qu'à donner des définitions des concepts en jeu et elles relèguent le détail aux niveaux suivants. Dans la matière objet de cette étude, c'est la Directive abus de marché qui est la norme de niveau 1. Elle vise à « adopter un corps de règles communes pour combattre à la fois les opérations d'initiés et les manipulations de marché »²¹, tout en instituant le concept de *safe harbor*²².

La Directive abus de marché énonce le principe d'interdiction de manipuler le cours et les exceptions acceptables²³. Elle est applicable à toute personne physique ou morale en application de l'article 5 de la directive qui ne distingue pas selon la qualité. L'article 2-§2 précisant logiquement que quand une personne morale est en cause, la réglementation s'applique aussi aux personnes qui prennent la décision pour le compte de la personne morale.

En outre, la directive s'applique à tout instrument financier rentrant dans une des catégories ci-dessous définies :

- L'instrument est admis à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un état membre²⁴.
- L'instrument fait l'objet d'une demande d'admission à la négociation sur un marché réglementé d'au moins un état membre²⁵.
- L'instrument n'est pas admis sur un marché réglementé mais sa valeur dépend d'un instrument financier coté sur un marché réglementé²⁶.

²⁰ JOUE, 12 avril 2003, L 96/16.

²¹ Considérant n° 12 de la Directive abus de marché.

²² Article 8 de la Directive abus de marché.

²³ Article 1 de la Directive abus de marché.

²⁴ Article 9 de la Directive abus de marché.

²⁵ Idem.

²⁶ Article 2,3 et 4 de la Directive abus de marché.

B) Les normes de niveau 2 : les directives et règlements d'application

Des directives et des règlements sont pris en application des directives cadres, ils ont pour but de fixer les modalités et les mesures d'exécution. A ce niveau, seule la Commission est invitée à participer. Ainsi on parle de directive ou règlement de la Commission. Cependant les états sont consultés via leurs régulateurs propres rassemblés au sein du comité des régulateurs des valeurs mobilières (ci-après le « CESR » selon ses initiales en anglais). Du reste, un Comité indépendant est consulté, c'est le comité européen des valeurs mobilières (ci-après le CEVM). Enfin la crainte d'une réglementation purement bureaucratique est tempérée par un contrôle offert au Parlement qui à tout moment peut prendre des résolutions pour s'opposer si besoin était en déclarant que la norme relève du niveau 1 et donc nécessite son intervention.

1) Règlement n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 sur les programmes de rachat et de stabilisation d'instruments financiers

Le Considérant n° 1 du Règlement n° 2273/2003²⁷ rappelle que l'article 8 de la Directive abus de marché offre un *safe harbor* aux intervenants sur le marché qui ont pour objectifs soit la stabilisation d'instruments financiers, soit la mise en place d'un programme de rachat d'actions et qui remplissent certaines conditions (afin d'éviter toute répétition, ces conditions seront vues et commentées par la suite Chapitre 2, section 1, §1).

L'article 2-§3 du règlement précité ne donne pas de définition des programmes de rachat d'actions, il ne procède qu'à un renvoi aux articles 19 à 24 de la Directive 77/91/CE²⁸. La problématique du rachat de ses propres actions par l'émetteur, est une problématique qui relève du droit des sociétés. Elle se doit de répondre à un subtil dosage entre interdiction de s'auto détenir, pour des raisons de garantie des créanciers, et autorisation de principe, pour des raisons d'avantage économique notable. Les articles

²⁷ JOCE, n° L 336, du 23 décembre 2003.

²⁸ Deuxième directive 77/91/CEE du Conseil, du 13 décembre 1976, JOCE n° L 026 du 31/01/1977, p. 1 à 13. Celle-ci fait actuellement l'objet d'une proposition de modification.

19 et 24, dont il a été fait référence, ci-dessus sont issus d'une directive qui avait pour objectif d'harmoniser au sein de l'Union européenne les garanties offertes par les sociétés anonymes à leurs créanciers. Ici la problématique est quelque peu différente puisqu'il s'agit de la matière boursière. La problématique se situe entre le fait que le rachat massif de droits sociaux en bourse peut avoir un effet évident sur le cours et devrait donc être prohibé et la nécessité d'autoriser les programmes de rachat. C'est pourquoi le Chapitre 2 du règlement précise les conditions que doit remplir le programme de rachat pour être valide et ainsi bénéficier du *safe harbor*.

La stabilisation d'instruments financiers signifie « **tout achat ou offre d'achat de valeurs concernées [...] réalisé par des entreprises d'investissement ou des établissements de crédit dans le contexte d'une distribution significative de telles valeurs, dans le seul but de soutenir leur prix sur le marché pendant une durée prédéterminée en raison d'une pression à la vente s'exerçant sur elles** »²⁹. Autant un programme de rachat n'aura pas obligatoirement pour effet de manipuler les cours, autant la stabilisation ne vise qu'à manipuler le cours. La définition implique en effet que le cours ne serait pas à un niveau tel si la stabilisation n'était pas pratiquée.

2) Directive n° 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004. Directive portant modalités d'application de la Directive n° 2003/6/CE en ce qui concerne les pratiques de marché admises

Les objectifs de cette directive de niveau 2 poursuivent la mise en œuvre de la Directive abus de marché, puisqu'en effet, elle vise à en donner les modalités d'application. Cependant de manière plus précise, cette directive énonce le régime applicable aux pratiques de marché admises. Le CESR a été amené à préciser ce qu'il fallait entendre par « pratiques de marchés ». En effet du terme anglais de « *practices* » venait la confusion, signifiant à la fois les pratiques condamnables et l'activité dite ordinaire. En effet le CESR a par un avis invité les opérateurs à faire la distinction entre

²⁹ Article 2-§7 du Règlement n°2273/2003.

les « pratiques » et l'activité d'ordinaire ne relevant pas de la régulation des abus de marché³⁰.

Dans un but éminemment pragmatique, la Directive distingue entre les bonnes et les mauvaises pratiques de marché et ne rejette pas par principe toutes les pratiques de côté. Ainsi dans son Considérant n°1, la Commission fait-elle la distinction entre les pratiques susceptibles de « nuire à l'activité normale du marché et à son intégrité » et les pratiques « qui améliorent sa (le marché) liquidité ». Une autre preuve de réalisme du législateur européen est la prise en compte « d'évolution rapide des pratiques pour s'adapter aux besoins des investisseurs »³¹. Ce qui explique en partie pourquoi la Directive s'empêche de définir elle-même les pratiques qui doivent être admises et laisse alors aux autorités de chaque état membre la liberté de décision. En effet il relève des autorités compétentes d'« évaluer l'acceptabilité d'une pratique »³².

Ceci étant précisé, une pratique avant d'être opposable par l'intervenant doit d'abord être admise. En outre avant même de prononcer son admission l'autorité compétente doit procéder à l'évaluation de la pratique. L'article 2 de la Directive 2004/72/CE en son premier alinéa énumère sept critères cumulatifs de base à prendre en compte, auxquels peuvent s'ajouter des critères à la discrétion de l'autorité compétente.

Les sept critères sont dans l'ordre de l'article 2 : le degré de transparence de la pratique, le libre jeu de l'offre et de la demande, l'impact de la pratique sur la liquidité du marché, la possibilité pour les intervenants de réagir à la pratique, l'intégrité des marchés des autres états membres, les enquêtes préalables sur la pratique en cause et les caractéristiques structurelles du marché.

L'évaluation au vu des sept critères n'est pas suffisante, encore faut-il que l'autorité compétente suive une procédure spéciale, tel que l'énonce l'article 3 de la directive qui fait renvoi aux dispositions de la Directive abus de marché. Enfin l'autorité de décision

³⁰ « An AMP is only relevant when a particular practice appears to fall within the Directive's definition of market manipulation and many everyday business practices would not fit within this » Avis du CESR/ 03-212c à la commission.

³¹ Considérant n°1 de la Directive n° 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004.

³² Considérant n°4 de la Directive n° 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004.

doit rendre publique ses décisions et les faire connaître aussi rapidement que possible au Comité européen des régulateurs. Il faut en outre préciser que l'autorité a une obligation d'ordre didactique qui est de préciser clairement ce qu'il entend par cette pratique.

3) Directive n° 2003/124/CE

La Directive n° 2003/124/CE du 22 décembre 2003³³ donne la définition et la manière de procéder aux publications des informations privilégiées ainsi que la définition des manipulations de marché, elle porte modalités d'application de la Directive 2003/6/CE. Cette directive concerne la définition de l'information privilégiée, mais surtout le faisceau d'indices permettant d'identifier les pratiques constitutives d'une manipulation de marché ainsi que les signaux permettant d'identifier les manipulations consistant à recourir à des procédés fictifs ou à toute forme de tromperie ou d'artifice.

C) La norme de niveau 3 : le rapport du CESR

Il s'agit ici d'un des domaines principaux d'intervention du CESR, à savoir que les régulateurs au sein du comité délivrent des interprétations. Bien plus que la prise de positions communes les régulateurs doivent réellement collaborer pour obtenir une application cohérente des normes de niveau 1 et 2 au sein de l'Union. Une norme harmonisée doit s'appliquer dans tous les Etats « pour qu'il ne suffise pas de franchir une frontière pour y échapper »³⁴.

Le rapport du CESR/ 04-505b relatif aux pratiques de marché admises (*Accepted Market Practices*) confirme l'interprétation, dans son Chapitre II, selon laquelle les pratiques de marché admises ne sont pas des *safe harbor* et précise ensuite que la décision d'un régulateur d'autoriser une pratique de marché admise n'a d'effet qu'à l'égard de l'état pour lequel il prend sa décision.

³³ JOCE, n° L. 339 du 24 décembre 2003, p. 70.

³⁴ Interview de F. DEMARIGNY, secrétaire général du CESR, Les Petites Affiches, 21 juillet 2004, n° 154, p. 4.

Au Chapitre III, le CESR fournit un tableau de lecture pour procéder à l'admission d'une pratique de marché en suivant les sept critères nécessaires mais non exhaustifs. Au chapitre IV, le CESR énonce les pratiques qu'il considère comme constituant des manipulations de marché et au Chapitre V ce qui peut être traduit par les signaux ou plus justement les indices (*signals* en anglais) révélateurs d'une manipulation de marché.

Il est intéressant de voir qu'une régulation financière commune se met en place et qu'un mouvement semble poser les premières pierres d'un régulateur commun à l'Union européenne, à savoir le CESR³⁵. Le principe de lutte contre les Abus de marché étant le premier de ces exemples.

Section 1 Le *safe harbor* est « un régime d'exception » à un principe

Le *safe harbor* est une exception à un principe d'interdiction de manipuler les cours sur le marché (§1). Celui qui en bénéficie peut alors agir sur le marché, il ne risque pas pour autant la condamnation puisqu'elle est jugée légitime (§2).

§1 Le principe d'interdiction

L'interdiction est de manipuler le cours (A) car cela porte atteinte à « l'intégrité du marché », or il y a lieu de constater que par essence les interventions d'un émetteur sur ses propres titres sont fortement susceptibles d'interférer sur le libre jeu de l'offre et de la demande (B).

A) L'interdiction de manipuler le cours

³⁵ G. RAMEIX, *Les risques de régulation, Vers une culture de régulation financière commune*, Presses de sciences po. et Dalloz, p. 119.

L'interdiction nécessite de définir ce qu'il faut comprendre par manipulation puis saisir comment celles-ci sont caractérisées.

1) La manipulation de cours

La Directive abus de marché définit la manipulation de marché par ses effets, ce qui a pour avantage de laisser une marge d'appréciation notable. Une définition trop stricte aurait pour risque de ne pas être exhaustive et ainsi ne pas englober l'ensemble des situations possibles.

L'article 1-§2-a) de la Directive abus de marché envisage les opérations qui d'une part donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui d'autre part fixent « **le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel** » (à savoir le *price positioning* anglo-saxon) par l'action d'une ou plusieurs personnes agissant de manière concertée.

L'article 1-§2-b) de la Directive abus de marché énonce une infraction purement matérielle qui consiste à « **effectuer des opérations ou (d')émettre des ordres qui recourent à des procédés fictifs ou toute autre forme de tromperie ou d'artifice** ». La Directive défend ici un impératif de moralité, en effet il est d'usage de dire que la fraude corrompt tout et il ne serait pas acceptable que l'intervenant puisse user de procédés artificiels.

Un auteur y voit un effet redondant, l'article 1-§2-a) étant d'après lui suffisant pour englober l'ensemble des manipulations³⁶. Cette opinion est néanmoins critiquable, le b) est utile et marqué d'une spécificité. L'intervenant a la possibilité d'apporter la preuve de la légitimité de son intervention pour justifier la manipulation à laquelle il procède, or cette preuve n'est recevable qu'à l'égard du a) et non à l'égard du b), dont le caractère

³⁶ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 448.

fictif supprime toute possibilité de justification. La qualification peut alors être importante et changer la défense de l'intervenant.

Finalement ces définitions visent à assurer l'efficacité des marchés, mais l'identification des manipulations restant complexe la Directive y a suppléé.

2) L'identification des manipulations

Il est patent qu'il y a une vraie difficulté à identifier les manipulations³⁷, cependant la Directive abus de marché et la Directive n° 2003/124 donnent un ensemble de signaux qui permettent au régulateur de mettre en exergue plus aisément les manipulations de marché. Plus précisément il s'agit de trois exemples de manipulations réalisables et de nombreux signaux.

a) Les trois exemples de la Directive abus de marché

L'article 1-§2-c énonce successivement trois exemples tendant à illustrer ce que le droit communautaire entend par une manipulation de marché. Le troisième exemple ne concerne pas directement le sujet traité et relève plus particulièrement du manquement relatif à la fausse information. Ces exemples sont non-exhaustifs, la manipulation pouvant prendre de nombreuses formes.

- C'est le cas où une personne ou plusieurs personnes agissant de manière concertée s'assurent une position dominante sur l'offre ou la demande d'un instrument financier, avec pour effet la fixation directe ou indirecte des prix d'achat ou des prix de vente ou la création d'autres conditions de transactions inéquitables.
- C'est la situation dans laquelle l'intervenant achète ou vend « des instruments financiers au moment de la clôture du marché, avec pour effet d'induire en erreur les investisseurs agissant sur la base des cours de clôture ».

³⁷ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 443.

b) Les signes à prendre en compte lors de l'examen d'une opération

A l'occasion de tout type d'opération le régulateur est invité à prendre en compte sept signaux. Ils sont énumérés par la Directive n° 2003/124³⁸, ils permettent de déterminer le caractère abusif d'une intervention sur le marché sans pour autant caractériser en soi la manipulation de cours. Ici encore la liste est non limitative et le régulateur qui procède à une vérification est libre de prendre en compte tous autres éléments qui seraient relevant.

- L'opération en question représente une proportion importante du volume quotidien et par là même pourrait entraîner une variation sensible du cours.
- L'opération effectuée par une position longue ou courte significative influe de façon sensible sur le cours.
- L'opération n'entraîne aucun changement de propriétaire.
- L'opération est effectuée lors de la détermination du cours de référence et entraîne une variation du cours.
- L'opération se traduit par des renversements de position et concernant un volume d'instruments important.
- Des ordres sont émis et modifie le carnet d'ordre puis sont annulés avant exécution.
- Un nombre d'opérations est concentré dans une courte période et entraîne une variation de cours qui s'inverse par la suite.

A l'occasion de mise en place de procédés fictifs par l'intervenant, le régulateur est invité à porter son attention sur les signaux suivants qui sont indiqués par la Directive abus de marché :

- Les opérations effectuées par une personne ont été précédées ou suivies de la diffusion par la même personne d'informations fausses ou trompeuses.
- L'opération survient avant ou après la diffusion de travaux de recherche dont la véracité a été elle même manipulée.

³⁸ Article 4 de la directive 2003/124/CE du 22 décembre 2003

L'interdiction est donc explicitement définie et sous tendue par des exemples et signaux précis. Il faut ajouter que la Directive abus de marché ajoute un présupposé, qui est que les actions sur instruments financiers propres sont fortement susceptibles de causer une manipulation de cours.

B) Le présupposé : les opérations sur instruments financiers propres sont susceptibles de causer des manipulations de cours³⁹

L'intervention par un émetteur sur ses propres actions peut avoir un effet sur la formation des cours et risquer de porter atteinte au cours de bourse.

1) La formation des cours

Il résulte de la confrontation constante ou régulière des ordres d'achat ou de vente une valorisation de l'instrument financier en cause. En théorie, nombre d'informations sont à la disposition des investisseurs, ces derniers tirant de celles-ci des prévisions de l'orientation du cours pour se décider. Le prix d'un instrument financier est donc le reflet d'informations relatives au sujet desquelles elles se rapportent. Ce n'est rien d'autre que ce qu'énonce le Considérant n°1 de la Directive 2003/124/CE : « Les investisseurs raisonnables **fondent leurs décisions d'investissement sur les informations dont ils disposent** déjà ». L'anticipation que chaque investisseur réalise va donc orienter la valorisation de l'instrument financier avec un aléa selon lequel l'instrument va soit s'apprécier soit se déprécier.

Le caractère « raisonnable » des intervenants peut à certaines occasions paraître théorique, en effet le mythe de Panurge semble pouvoir s'appliquer aux marchés financiers. La manipulation de cours ne serait pas une réalité si les investisseurs étaient si raisonnables, car elle joue sur l'effet d'imitation et non l'obtention d'une information certaine. L'opérateur surveille les signes d'orientation des cours et le moindre mouvement même infondé peut se transformer en réajustement de sa part. Est-ce à dire

³⁹ H. de VAUPLANE et J.-J. DAIGRE, commentaire de la décision AMF du 16 septembre 2005, Banque et Droit n° 105, janvier février 2006.

que la protection des cours n'est finalement pas nécessaire ? Non, la recherche constante d'un marché efficient nécessite cette protection⁴⁰.

L'information joue donc un rôle essentiel dans la détermination des cours et c'est pour cela que celle-ci doit être véridique. Le Considérant n° 15 de la Directive abus de marché dispose qu'« **une transparence intégrale et adéquate** du marché, qui est un **préalable indispensable** aux opérations pour tous les acteurs économiques intervenant sur des marchés financiers intégrés ». La transparence autorisant l'anticipation permet la spéculation. C'est pourquoi la Directive abus de marché se fait une obligation d'assurer cette transparence. Cette disposition permettant de protéger le marché en garantissant la pleine confiance des investisseurs dans ce dernier⁴¹. Enfin, l'émetteur étant le principal fournisseur d'informations au marché, son intervention peut porter atteinte au marché

2) L'atteinte au marché

Il s'agit de comprendre cet intitulé sous deux angles. Le premier est une acception concurrentielle des marchés, la manipulation de cours étant une atteinte à l'offre et à la demande⁴² (cette question sera approfondie par la suite). Le second consiste à expliciter le présupposé énoncé ci-avant : les opérations sur ses propres titres sont susceptibles de porter atteinte au marché.

Qui mieux que la société elle-même connaît le cours de ses actions ? Elle surveille au jour le jour l'évolution de ses cours, elle bénéficie d'informations propres à avoir une influence sur le cours et elle peut même en partie connaître l'actionnariat qui compose son capital. Bénéficiant naturellement d'une position privilégiée, son intervention sur ses propres titres peut *de facto* paraître suspecte, la société pouvant bénéficier de son avantage pour procéder à des rachats au prix qui avantage ses objectifs. Plus encore ses objectifs peuvent même être explicitement de manipuler le cours.

⁴⁰ Sur la notion d'efficience des marchés cf. H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd. Litec, n°345, p. 342.

⁴¹ Considérant n°12 de la Directive abus de marché.

⁴² M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive sur les abus de marché*, *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF, IV, 2004, p 441.

Le cours est un reflet de la santé financière de la société, c'est pourquoi cette dernière peut être tenté de maquiller ses atours. En outre, cette connaissance exhaustive peut être mise à profit pour réaliser de substantielles plus value sur l'achat revente de ses propres titres.

Ces risques sont donc présents, mais pourtant il ne faut pas interdire tous les rachats, et accepter ceux qui apparaissent légitimes.

§2 L'exception : la légitimité d'une pratique

Au présupposé, une exception est admise. En effet l'intervenant reste libre de démontrer que son intervention est légitime (A). En effet l'article 1-§2-a) de la Directive abus de marché énonce que l'intervenant effectuant certaines opérations tombera sous la qualification de manipulation de cours « à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres **établit que les raisons** qui l'ont poussée à le faire **sont légitimes** et que ces opérations ou ces ordres **sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé** concerné ». L'intervenant est néanmoins aidé dans sa démonstration par l'élaboration de « pratiques de marché admises » par les régulateurs nationaux (B). En outre, l'exception ne paraissant pas suffisante elle a été complétée par l'article 8 de la Directive abus de marché qui institue un *safe harbor* (C) dans le cadre duquel la légitimité de l'opération n'aura même pas à être établie si l'intervenant remplit les conditions nécessaires.

A) L'intervention est légitime

Le caractère légitime signifie que l'intervention sur le marché est « digne d'être prise en considération, non seulement comme conforme aux exigences de la légalité ou aux règles de droit, mais comme fondée sur des données tenues pour normales relativement à un certain niveau moral et social »⁴³. Mais définir plus précisément la notion de légitimité n'est pas aisé il est possible de dire que « la légitimité est la qualité de ce qui

⁴³ G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, éd PUF.

est consacré par la loi »⁴⁴. Est ce tout ? Non, il semblerait que ce terme signifie plus précisément en droit communautaire la conformité de la pratique de marché à des opérations jugées bénéfiques à l'établissement d'un marché concurrentiel de services financiers⁴⁵. Dans une économie dite libérale et de libre concurrence la pratique légitime sera celle qui vise ou l'instauration d'une plus grande concurrence ou le développement économique⁴⁶. Le fait qu'une manipulation soit considérée comme légitime n'est pas nouveau, ainsi le droit français admet depuis longtemps que l'objectif de régularisation des cours de bourse peut être profitable⁴⁷.

Il s'agit ici d'être pragmatique avant tout. Pourquoi par principe interdire une opération qui par ailleurs sous certains angles et dans certains cas peut être bénéfique à l'ensemble des acteurs ? L'interdiction vise la protection des acteurs du marché, mais ces acteurs ne requièrent aucune protection dès lors que l'opération leur sera généralement favorable. Peuvent ainsi être favorable au marché : l'amélioration de la liquidité, qui permet de faire ressortir la profondeur du marché et la vivacité d'un titre, ou encore la possibilité pour la société de procéder à une croissance externe par échange de titres, qui va valoriser les titres et permettre le regroupement d'entreprises,...

La légitimité ne doit pas pour autant être détournée de sa finalité. Le recours à une pratique de marché admise ou au *safe harbor* ne doit en tout état de cause pas constituer un abus de droit⁴⁸. En effet il est interdit de déguiser des opérations frauduleuses sous l'apparence d'une intervention légitime.

Une question d'interprétation demeure. La Directive abus de marché en son article 1-§2-a) énonce ainsi que l'intervenant peut apporter la preuve que « les raisons qui l'ont poussé à le faire sont **légitimes et** que ces opérations ou ces ordres sont **conformes** aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ». La conjonction de coordination « **et** » semble mal venue, elle restreint alors considérablement le champ des

⁴⁴ *Le droit de A à Z*, Dictionnaire juridique pratique, Editions juridiques européennes, 3^{ème} édition 1998, p. 358.

⁴⁵ Cette définition se rapproche de celle de saint Thomas d'Aquin qui voit dans la légitimité ce qui est susceptible d'apporter le bien à tous. cf. http://www.ledroitpublic.com/droit_constitutionnel/legitimite.php.

⁴⁶ Considérants n° 12 et 33 de la Directive abus de marché.

⁴⁷ Article 217-2 de la Loi du 24 juillet 1966, devenu article L 225-209 du Code de commerce.

⁴⁸ Considérant n° 20 de la Directive abus de marché.

possibles. D'une part, elle impose à l'intervenant de prouver la légitimité et encore, que s'il se situe déjà dans le cadre d'une pratique de marché admise. D'autre part, il exclut toute innovation tant que celle-ci ne serait pas reconnue par le régulateur.

Il y a lieu d'espérer qu'il ne s'agit là que d'une erreur rédactionnelle, car sinon le principe même de *safe harbor* serait vidé de son sens. En effet, la souplesse qui le caractérise est en partie due au fait que l'intervenant même s'il sort des conditions n'en est pas pour autant responsable *per se* d'une manipulation de cours. A suivre la directive, il appartient à l'intervenant de prouver la légitimité de son intervention et il y aurait une quasi présomption d'illégitimité à ne pas se plier au *safe harbor* ou à une pratique de marché admise⁴⁹. C'est à dire par un raisonnement *a contrario* déduire qu'un programme dont la finalité est différente de celle prévue, constitue de fait une manipulation de cours⁵⁰. En outre, ce « **et** » s'oppose à la Directive 2004/72/CE qui invite en son article 2-§2 à ce que « les pratiques de marché [...] ne soient pas considérées comme inacceptables par l'autorité compétente du simple fait qu'elles n'ont pas encore été formellement reconnues sur le marché ». Ceci explique pourquoi des régulateurs, comme l'AMF, ont suivi cette deuxième interprétation et autorise dans tous les cas un intervenant à prouver la légitimité de son intervention⁵¹.

B) L'intervention relève d'une pratique de marché admise

Les activités d'un intervenant n'ont pas par principe de caractère abusif si « **ces opérations ou ces ordres sont conformes aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné** ».

1) les pratiques de marché admises

Les pratiques de marché admises sont des pratiques qui sans autres précisions seraient susceptibles de relever des manipulations de cours et être sanctionnées à ce titre.

⁴⁹ Article 1-§2-a) de la Directive abus de marché.

⁵⁰ S. TORCK, *Le rachat d'actions aux fins de gestion financière du capital sous l'influence du droit communautaire*, Bull. Joly bourse, 01 février 2005, n° 2 p. 112.

⁵¹ Document interprétatif de l'AMF, *La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres*, publié dans la Revue AMF de mars 2005, n° 12 p. 83 et consultable sur le site de l'AMF.

Cependant les institutions communautaires ont permis que des pratiques soient officiellement acceptées par le régulateur de chaque état.

Finalement l'admission d'une pratique de marché n'est que la consécration d'une légitimité reconnue suivant un consensus partagé. En effet, le régulateur, qui admet une pratique, aura dans les faits entendu les acteurs des marchés financiers et cette pratique est bénéfique tant à l'attrait du marché qu'à son efficience.

2) un mini *safe harbor* ?

Cet intitulé de mini *safe harbor* peut paraître étonnant à première vue, mais pourtant justifié. Le *safe harbor*, en droit communautaire et américain a pour originalité de laisser son bénéficiaire avoir éventuellement recours à une autre pratique sans pour autant que celle-ci soit jugée illégitime *per se*. Or la Directive 2004/72/CE en voulant favoriser l'émergence de nouvelles pratiques susceptibles d'être admise énonce en son article 2-§2 que « les pratiques de marché [...] **ne soient pas considérées comme inacceptables par l'autorité compétente du simple fait qu'elles n'ont pas encore été formellement reconnues sur le marché** ». Dès lors l'originalité de cette régulation, laissant place à l'innovation, est assurée par les pratiques de marché admises.

Mais le *safe harbor* restera « mini ». Le second effet au regard du *safe harbor* est une protection absolue selon laquelle l'intervenant ne peut voir sa responsabilité engagée. Or les pratiques de marché admises établissent une protection qui peut être renversé par le régulateur qui établirait l'illégitimité de l'opération.

Cette remarque tend à souligner que le législateur communautaire entend laisser la porte ouverte à l'imagination et à la créativité des opérateurs, sans pour autant leur octroyer une défense absolue.

C) L'intervention légitimée par le *safe harbor*

1) Le *safe harbor* au sens communautaire

Le Considérant n° 33 de la Directive abus de marché énonce que des raisons économiques peuvent justifier le recours par un émetteur au rachat de ses propres actions, « **elles ne devraient donc pas être assimilées**, en tant que telles, **à des abus de marché** ».

Les notions de rachat d'actions et de stabilisation ont été définies ci-avant, il ne s'agit pas de revenir dessus, mais il s'agit de comprendre pourquoi ces deux opérations peuvent bénéficier de la protection du *safe harbor* ?

Les sociétés cotées recourent fréquemment à la mise en place de programme de rachat d'actions pour des buts divers. La réglementation européenne en retient deux types dans le cadre du *safe harbor*⁵². Il s'agit :

- Du rachat ayant pour objectif de procéder à une réduction de capital.
- Du rachat ayant pour but d'honorer des obligations liées à des titres de créance convertibles en titre de propriété ou à la distribution d'actions aux salariés.

A l'exemple des Etats-Unis, les législateurs européens ont admis la possibilité pour les sociétés de procéder au rachat de leurs actions propres⁵³. Les raisons sont nombreuses, le rachat peut être nécessaire en cas de réduction de capital non motivé par des pertes, ou pour faire grimper le ratio du bénéfice net par action. Le rachat risque alors de faire grimper le cours de bourse, ce qui peut permettre de stabiliser l'actionnariat ou encore servir de lutte anti-OPA⁵⁴.

La stabilité est par essence rassurante et l'instabilité cause d'angoisse. Cependant, l'instabilité ne doit pas se confondre avec la variabilité. Que le cours d'une action soit variable est l'essence même du marché, mais le risque est réel que lors d'une émission de titres les fluctuations soient grandes. La sensibilité du cours à ce moment peut nécessiter le recours par l'émetteur à la stabilisation afin d'assurer un bon déroulement

⁵² Considérant n° 5 du Règlement n° 2273/2003 de la Commission du 22 décembre 2003 sur les programmes de rachat et de stabilisation d'instruments financiers

⁵³ Cf. en France, le rapport Esambert à la COB en janvier 1998, *Le rachat par les sociétés de leurs propres actions*.

⁵⁴ P. MERLE, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 9^{ème} éd., n° 279, p. 321.

de l'émission et que celle-ci soit un succès⁵⁵. C'est pourquoi le seul objectif de la stabilisation doit être de soutenir le prix d'une émission de valeurs mobilières.

Pour autant, il n'est pas discutable qu'en soi la stabilisation est une manipulation de cours, puisque tel est son but. L'existence même du marché boursier n'en est pas moins conditionnée par l'opportunité pour les émetteurs de pratiquer des émissions de titres lors de l'introduction sur le marché ou lors d'une augmentation de capital. Un véritable risque existe tout de même c'est pourquoi il faut que la stabilisation soit limitée dans le temps. Ces limites sont⁵⁶ :

- Lors d'une introduction en bourse, la stabilisation ne peut perdurer au delà de 30 jours après de la mise en négociation des instruments financiers sur le marché secondaire.
- Lors d'une offre secondaire, c'est encore un délai de 30 jours, à compter de la date d'allocation des instruments financier, qui met fin à toutes interventions par l'émetteur sur les valeurs concernées.

Enfin l'émetteur doit se soumettre à des obligations d'information du marché pour rendre compte de l'activité générée par ses interventions.

2) Une protection absolue

Hors le cas de la fraude, l'intervenant qui respecte les conditions de mise en œuvre est assuré de ne pas voir sa responsabilité engager au titre d'une manipulation de cours. La réglementation à ce sujet ne lui est pas applicable. Cela ne signifie pas pour autant que l'intervenant ne peut pas se rendre coupable d'autres faits délictueux.

Cette protection est très forte et explique pourquoi les conditions de mise en œuvre sont strictes. Pour autant n'étant pas en principe un régime obligatoire, il faut voir dans cette protection une invitation aux intervenants à y adhérer. Le respect de la libre volonté des opérateurs semble être la meilleure façon de les inviter à une forme d'auto régulation.

⁵⁵ H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., Litec, n°1059.

⁵⁶ Article 8 du Règlement 2273/2003/CE.

Le *safe harbor* s'avère donc être une exception à un principe. Il est cependant plus qu'une exception, puisqu'il laisse libre l'opérateur de s'y conformer. C'est un nouveau mode de régulation qui apparaît ici.

Section 2 Le *safe harbor* est un mode de régulation innovant

Le *safe harbor* n'est pas une invention de la Commission européenne ce concept juridique était déjà utilisé en droit américain (§1), et doté de nombreux avantages, l'Union Européenne en a fait son moyen d'extraire certaines pratiques qui en principe auraient du relever de la manipulation de cours (§2).

§1 Un concept original d'origine américaine

Le concept de *safe harbor* n'est pas nouveau, il trouve son origine aux Etats-Unis où il était déjà utilisé en matière financière⁵⁷. Il repose fondamentalement sur la volonté des intervenants (A) et doit répondre à une mise en œuvre précise (B).

A) Le *safe harbor* basé sur la volonté des intervenants

Les intervenants sur le marché financier américain auront recours au *safe harbor* si ils recherchent un refuge et un guide.

1) Le *safe harbor* un « refuge »

Le *Safe Harbor* est une notion qui prend sa source dans le droit américain et plus particulièrement dans le droit financier. L'étude de la notion sous cet angle se révèle intéressante car le système communautaire s'en inspire beaucoup. La notion est traduite

⁵⁷ Dans le cadre du 1934 Act, *Senat Report*, n° 1455, 73rd, congress, 2nd session, 81, 1934.

par certains comme la « règle refuge »⁵⁸, cette traduction très littérale n'en est pas moins vraie et permet d'envisager pleinement le concept qui est défini juridiquement en anglais comme « *A provision (as in a statute or regulation) that affords protection from liability or penalty* »⁵⁹. D'autres auteurs le traduisent comme la règle « protection »⁶⁰ car, en effet, il s'agit également d'une forme d'immunité⁶¹ contre les poursuites en responsabilité. Inconnu jusqu'alors par nos institutions, le droit communautaire l'a introduit au travers de la Directive abus de marché afin de proposer une forme de régulation apparemment plus souple et pragmatique.

Il faut souligner que par principe le *safe harbor* n'est, en droit américain, pas impératif, dès lors une personne qui ne remplirait pas toutes les conditions pour bénéficier du « refuge » ne commettrait pas par la même une manipulation de marché.

Cette notion est expressément mise en exergue dans le *Securities Exchange Act 1934*, à propos des manipulations de marché dans la *Rule 10b-18*⁶², plus particulièrement à propos du rachat par une entreprise de ses propres actions⁶³.

2) Le *safe harbor* : un guide

a) Libre volonté des intervenants d'y recourir

Au même titre que l'on peut décider de partir en randonnée avec un guide qui vous assure de vous emmener à destination sans problème, on peut aussi faire le choix de se passer de lui, mais alors on ne bénéficie plus de son assurance. Appliqué au marché financier l'effet de la *Rule 10b-18*, intitulé « *Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others* », est le même. Il offre à l'émetteur qui s'y conforme, un *safe*

⁵⁸ A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier, sept – oct. 2005, p.51.

⁵⁹ *Black's Law Dictionary*, 8^{ème} édition, Thomson West.

⁶⁰ F. DANGEARD, *Le droit financier américain : droit et pratique des marchés financiers aux Etats-Unis*, éd. Feduci, 1990.

⁶¹ « Cause d'impunité qui tenant à la situation particulière de l'infraction au moment où il commet celle-ci, s'oppose définitivement à toute poursuite », G. CORNU, *Vocabulaire juridique*, éd PUF.

⁶² Release n° 34-19244, 17 novembre 1982.

⁶³ Preliminary notes to Rule 240.10b-18.

harbor ayant pour conséquence que celui-ci ne peut être condamné au titre d'une manipulation⁶⁴.

b) Limites

Le *safe harbor* américain est encadré par des limites qui ne se retrouvent pas dans la mise en œuvre communautaire. La protection offerte par le *safe harbor* américain n'est pas absolue, à la différence de du *safe harbor* communautaire. En effet si l'intention formelle de l'intervenant est d'utiliser des conditions uniquement pour échapper à la condamnation au regard de la manipulation de cours, alors le bénéfice de cette protection ne lui sera pas accordé sans même qu'une fraude n'ait à être prouvée. Ensuite, il faut signaler que le champ d'application est restreint aux actions ordinaires et ne s'étend pas aux actions de préférence alors que les actions de préférence sont visés par le dispositif européen. Enfin le *safe harbor* ne bénéficie pas au rachat dans le but de couvrir les plans d'actionnariat des salariés, ce qui en revanche est admis par l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'AMF) comme une pratique de marché.

B) Mise en œuvre du *safe harbor* américain

Pour bénéficier du *safe harbor* encore faut-il que l'intervenant se soumette à certaines conditions et respecte des obligations d'information.

1) Conditions de mise en œuvre

La section b. de la *Rule 10b-18* énonce quatre conditions qui sont relatives à la personne, à l'époque des achats, au prix de l'achat et aux volumes d'achat. Conditions qui se retrouvent dans le dispositif européen de manière plus ou moins marquée.

a) *Manner of purchase condition*

⁶⁴ « *Rule 10b-18 provides an issuer with « safe harbor » from liability for manipulation* », Preliminary Notes to Rule 240.10b-18.

Le rachat de ses propres actions ne peut pas être effectué par n'importe qui, ainsi l'intervenant ne doit recourir au service que d'un seul « *broker or dealer* » équivalent du prestataire de services d'investissement en droit français⁶⁵.

Cette condition a pour but de faciliter l'analyse de la mise en œuvre des autres conditions. Il est plus facile de surveiller les activités d'un intervenant s'il n'a recours qu'à un seul intermédiaire, plutôt qu'il ne brouille les pistes en démultipliant les intermédiaires et les degrés d'intermédiation. Du reste cet intermédiaire, encourageant lui-même un risque de mise en responsabilité, s'imposera les limites qu'il ne doit pas dépasser pour ne pas sortir du bénéfice du *safe harbor*.

b) *Timing condition*

Cette condition⁶⁶ relative au temps permet de contrer une des principales manipulations. Il s'agit en fait de restrictions quant aux heures d'intervention sur le marché. Ainsi de façon succincte, l'intervenant doit s'abstenir d'agir de façon à fixer le cours d'ouverture et il doit suspendre ses activités 30 minutes avant la clôture des cotations.

Par cette condition, la SEC s'assure que ce n'est pas l'intervenant qui fait les cours d'ouverture et de clôture, qui sont des cours de référence. Cours de référence largement pris en compte tant par les analystes financiers que par le boursicoteur occasionnel. Le risque de manipulation du cours est donc, par cette condition, largement réduit.

c) *Price condition*

Cette condition⁶⁷ essentielle est extrêmement importante et d'une simplicité déconcertante. Les ordres de rachat ne doivent pas excéder le prix proposé par un autre acteur du marché de l'intervenant en faisant référence à la dernière transaction indépendante effectuée⁶⁸.

⁶⁵ Rule 10b-18, b, 1 et pour le droit français article L 531-1 du Code monétaire et financier.

⁶⁶ Rule 10b-18, b, 2.

⁶⁷ Rule 10b-18, b, 3.

⁶⁸ « *The last independent transaction price* », Rule 10b-18, b, 3.

Sauf fraude, le régulateur s'assure que les transactions se réalisent au prix du marché et non au prix désiré par l'intervenant, l'efficacité du marché est ainsi protégée d'un objectif manipulatif. La seule limite est alors que le prix de référence ne soit pas réellement indépendant.

d) *Volume condition*

La condition de volume instaure une limite selon laquelle l'ensemble des interventions ne doit pas dépasser 25 % de la moyenne quotidienne des transactions au cours des quatre semaines précédentes. Ensuite il faut souligner que pendant longtemps le *safe harbor* ne bénéficiait pas à la négociation de bloc, à savoir les « *block trades* »⁶⁹, mais une réforme récente a supprimé cette disposition et l'achat de bloc doit respecter l'ensemble des conditions précitées⁷⁰.

2) Information : la « *disclosure* »

Au delà de la mise en œuvre des conditions techniques, une condition formelle est nécessaire, c'est la révélation de tout élément important, c'est à dire l'obligation de *disclosure*. La traduction qui respecte plus ce terme serait la « transparence » qui est un des leitmotivs de la Directive abus de marché, c'est à dire que les différents intervenants ont la possibilité de connaître de manière exhaustive l'état financier de la société et l'ensemble des opérations qui peuvent affecter cet état. Cette obligation consiste dans la révélation de tout élément qui pourrait avoir une influence notable sur les cours⁷¹.

⁶⁹ A savoir l'acquisition de plus de 200 000\$, ou de plus de 50 000\$ et 5 000 actions (Rule 10b-18, a, 5) et V. F. DANGEARD, *Le droit financier américain : droit et pratique des marchés financiers aux Etats-Unis*, éd. Feduci, 1990, p.85.

⁷⁰ Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274, [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02], Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others.

⁷¹ « *Disclosure of all material terms and conditions: revealing everything important, with a substantial likelihood, to which an investor would attach importance in determining whether to purchase* », Cours de 3^{ème} année du Magistère – DJCE de droit financier américain, dispensé par N. MARCHAND.

La régulation américaine en fait un outil de bonne gouvernance des entreprises, qui volontairement adhéreront à celui-ci et volontairement se plieront aux conditions strictes d'accès au bénéfice du *safe harbor*, car cette régulation est avantageuse.

§2 Un mode de régulation avantageux repris par le droit communautaire

Les raisons pour lesquelles ce mode de régulation a été repris par les instances communautaires tiennent principalement aux avantages considérables du *safe harbor*. Ces avantages ont été particulièrement mis en valeur par un auteur⁷², il s'agira de s'appuyer sur son étude en la complétant et la réorganisant.

A) Une réglementation plus souple et adaptée pour le régulateur

Du point de vue du régulateur, les avantages de ce mode de régulation sont conséquents et le *safe harbor* appréciable par sa souplesse.

Tout d'abord, le régulateur en charge de la lutte contre les manipulations pourra se contenter de vérifier que les conditions du *safe harbor* sont bien remplies et il ne sera plus tenu de procéder à un examen individuel fastidieux et coûteux. Ensuite, au cas où il voudrait faire application de la réglementation sur les manipulations de marché, il ne sera pas enfermé dans une définition forcément trop restrictive de l'infraction. En revanche le régulateur est tenu de deux obligations, d'une part, rester en harmonie avec les autres régulateurs européens et d'autre part, jouer un rôle didactique en expliquant clairement comment il entend mettre en œuvre le *safe harbor*.

B) Un outil pour le législateur

Le législateur européen et national doit remplir deux objectifs, à savoir en premier lieu assurer aux opérateurs une régulation claire et efficace et en second lieu que sa réglementation soit concurrentielle. En sécurisant les transactions via le *safe harbor*, le

⁷² A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier sept – oct. 2005, p. 52.

législateur offre une meilleure attractivité à ses places financières. Objectif de sécurité qui est atteint par l'instauration de conditions précises.

En outre, en complétant le *safe harbor* par des pratiques de marché admises le législateur européen assure une très grande souplesse. En effet le législateur national qui constate une distorsion a alors la possibilité de procurer une réponse rapide et appropriée à son marché, soit en ajoutant, soit en élargissant le champ des pratiques de marché admises. Du reste, ni le législateur ni le juge ne seront pas entravés par une définition trop restrictive, qui empêcherait une véritable marge d'appréciation.

C) Une meilleure sécurité pour l'intervenant

Du point de vue de l'émetteur agissant sur le marché deux avantages sont à relever. En premier lieu, le *safe harbor* ne fige pas la situation des opérations que peut exercer l'émetteur. En effet, au même titre qu'en droit américain et en application du Considérant n° 2 du Règlement européen n° 2273/2003, l'émetteur qui agit en dehors des conditions du *safe harbor* n'en est pas pour autant derechef responsable d'une manipulation de cours. Comme le souligne A. FELIX « le *safe harbor* confère un droit que tout émetteur peut, par définition, choisir de ne pas exercer »⁷³. L'absence de caractère impératif est le principal avantage de ce type de régulation qui assure un niveau élevé de sécurité pour les intervenants sur le marché et suffisamment de souplesse pour les émetteurs.

En second lieu, le *safe harbor* est un facteur de sécurité juridique grandement recherché par les acteurs économiques. En effet, la personne qui accepte de se plier aux conditions requises est assurée de ne pas encourir de responsabilité au titre de la manipulation de marché. Le chemin est balisé et il mène à bon port mais ne pas l'emprunter ne signifie pas que l'on tombera de Charybde en Sylla.

⁷³ A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier sept –oct. 2005, p. 52.

Innovant ! Légitime ! Voilà des qualificatifs appréciables, liés à la notion de *safe harbor* tel qu'élaboré par le droit communautaire. C'est une régulation positive qui éclaire sur ce que peut faire l'intervenant et non comme usuellement en énonçant ce qui ne peut pas être fait. Cependant, si la transposition dans un état membre ne devrait pas théoriquement poser de problème, il y a un véritable défi dans « l'articulation entre régulation européenne et régulation nationale », dès lors que différents niveaux sont invités à intervenir⁷⁴. La question est alors de savoir si la transposition française n'a pas nié le caractère original du *safe harbor* ?

Chapitre 2 : Le *safe harbor* à l'épreuve de la transposition française

Les Etats membres étaient tenus de transposer la Directive abus de marché avant le 12 octobre 2004, la France a usé de la voie réglementaire⁷⁵ et législative⁷⁶ pour y procéder. La réglementation en matière de manipulation de cours est relativement ancienne (Section préliminaire), néanmoins le principe de *safe harbor* est bien nouveau. Or, comme tout concept nouveau imposé par une norme supérieure, la question est de savoir si la France par sa transposition n'a pas enlevé tout effet au *safe harbor* ? Pour y répondre deux angles d'attaque sont envisageables. D'une part, il faut vérifier que la transposition ne vide pas de son sens le *safe harbor* (Section 1), d'autre part il faut constater que le *safe harbor* offre une nouvelle appréhension de la manipulation de cours (Section 2).

⁷⁴ J. P. JOUYET, *Les risques de régulation, Articulation ou désarticulation des régulations ?*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 120.

⁷⁵ Cf. Règlement général de l'AMF.

⁷⁶ Cf. Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005, Journal Officiel du 27 juillet 2005

Section préliminaire rappel du traitement des manipulations de cours en droit français

Il s'agit ici de faire un bref rappel historique de la manipulation de cours en droit français (§1) pour envisager la réponse actuelle qui repose sur un double régime répressif (§2).

§1 Historique de la Manipulation de cours⁷⁷

La manipulation de cours est depuis longtemps sanctionnée en France par les anciens articles 419 à 422 du code pénal. Plus particulièrement l'article 419 ne visait que l'agiotage et non le délit boursier⁷⁸. La réforme était donc nécessaire, la première est issue de la Loi du 3 décembre 1926. Elle est qualifiée d'« ancêtre législatif commun du droit de la concurrence moderne et du délit actuel »⁷⁹ car par un article 419-2 elle incriminait les « manœuvres frauduleuses ». Cependant des manques et oublis de cette réglementation apparaissent et appellent encore à une nouvelle réforme. Réforme d'autant plus pressante que l'article 419-2 a été abrogé par l'ordonnance sur les prix du 1^{er} décembre 1986, sans être remplacé. Mais ce n'est que pour mieux renaître de ses cendres à peines refroidies ! Puisqu'en 1988⁸⁰, le délit de manipulation de cours devient une infraction propre au droit boursier avec l'article L 465-2 du Code monétaire et financier.

D'un point de vu administratif c'est le Règlement de la Commission des opérations de bourse (ci-après la COB) n° 90-04 relatif à l'établissement de cours (notamment son article 3) qui régissait cette matière. Cependant, des problèmes d'imprécision émergeaient car le Règlement ne visait que le résultat et non la manipulation elle même. Un certain degré d'imprécision est certes nécessaire pour englober tout type de manipulation, mais un risque pour la sécurité juridique était présent.

⁷⁷ H. de VAUPLANE et O. SIMART, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, Revue droit bancaire, n° 56 juillet - août 1996.

⁷⁸ H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd Litec, n° 1044.

⁷⁹ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 444.

⁸⁰ Loi n° 88-70 du 22 janvier 1988 sur les valeurs mobilières.

Le Règlement de la COB a été remplacé par le Règlement général de l'AMF⁸¹. Cette succession donnant lieu à l'heure actuelle à des décisions de l'AMF relatives à l'application de la loi dans le temps pour savoir notamment si la présomption de légitimité doit s'appliquer à des situations passées⁸² ? La solution retenue semblant être à l'instar du droit pénal de faire application de la rétroactivité *in mitius*⁸³.

Mais le concept, objet de cette étude, qui a été transposé sous la forme d'une présomption irréfragable de légitimité, est-il totalement neuf en droit français ? En effet, des auteurs ont pu écrire que « la COB a d'ailleurs établi une présomption de légitimité, inspirée des « *safe harbour rules* » anglo-saxonnes »⁸⁴. Il ne s'agit cependant que d'une « inspiration », l'effet principal du *safe harbor* selon lequel l'intervenant bénéficie d'une protection absolue contre toute mise en responsabilité, n'est pas établi.

§2 Un double régime répressif de la manipulation de cours

Un double régime répressif sanctionne la manipulation de cours, il s'agit du délit pénal et du manquement administratif, le législateur a récemment tenté d'harmoniser ces deux régimes, en faisant prévaloir le droit pénal pour les infractions les plus graves⁸⁵. Le double régime répressif pourrait poser un problème au vu de la règle *non bis in idem* telle que consacrée par l'article 4 du protocole additionnel n° 7 à la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales. Cependant cette question n'étant pas directement liée à cette étude il ne faut pas s'attarder dessus⁸⁶. Il doit seulement être précisé que cette règle interdit la double condamnation criminelle, et non le cumul d'une condamnation criminelle et

⁸¹ En application de l'article L 621-6 du Code monétaire et financier.

⁸² Décision AMF du 14 avril 2005, publié dans la Revue AMF, mai 2005, p. 51, notes : N. RONTCHEVSKY, RTD com. juillet/septembre 2005, p. 567, et S. TORCK Bull. Joly bourse, 01 novembre 2005, n° 6 p. 770, relative à l'application de la présomption de légitimité.

⁸³ Pour une critique de ce type de décision : C. DUCOULOUX-FAVARD, *Débuts critiquables de la commission des sanctions de l'AMF*, Bull. Joly bourse, 01 mai 2005, n° 3 p. 238. En outre il faut souligner le risque de condamnation de la France par la Cour Européenne des Droits de l'Homme en application de sa jurisprudence CEDH 21/02/1984 Oztürk contre Allemagne, série A, n° 73.

⁸⁴ H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd Litec, n° 1060.

⁸⁵ Rapport n° 2342 du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2249) *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, G. CARREZ, rapporteur général, député.

⁸⁶ Pour un approfondissement V. H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd Litec, n° 1073.

administrative⁸⁷. En outre, la jurisprudence⁸⁸ énonce que l'application du principe ne trouve pas à s'appliquer en l'espèce, la condamnation au pénal (A) ayant un fondement distinct de la condamnation administrative⁸⁹ (B).

A) La manipulation de cours sous l'angle du droit pénal

Le droit pénal est, en considération du droit communautaire, laissé à l'appréciation de chaque état. En effet, cette matière ne relève pas encore des domaines harmonisés. La France a depuis longtemps fait le choix de sanctionner pénalement ce type de comportement pour des raisons d'atteinte au prix⁹⁰. L'article L 465-2 du Code monétaire et financier donne une définition de la manipulation comme le « **fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur** ». Le champ d'application de la manipulation de cours a été récemment réduit. Il portait avant sur tout « marché d'instruments financiers », mais les autres infractions boursières (délict d'initié et fausses informations) ne concernaient que le marché réglementé. Le législateur a fait le choix d'aligner ces différents régimes, cette modification vise la « **mise en cohérence** des champs d'application respectifs de la répression pénale et de la répression administrative »⁹¹. Ainsi, le droit pénal n'aurait vocation à s'appliquer qu'aux faits les plus graves, alors que les manquements administratifs concerneraient tout comportement ayant un effet ou un objectif répréhensible.

S'agissant d'un délit il faut caractériser l'élément matériel qui consiste à l'emploi de manœuvres frauduleuses. C'est un délit formel car « défini par rapport à son objet et non par rapport à son effet »⁹². La notion de manœuvre n'est pas en soi définie par le

⁸⁷ Décision du Conseil constitutionnel DC n°89-260 du 28 juillet 1989, relative à la COB.

⁸⁸ Cass. crim. 1^{er} mars 2000.

⁸⁹ Cf. les critiques sur ce point relevées dans H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, précité n° 1073.

⁹⁰ Cours de 3^{ème} année du Magistère – DJCE de droit des marchés financier, dispensé par H. de VAUPLANE.

⁹¹ Rapport n° 2342 du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2249) *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, G. CARREZ, rapporteur général, député.

⁹² H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd Litec, n° 1073.

législateur, ceci laissant au juge une marge d'appréciation plus vaste⁹³. Selon un auteur il y a lieu de comprendre par ce terme « plus qu'un mensonge : des moyens, des agissements, quelque chose d'organisé, de dissimulé »⁹⁴.

Par ailleurs, l'élément moral ne semble plus en soi nécessaire, la Loi du 2 Juillet 1996 ayant abrogé le terme « **sciemment** ». Il y a ici une volonté de retirer tout élément intentionnel à cette infraction, pour permettre une répression plus aisée de ce type de comportements délictueux qui sont particulièrement complexes à caractériser. Il faut s'interroger sur la pertinence de cette volonté. Comment quelqu'un pourrait-il en pratique exercer des manœuvres sans en être conscient ? Il semble que l'élément intentionnel soit intrinsèque à la manipulation de cours, la notion de manœuvre étant indissociable du « caractère intentionnel »⁹⁵. Cependant une difficulté soulevée par nombre d'auteurs demeure, celle de la preuve⁹⁶. Un dol spécial doit être prouvé, à savoir la volonté d'induire « autrui en erreur ». Quant à la difficulté de la preuve de l'intention une proposition sera faite ultérieurement (V. Chapitre 2 Section 2 §1 B).

La sanction pénale étant souvent longue à venir, il a semblé plus efficace de recourir à la sanction administrative. Une condamnation décalée et une sanction à contre temps n'ayant pas l'effet rédhibitoire escompté sur les autres intervenants du marché.

B) La manipulation de cours sous l'angle du droit administratif

La sanction administrative doit remplir un impératif de rapidité, c'est une réponse sans doute plus appropriée à ce type de comportements. En outre, au delà de l'aspect pratique, ce type de sanctions est imposé par la Directive abus de marché⁹⁷. Directive qui oblige les états membres à se doter d'un régulateur pour s'occuper de ce type

⁹³ J-H. ROBERT et H. MATSOPOULOU, *Traité de droit pénal des affaires*, éd. PUF droit, Collection droit fondamental, n° 287, p. 463.

⁹⁴ T. BONNEAU et M-F. DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, éd. Economica, 2^{ème} éd. 2005, p. 463.

⁹⁵ J. H. ROBERT et H. MATSOPOULOU, *idem* traité précité, n° 287, p. 465.

⁹⁶ D. SCHMIDT, *Les délits boursiers*, Revue de jurisprudence commerciale, novembre 2001, p. 71, ou encore M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive sur les abus de marché*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF, IV, 2004, p. 440.

⁹⁷ En application du Considérant n°22 de la Directive abus de marché.

d'infraction. L'AMF existant déjà en France et s'occupant auparavant de ce type de contentieux, a naturellement continué à exercer ce rôle⁹⁸.

L'AMF est une autorité administrative indépendante disposant de pouvoirs divers et notamment du pouvoir de sanction vis-à-vis des intervenants qui contreviendraient aux régulations applicables au marché⁹⁹. Elle édicte son propre Règlement¹⁰⁰. Ainsi le régime de la manipulation de cours est-il contenu dans le Titre III du Règlement général de l'AMF. L'article L 631-1 du Règlement général de l'AMF énonce l'interdiction selon laquelle : « **Toute personne doit s'abstenir de procéder à des manipulations de cours** ».

Ce même article poursuit sur le modèle de la Directive abus de marché¹⁰¹ et donne une définition de la manipulation en cause : « **Constitue une manipulation de cours :**

1° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres :

a) Qui donnent ou sont susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'instruments financiers ou ;

b) Qui fixent, par l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière concertée, le cours d'un ou plusieurs instruments financiers à un niveau anormal ou artificiel, à moins que la personne ayant effectué les opérations ou émis les ordres établisse la légitimité des raisons de ces opérations ou de ces ordres et leur conformité aux pratiques de marché admises sur le marché réglementé concerné ;

2° Le fait d'effectuer des opérations ou d'émettre des ordres qui recourent à des procédés donnant une image fictive de l'état du marché ou à toute autre forme de tromperie ou d'artifice ».

Il faut préciser que l'AMF, lorsqu'elle exerce son pouvoir de sanction, doit prouver l'impact effectif de l'agissement sur le cours ou sur l'efficience du marché. Le nouveau dispositif européen se contente de comportements fautifs, dès lors le champ d'application des sanctions est élargi, puisque la tentative devient ainsi punissable.

⁹⁸ L'AMF est issue de la Loi n° 2003-706 du 1^{er} août 2003, transposée aux articles L 621-1 et s. du Code monétaire et financier, elle a été inaugurée le 23 novembre 2003.

⁹⁹ En application des articles 621-15 et s. du Code monétaire et financier.

¹⁰⁰ En application de l'article L 621-6 du Code monétaire et financier, Arrêté d'homologation des livres II à VI du Règlement général de l'AMF le 12 novembre 2004.

¹⁰¹ Article 1-§2-a) et b) de la Directive abus de marché

Cette présentation liminaire étant faite il s'agit de s'intéresser au cœur du sujet.

Section 1 Une transposition qui vide de son intérêt le *safe harbor*

Le *safe harbor* s'il a été retenu, c'est en partie parce qu'il offre une sécurité forte aux intervenants du marché (§1), cependant la transposition semble rigidifier le système et alors presque inviter les opérateurs à avoir plutôt recours aux pratiques de marché admises (§2). Pour autant il y a lieu d'espérer au vu d'une application jurisprudentielle respectueuse de la portée du concept (§3).

§1 Une plus grande sécurité pour les opérateurs

Toute régulation peut être appréhendée comme sécurisante, dès lors qu'elle permet à son destinataire d'anticiper la réponse légale à une situation donnée. En l'espèce la régulation instaurée par le *safe harbor* est claire (A), mais au risque de rigidifier le système envisagé (B).

A) Un encadrement « plus protecteur »¹⁰²

1) Des conditions claires

L'article L 631-5 du Règlement général de l'AMF énonce que l'interdiction de manipulation de cours est inapplicable aux programmes de rachat d'actions dès lors que l'intervenant procède à des opérations conformément aux dispositions du Règlement n° 2273/2003, auquel l'article fait renvoi. Ainsi, de manière comparable à la réglementation américaine, l'intervenant n'a qu'à suivre les conditions énoncées par l'article 5 et 6 du

¹⁰² A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du *safe harbor**, Revue de Droit bancaire et financier, sept – oct. 2005, p. 54.

Règlement. Il faut ajouter que l'AMF a explicité son interprétation des textes dans un document interprétatif de mars 2005¹⁰³. Ces conditions s'appliquent dès lors que l'intervenant met en place un programme de rachat d'actions pour les objectifs qui ont été étudiés précédemment (Chapitre 1, Section 1, §2).

Les conditions sont :

- Le respect de la réglementation relative au rachat de ses propres actions par toute société qu'elle soit cotée ou non selon l'article L 225-209 du Code de commerce.
- Le volume, la limite étant de 25% du volume quotidien moyen soit du dernier mois avant le programme, soit pendant la durée du programme.
- Le prix, il est fait référence « au prix de l'offre actuelle indépendante la plus élevée sur la place où l'achat est effectué »¹⁰⁴. Il y a ici une différence notable d'avec le droit américain qui parle non pas du prix de la dernière offre indépendante, mais du prix du dernier cours indépendant.
- L'interdiction pour l'émetteur de vendre lui même les titres qu'il aurait pu acheter dans le cadre de son programme¹⁰⁵.
- L'information que doit fournir l'émetteur est clairement et strictement définie. Un « tableau récapitulatif des obligations de publicité et de déclaration à l'AMF »¹⁰⁶.

Objectifs / pratiques de marché	Publicité	Déclaration à l'AMF
Annulation	Au plus tard J+7	Mensuelle*
Couverture de plans d'options ou de titres de créances donnant accès au capital	Au plus tard J+7	Mensuelle*
<i>Croissance externe</i>	Au plus tard J+7	Mensuelle*
<i>Contrat de liquidité</i>	Communiqué semestriel	Mensuelle

* Dispense si la publicité à J+7 comporte le même degré d'information que celui requis par la déclaration mensuelle.

¹⁰³ Document interprétatif de l'AMF, *La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres*, publié dans la Revue AMF de mars 2005, n° 12 p. 83 et consultable sur le site de l'AMF.

¹⁰⁴ Article 5 du Règlement n° 2273/2003 et en droit américain « the last independent transaction price »

¹⁰⁵ Article 631-6 du Règlement général de l'AMF.

¹⁰⁶ Communiqué de presse de l'AMF, *La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres*, Revue AMF, n° 12, mars 2005, p. 83.

Il faut signaler pour être exhaustif que la Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la modernisation de l'économie est venue atténuer une condition qui existait auparavant et qui obligeait l'émetteur à pourvoir une note d'information soumise au visa de l'AMF. Grâce à un amendement du député Marini cette obligation n'a plus lieu de s'appliquer, elle était du reste critiquée par les acteurs du marché¹⁰⁷. En revanche, l'émetteur reste tenu de procéder à l'information du marché telle que vu ci avant et conformément au Règlement général de l'AMF¹⁰⁸.

Les articles L 631-7 et suivant du Règlement général de l'AMF énumèrent les conditions de mise en œuvre de la stabilisation d'un instrument financier, qui sont identiques à celles énoncées à l'article 8 du règlement n° 2273/2003.

Dès lors les conditions ne sont pas ambiguës, l'intervenant sait exactement quelle est sa marge de manœuvre, la sécurité juridique est donc en principe pleinement assurée. D'autant plus que l'intervenant bénéficiera d'une présomption irréfragable de légitimité.

2) Une présomption irréfragable de légitimité¹⁰⁹

Il a pu être souligné que quelque soit la régulation, pour être réellement efficace cette dernière doit « organiser la charge de la preuve relative à l'activité concernée »¹¹⁰. En France le choix s'est porté sur la présomption. Dès lors qu'il y a une présomption irréfragable, « la question de la véracité du jugement n'appartient plus au débat »¹¹¹, la présomption revient à une « **dispense** »¹¹² de charge de la preuve ou du « risque de la preuve »¹¹³. C'est un régime exorbitant très sécurisant pour son bénéficiaire. De manière

¹⁰⁷ Arrêté du 30 décembre 2005, publié au JO du 18 janvier 2006, homologue les modifications du Règlement général de l'AMF

¹⁰⁸ Article L 451-3 du Code monétaire et financier issu de l'article 26-II de la Loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005.

¹⁰⁹ Cf. le Rapport au Sénat 104-309 sur <http://www.senat.fr/rap/104-309/> et aussi la Position de l'AMF du 02/04/2005 relative à la mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres.

¹¹⁰ J. ZILLER, *Les risques de régulation, La régulation comme prévention des crises*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 57.

¹¹¹ F. TERRE, *Introduction générale au droit*, Précis Dalloz, 6^{ème} éd., n°467.

¹¹² Article 1352 Code civil al.1^{er} « La présomption légale dispense de toute preuve celui au profit duquel elle existe ».

¹¹³ Expression employée par D. MAZEAUD, Cours de 2^{ème} année du Magistère – DJCE de droit de la distribution, dispensé par D. MAZEAUD.

générale, elle peut se justifier ainsi : « La présomption se tire de ce qui arrive le plus souvent »¹¹⁴. Ainsi dans le cadre de cette étude il faut saisir que la stabilisation et les programmes de rachats d'actions sont courants sur les marchés financiers et leurs récurrences justifient une protection supérieure.

Plus particulièrement il faut comprendre que les présomptions, au sens de l'article 1349 du Code civil, sont les « conséquences que la loi ou un magistrat tire d'un fait connu à un fait inconnu »¹¹⁵. Et au vu de l'article 1352 du Code civil en son alinéa 2, la présomption irréfragable peut être définie comme la « présomption ne supportant pas la preuve contraire »¹¹⁶, c'est à dire une sécurité maximum et absolue. La légitimité de l'intervention n'a ainsi pas à être prouvée, puisqu'elle est établie de manière définitive et alors, l'intervenant ne peut voir sa responsabilité engagée au titre d'une manipulation de cours. Ce qui à n'en pas douter est un facteur décisif de sécurisation des transactions.

Le risque n'est-il pas alors que le système soit à tel point sécurisant que l'intervenant prenne peur et n'ose sortir du chemin tracé par la présomption ?

B) Un encadrement qui rigidifie le système

Au niveau communautaire le problème de la définition de la légitimité a pu se poser (Chapitre 1, section 1, §2, A)), et en droit interne la question se pose différemment sous l'angle de la preuve. Le recours à la présomption n'est pas du au droit communautaire. Il provient de la transposition française qui s'est inspirée de sa propre législation passée¹¹⁷. L'article 8 de la Directive abus de marché se contente d'énoncer que « les interdictions prévues par la présente directive **ne s'appliquent pas** » au programme de rachat poursuivant certains objectifs et à la stabilisation. Dans la directive, il s'agit d'une inapplicabilité de la réglementation. Or dans la transposition, la présomption laisse supposer que l'opération est abusive mais que le législateur par principe lui retire ce caractère, c'est à dire comme une présomption de manipulation. La question est alors de

¹¹⁴ Citation de CUJAS dans H. ROLAND et L. BOYER, *Adages*, n°335.

¹¹⁵ *Le droit de A à Z*, Dictionnaire juridique pratique, Editions juridiques européennes, 3^{ème} édition 1998, p. 466.

¹¹⁶ *Idem* p. 467.

¹¹⁷ Le Règlement COB 90-04 énonçant des présomptions de légitimité.

savoir en l'absence de présomption, sur qui pèse la charge de la preuve ? A vrai dire la réponse ne peut être que le régulateur, car sinon ce serait remettre en cause le principe fondamental selon lequel il appartient à celui qui allègue une chose de la prouver¹¹⁸. Le régulateur devra de toute évidence d'abord apporter la preuve de la manipulation avant que l'intervenant ne puisse faire la preuve de la légitimité ou opposer une présomption réfragable ou irréfragable de légitimité. C'est semble-t-il une des raisons pour lesquelles l'AMF a vu son pouvoir renforcé au travers de la Loi du 20 juillet 2005 afin de caractériser plus aisément les manipulations¹¹⁹. Le bénéfice de la présomption n'a donc pas tout les défauts que certains voudraient lui attribuer et pour s'en persuader il faut ajouter que la présomption relève du régime de la preuve et non du régime applicable au fond¹²⁰. Toujours est-il que le dispositif est à ce point sécurisant que l'opérateur peut craindre qu'à en sortir il tomberait en zone dangereuse.

Dans les faits, il semble que le problème réside dans l'étroitesse des conditions de mise en œuvre du *safe harbor* dans le cadre des programmes de rachat d'actions. Un auteur voit même dans les critères du *safe harbor* non plus des conditions auxquelles l'intervenant serait libre de se conformer, mais des « interdictions absolues »¹²¹ (à propos des programmes de rachat d'actions et non de la stabilisation qui à vrai dire ne pose pas de problème). C'est la réserve qui était exprimé avant la mise en place de la régulation, à savoir que « le régime de présomption ne devienne pas en pratique obligatoire »¹²². Car ce serait alors retirer tout intérêt à ce mode de régulation.

Le présupposé de cet auteur est néanmoins erroné. Ce n'est pas parce que les conditions du *safe harbor* seront ou non volontairement suivies, que ces conditions ne peuvent pas constituer une interdiction. En droit américain, le bénéfice du *safe harbor* est aussi encadré par des interdictions. En revanche, le véritable effet est que les conditions deviennent strictes, mais pas que l'intervenant ne puisse agir autrement. Cependant l'AMF, en reconnaissant une valeur officielle à deux pratiques de marché admises, offre

¹¹⁸ Article 1315 du Code civil.

¹¹⁹ Loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 art. 5 I sous réserve art. 5 III Journal Officiel du 21 juillet 2005.

¹²⁰ H. de VAUPLANE et J-J. DAIGRE, commentaire de la décision AMF du 16 septembre 2005, Banque et Droit n° 105, janvier février 2006.

¹²¹ A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier, sept – oct. 2005, p. 54.

¹²² Interview de G. DOLIDON, *Vers un régime administratif des abus de marché unifié en Europe*, Les Petites Affiches, 04 novembre 2004, n°221, p. 3.

aux intervenants des régimes plus souples et éventuellement plus en rapport avec leurs besoins.

Les objectifs que recherchent les opérateurs ne semblent pas se suffire de la présomption irréfragable et que quitte à ne pas en bénéficier ils préféreront peut être les pratiques de marché ?

§2 Le risque que les acteurs s'en détournent au profit des pratiques de marché

Les pratiques de marché admises sont exclusives du *safe harbor* (A), c'est à dire que ne recouvrant pas les mêmes hypothèses, elles ne peuvent en bénéficier. L'intervenant ne cherchera-t-il pas alors à se placer sous la protection des pratiques de marché admises plus accueillante plutôt que celle du *safe harbor* (B) ?

A) Les pratiques de marché sont exclusives du *safe harbor*

L'AMF a retranscrit fidèlement les dispositions relatives à l'admission de pratiques de marché admises dans son règlement général¹²³ qui impose l'admission après publication au bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) et sur le site internet de l'AMF.

1) Deux pratiques de marché

L'AMF a rapidement admis deux pratiques de marché¹²⁴ qui, en vérité, étaient utilisées depuis longtemps sur la place financière de Paris et qui jouent de toute évidence un rôle bénéfique pour le Marché. L'AMF avait à ce titre réalisé une étude statistique¹²⁵ sur la forme, le nombre et les objectifs des rachats d'actions en France, ce qui lui a permis de saisir les attentes réelles des opérateurs du marché. Il s'agit de :

¹²³ Articles 612-1 à 612-4 du Règlement général de l'AMF.

¹²⁴ Décision du 22 mars 2005, Revue AMF, n° 13, avril 2005, p. 75, en application de l'article 612-2 du Règlement général de l'AMF.

¹²⁵ *Les opérations de rachat d'actions en France : Bilan statistique*, Revue AMF n° 8, novembre 2004, p. 129.

- La mise en place d'un contrat de liquidité. Ce type de contrat permet à une société ne bénéficiant pas d'une liquidité naturelle suffisante de la provoquer en créant de l'offre ou de la demande, en effet le but est de « favoriser la liquidité des transactions et la régularité des cotations des titres de l'émetteur ou éviter des décalages de cours non justifiés par la tendance du marché »¹²⁶. En pratique ce type de contrat permet une véritable régularisation des cours, importante pour l'émetteur qui par ce biais pourra améliorer son image financière. Cette activité par contre ne s'exerce pas directement, le risque d'abus serait alors trop élevé, mais via un prestataire de service d'investissement. Elle doit remplir quelques conditions ayant trait à l'indépendance du prestataire de service d'investissement vis à vis de l'émetteur. Ces conditions sont, du reste, rappelées dans la Charte de déontologie établie par l'Association Française des Entreprises d'Investissement (AFEI)¹²⁷. Ce recours à un seul prestataire d'investissement n'est pas sans faire penser à la règle américaine selon laquelle l'intervenant qui pratique un programme de rachat ne doit recourir qu'à un seul *Broker/Dealer*.

- L'acquisition d'actions propres aux fins de conservation et de remise ultérieure en paiement ou en échange dans le cadre d'opérations de croissance externe. L'acceptation de cette pratique vise à ne pas entraver le rapprochement d'entreprises et l'acquisition d'activités, qui sont généralement jugés favorable pour leurs effets bénéfiques sur l'économie et la santé des entreprises. En premier lieu cela évite d'avoir à recourir à une augmentation de capitale soumise à des formalités complexes, ensuite cela constitue un mode de défense anti-OPA¹²⁸, enfin l'absence de sortie de liquidité et la plus grande marge de négociation quant à la parité d'échange des titres rendent ce type d'acquisition plus aisée et plus intéressante financièrement. L'admission d'une telle pratique était donc nécessaire à la vitalité des rapprochements d'entreprises.

Les pratiques de marché admises bénéficient en droit français d'une présomption simple de légitimité (ou présomption réfragable) c'est à dire une « présomption qu'une

¹²⁶ Rapport au Sénat 104-309 sur <http://www.senat.fr/rap/104-309/>.

¹²⁷ Les recommandations de l'AFEI sont consultables sur <http://www.afei.com>.

¹²⁸ S. TORCK, *La loi Breton et le rachat d'actions*, Bull. Joly bourse, 01 janvier 2006, n°1, p. 18.

partie à la possibilité de contester en apportant la preuve contraire »¹²⁹. Ainsi, l'intervenant peut agir sur ses propres actions dans le cadre des pratiques de marché admises et il n'encourt un risque que si le régulateur ou tout intéressé prouve que ces agissements ont été détournés de leurs finalités déclarées. En revanche, ce n'est pas à lui de prime abord à prouver la légitimité de son intervention.

2) Ne relevant pas du *safe harbor*

Les pratiques de marché admises ne relèvent pas du *safe harbor* puisqu'elles ne remplissent pas les objectifs énoncés par l'article 3 de Règlement pour bénéficier du *safe harbor*¹³⁰. Le règlement énonce explicitement que le programme doit « avoir pour **seul objectif** » les finalités vues ci avant. Ce qui en pratique est problématique. Les intervenants du marché avaient dans les faits recours à des programmes de rachats d'actions à objectifs multiples¹³¹. Or, d'une part, l'article 3 ne prévoit pas la possibilité de faire de tel programme et, d'autre part, il semble que le cumul des pratiques de marché admises et du *safe harbor* ne soit pas envisageable. Une autre conséquence de cet article est que la modification des objectifs du rachat d'actions, c'est à dire une réaffectation, fait perdre le bénéfice du *safe harbor*¹³².

La solution autre, consistant à distinguer au sein d'un même programme les objectifs et leur régime juridique, n'est pas envisageable tant l'article 3 du règlement ne laisse aucune marge d'appréciation.

Le risque est alors patent que les opérateurs se détournent du refuge et préfèrent prendre des risques limités mais les autorisant à établir des programmes à objectifs multiples.

¹²⁹ *Le droit de A à Z, Dictionnaire juridique pratique*, Editions juridiques européennes, 3^{ème} édition 1998, p. 467.

¹³⁰ A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier, sept – oct. 2005, p. 54.

¹³¹ *Les opérations de rachat d'actions en France : Bilan statistique*, Revue AMF n° 8, novembre 2004, p. 129.

¹³² S. TORCK, *La Loi Breton et le rachat d'actions*, Bull. Joly bourse, 01 janvier 2006, n° 1 p. 18.

B) Au risque que les intervenants préfèrent les pratiques au détriment du *safe harbor*

L'intervenant, s'il vise plusieurs objectifs, sera dans l'obligation de renoncer au *safe harbor*. Le cumul n'étant pas possible, l'intervenant se retrouve dans la situation où, soit il décide de ne pas bénéficier du « refuge », soit il s'y plie mais alors ses possibilités sont largement restreintes. La première solution, semble-t-il, est celle qu'il faut envisager¹³³. Mais alors la régulation que met en place le *safe harbor* perd tout son intérêt et peu d'intervenants y auront recours. Il faut alors attendre de voir comment l'AMF résoudra ce problème. En attendant l'émetteur sera tenu de mettre en place plusieurs programmes de rachat. Dans cette hypothèse si l'émetteur entend bénéficier du refuge pour au moins un des programmes, il semble alors que le cumul des programmes doit respecter pour sa globalité les conditions du *safe harbor*.

Un auteur suggère que l'émetteur qui procéderait à un programme de rachat à objectif multiples, mêlant à la fois des objectifs identiques à ceux du *safe harbor* et des objectifs relevant des pratiques de marché admises, ne bénéficierait pas de la présomption irréfragable de légitimité¹³⁴. Mais tout au moins, s'étant conformé aux conditions pour en bénéficier n'aura aucun mal à faire la preuve de la légitimité de son intervention. Par une voie détournée l'opérateur obtient un résultat quasi identique et s'extrait des conditions trop strictes du *safe harbor*. Il est néanmoins regrettable qu'une erreur de rédaction risque de détourner les émetteurs¹³⁵.

La transposition a put donc mettre à mal le principe de *safe harbor* et la portée qu'il recèle, mais ces critiques restent théoriques et il s'agit de confronter le principe à la pratique. Une décision récente de l'AMF contribuera à cet objectif.

¹³³ A. FELIX, *La transposition par l'AMF de la Directive abus de marché en matière de rachat d'actions : que reste-t-il du safe harbor*, Revue de Droit bancaire et financier, sept – oct. 2005, p. 54.

¹³⁴ Idem, p. 54.

¹³⁵ Article 3 du Règlement 2273/2003.

§3 Une application respectueuse

Le 16 septembre 2005 la commission des sanctions de l'AMF a rendu une décision à l'encontre de la société Eurazeo (issue de la fusion entre Eurafrance et Azeo). A première vue l'AMF a rendu une décision respectueuse du concept de *safe harbor* (A), cependant tous les doutes ne sont pas résolus au vu de l'espèce en cause (B).

A) La décision « Eurazeo »¹³⁶ : une application juste du *safe harbor*

Etant une des premières applications jurisprudentielles dans le cadre d'une manipulation de cours, celle-ci retiendra toute l'attention. En effet elle permet aux acteurs économiques de mieux appréhender la manière selon laquelle l'AMF procédera dans le futur. Plus particulièrement il s'agissait de savoir si les dispositions concernant la présomption irréfragable de légitimité était applicable à des faits commis sous l'empire de l'ancien règlement COB¹³⁷ ?

Admettant le principe de la rétroactivité *in mitius*, l'AMF devait se pencher sur le concept de *safe harbor*. L'AMF énonce une pétition de principe selon laquelle, même si la pratique n'est pas intervenue dans le cadre de la présomption simple ou irréfragable de légitimité « **le manquement de manipulation de cours ne serait pas pour autant établi** ». C'est finalement une très juste application du principe de *safe harbor* qui est faite là, puisque l'intervenant peut agir au travers d'autres pratiques. Néanmoins il appartiendra à l'intervenant de « **rapporter la preuve de sa bonne foi** ». Ainsi, l'AMF rappelle le principe directeur et donc semble balayer les craintes qui ont pu naître au regard de la transposition au travers d'une présomption irréfragable de légitimité.

Il faut du reste souligner que la Commission des sanctions non seulement rappelle le principe applicable, mais en plus aide l'intervenant à établir la preuve de sa bonne foi. Il s'agit pour ce dernier de démontrer que « **les modalités de rachat n'ont pas entravé le fonctionnement régulier du marché ou n'ont pas revêtu un caractère trompeur** ».

¹³⁶ AMF, décision de sanction du 16 septembre 2005 à l'égard de la société Eurazeo.

¹³⁷ H. de VAUPLANE et J-J. DAIGRE, commentaire de la décision AMF du 16 septembre 2005, Banque et Droit n° 105, janvier février 2006.

Autrement dit, le rachat n'a pas eu d'impact sur l'efficacité des marchés ou n'a pas eu un effet néfaste sur le prix.

Cependant une note négative semble entraver cette interprétation respectueuse.

B) Dans une hypothèse spéciale de manipulation formelle

Le doute quant à une application respectueuse du *safe harbor* peut-il alors encore subsister ? Apparemment non au vu de cette sanction. Cependant, la pétition de principe était-elle suffisante ? Ici la légitimité de la pratique ne pouvait de toute façon pas être démontrée. En effet, la décision de la Commission des sanctions et le rappel des preuves concourant à rapporter un ensemble de manœuvres frauduleuses soulignent un caractère nécessairement illicite. Or en présence d'une infraction illicite la preuve de la légitimité n'est jamais admissible.

Dès lors, il n'est pas possible de savoir réellement quel est le degré d'admission de la légitimité par l'AMF. La pétition de principe pouvant dans les faits rester lettre morte. En outre, cette décision ne résout pas le problème des programmes à objectifs multiples. Faut-il alors faire autant de programmes que d'objectifs ? Ce serait une solution lourde et complexe avec le risque que le nombre de programmes baisse en comparaison avec les statistiques antérieures¹³⁸.

Malgré tout, le recours à un concept d'origine américaine pourrait être le signe que l'Union européenne et les états membres entendent se doter d'une régulation en matière boursière qui soit plus économique qu'elle ne l'était déjà et alors l'approche des délits boursiers par la France serait modifiée.

¹³⁸ *Les opérations de rachat d'actions en France : Bilan statistique*, Revue AMF n° 8, novembre 2004, p. 129.

Section 2 Le *safe harbor* : une nouvelle façon d’appréhender la manipulation de cours ?

S’interroger sur la finalité du *safe harbor*, s’est se demander ce que protège ce concept ? Il est admis, par certains, que toute régulation vise soit la protection du consommateur, soit assurer la confiance dans un système¹³⁹. Il y a alors une acception politique de la régulation en ce que des choix doivent être faits. En l’espèce deux réponses sont envisageables. Soit le *safe harbor* vise l’obtention d’un prix juste et non manipulé, c’est à dire que l’on ne supporte pas le fait de tromper les opérateurs. Soit il a pour finalité la protection du marché, c’est à dire que craignant pour l’économie de manière générale on entend porter une sanction à l’événement qui risque de la déstabiliser (§1). Le droit de la concurrence semble alors être une aide efficace à la lutte contre les manipulations de cours (§2).

§1 La protection du marché ou du prix ?

La France pour des raisons religieuses et historiques tend à réprimer la manipulation qui porte atteinte au prix¹⁴⁰. C’est une vision qui tend à protéger la moralité, c’est à dire le refus qu’une personne puisse obtenir un profit excessif par le biais de manœuvres¹⁴¹.

A) L’acception traditionnelle : la protection des prix

La réglementation française de la manipulation de cours trouve son origine dans la volonté de protéger les prix et non le marché lui même. L’objectif de la réglementation étant l’obtention d’un prix juste, c’est la manipulation qui a un effet sur ce prix qui est sanctionnée. Longtemps assimilée à une fraude, l’incrimination vise à protéger celui qui en pâtit.

¹³⁹ F. EWALD, *Les risques de régulation, La crise comme phénomène politique*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 11.

¹⁴⁰ M. FAVERO, *De la notion de spéculation à une réforme de l’exception de jeu*, JCP éd E, n° 10 mars 2005.

¹⁴¹ H. de VAUPLANE et O. SIMART, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, Revue droit bancaire n° 56 juillet - août 1996, p. 158.

De manière générale, il doit être rappelé que « si les investisseurs acceptent l'aléa boursier, c'est dans la conviction que le cours exprime, à chaque instant, le jugement moyen des intervenants sur la valeur de l'instrument échangé »¹⁴². Cette conviction serait trompée par le manipulateur, car alors le cours n'exprimerait que le prix voulu par ce dernier. Cette volonté de protéger l'acheteur de l'atteinte au prix est fort ancienne puisque déjà, en 1572, l'Edit de Charles IX reconnaissait une utilité à la fixation des cours, celle de la protection de l'acheteur et donc de la régulation économique¹⁴³. C'est bien la protection de « l'utilisateur finale » qui est visée par ce type de réglementation¹⁴⁴.

Sous cet angle, la difficulté réside dans l'obligation d'apporter la preuve de l'élément intentionnel, c'est à dire la volonté de manipuler le prix. Cette notion d'intention a toujours été présente en droit français et caractérise une acception morale du marché. Mais ce mode d'appréhension est en train de changer, semble-t-il, puisque récemment la commission des sanctions a condamné un émetteur en soulignant qu'« il importe peu que ces dépassements aient été délibérés »¹⁴⁵. L'application du *safe harbor* ne s'occupe pas de l'intention¹⁴⁶.

B) L'approche moderne par le marché

A l'inverse de l'approche française, la réglementation américaine. Le *1934 Act*, qui régleme les manipulations de cours aux Etats Unis, a été élaboré à la suite de la crise de 1929. Cette réglementation se faisant, d'une part, la réponse à la spéculation désordonnée des intervenants et d'autre part, l'écho de la crainte selon laquelle la manipulation de cours était susceptible d'interférer avec l'efficacité du marché et donc par la même d'influer négativement sur l'économie nationale. Le manipulateur doit donc

¹⁴² M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive sur les abus de marché*, Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF, IV, 2004, p. 439.

¹⁴³ D. VALETTE, *Le cours de bourse réflexions autour d'une réalité juridique*, Etudes sur le cours de bourse, éd. Economica, p. 2.

¹⁴⁴ H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3^{ème} éd., éd Litec, n° 344-4, p. 342.

¹⁴⁵ AMF, décision de sanction du 16 septembre 2005 à l'égard de la société Eurazeo

¹⁴⁶ H. de VAUPLANE et J-J. DAIGRE, commentaire de la décision AMF du 16 septembre 2005, Banque et Droit n° 105, janvier février 2006.

être sanctionné car il fait courir un risque à l'économie et au marché en ne laissant pas agir la main invisible d'Adam Smith¹⁴⁷.

Les institutions européennes semblent pour leur part avoir pris parti pour la protection du marché plutôt que pour celle du prix (précision faite que l'interdépendance entre les deux est évidemment très forte et que le critère commun aux deux acceptions est la spéculation¹⁴⁸). Ainsi, le Considérant n° 12 de la Directive abus de marché vise à « assurer l'intégrité des marchés et renforcer la confiance des investisseurs en ces marchés » et non pas à l'obtention d'un prix non trompé. Cette différence d'appréhension n'est pas nouvelle, elle se retrouve aussi dans les modes de cotations de type anglo-saxon et latin.

Pour autant, cette assertion doit être tempérée. En effet, l'article 1-§2 de la Directive abus de marché ne se contente pas de viser uniquement les « ordres », il vise aussi les « opérations ». L'utilisation de ce terme générique tendrait alors à rendre applicable ce dispositif tant aux marchés de cotation anglo-saxonne, qu'aux marchés de cotation latine.

Un élément pousserait à croire que la transposition française est restée figée dans sa conception traditionnelle. Il s'agit du problème de la ré-affectation des titres achetés à un objectif différent de celui initialement prévu. Elle est interdite dans le cadre du *safe harbor*, notamment dans le cas de la réduction de capital, ce qui révèle en partie une crainte de manipulation du prix¹⁴⁹. En effet, l'investisseur reçoit l'information selon laquelle l'affectation sera telle. Il en déduira une position à prendre sur le marché et une valorisation de l'actif. Modifier cette affectation c'est porter atteinte aux anticipations prises par l'acheteur éventuel de titres et donc au prix qu'il en attend.

Quelle que soit la finalité protégée, il n'en reste pas moins qu'un changement de paradigme semble poindre à l'horizon du traitement des délits boursiers. En effet, la

¹⁴⁷ A. SMITH, *Recherches sur la nature et les causes des richesses des nations*, 1776.

¹⁴⁸ M. FAVERO, *De la notion de spéculation à une réforme de l'exception de jeu*, JCP éd E, n° 10 mars 2005, et H. de VAUPLANE et O. SIMART, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, revue droit bancaire n° 56 juillet - août 1996, p. 158.

¹⁴⁹ Communiqué de presse de l'AMF, *La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres*, Revue AMF, n° 12, mars 2005, p. 83.

vision juridique semble laisser le pas à une vision plus économique pour obtenir une répression plus efficace.

§2 Le droit de la concurrence à l'aide de la répression de la manipulation de cours

« N'est-il pas plus facile de prouver un fait économique qu'une intention morale ? »¹⁵⁰
Le fait de s'intéresser au droit de la concurrence permet d'apporter une solution à cette question à caractère fermée, c'est à dire n'acceptant qu'une seule réponse (B). Cependant en quoi le droit de la concurrence peut-il être un apport au droit financier (A)?

A) De l'apport du droit de la concurrence

La formulation même de la Directive « Abus de marché » laisse penser que le législateur communautaire entend procéder à la protection du marché. Ce concept de marché n'est pas neutre de sens. Il est particulièrement mis en exergue en droit de la concurrence, où il sert de référent pour juger de ce qui peut relever d'un comportement abusif ou non. L'idée de rapprocher ces deux droits n'est pas nouvelle mais ne semblait pas encore aboutit¹⁵¹. Cependant les innovations successives et récentes semblent avoir redonnées vie à cette approche. La thèse d'une appréhension concurrentielle des marchés financiers a été brillamment soutenue¹⁵² et il faut relever d'autres éléments qui concourent à l'étayer, mais aussi des arguments qui tendent à la relativiser. Précision faite qu'il ne s'agit pas de l'angle traditionnelle sous lequel cette question est traitée. C'est à dire au regard du contrôle des concentrations pour lesquels la question ne se pose plus, car de toute évidence le droit de la concurrence s'applique à ces opérateurs¹⁵³.

Le but ici est plus particulièrement de voir comment le droit de la concurrence pourrait être utile dans la recherche d'une sanction aux infractions boursières. Selon l'auteur de

¹⁵⁰ H. de VAUPLANE et O. SIMART, *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*, Revue droit bancaire n° 56 juillet - août 1996, p. 158.

¹⁵¹ Colloque DGCCRF, *Droit boursier et droit de la concurrence*, Petites affiches, 21 juillet 1999, n°144.

¹⁵² M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers*, LGDJ, 2002.

¹⁵³ H. de VAUPLANE et J.P. BORNET, *Droit des marchés financiers*, 3ème éd., éd Litec, n° 344, p. 339. Le contrôle des concentrations prenant une tournure particulière quand il s'agit de la concentration des sociétés de bourse elles mêmes, cf. actuellement les tractations autour du rapprochement entre Euronext et le NYSE.

la thèse précitée, le droit de la concurrence permettrait de prouver l'élément intentionnel propre à la manipulation de cours¹⁵⁴. Il semble qu'il faut aller plus loin encore et voir dans le droit de la concurrence un prisme permettant la sanction d'une infraction économique et non morale. La critique est néanmoins proche et se fonde sur le constat que certes la bourse est un marché, mais c'est un marché spécial. Il n'est pas besoin de rappeler la règle *specialia generalibus derogant*, or, un droit boursier existe déjà. Il doit être répondu à cela que la règle spéciale s'efface au profit du droit commun lorsque la première manque à donner une réponse. A parodier un auteur il faut se demander si le droit de la concurrence peut jouer le rôle du droit commun¹⁵⁵? Il a pu en effet être soutenue que « le droit commun de la concurrence fait ainsi preuve de la plasticité des droits résiduels qui s'appliquent faute de mieux »¹⁵⁶.

Aussi théorique que cela puisse paraître l'appréhension concurrentielle des manipulations de cours peut se remarquer dans les termes qu'utilise la réglementation européenne. Il n'est qu'à voir l'objectif de « transparence »¹⁵⁷ du marché qui est affiché. Objectif de transparence qui est selon la théorie économique une des conditions essentielles au bon fonctionnement du marché¹⁵⁸. Elle trouvera à s'appliquer sur les marchés financiers dans les relations verticales entre l'émetteur et les investisseurs quant à la détermination du prix. La transparence participe évidemment de la protection des investisseurs.

Un autre exemple réside dans la protection de « l'intégrité »¹⁵⁹ du marché qui est en fait la volonté d'assurer la libre rencontre de l'offre et de la demande ce qui est la caractéristique d'un marché efficient et donc pleinement concurrentiel.

¹⁵⁴ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 461.

¹⁵⁵ A. GOSSET-GRAINVILLE, *Les risques de régulation, le droit de la concurrence peut-il jouer un rôle d'interrégulateur ?*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 151.

¹⁵⁶ M-A. Frison-Roche, Colloque DGCCRF, *Droit boursier et droit de la concurrence, Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ?*, Petites affiches, 21 juillet 1999, n°144, p. 8.

¹⁵⁷ Considérants n° 15, 26 de la Directive abus de marché.

¹⁵⁸ A. SMITH, *Recherches sur la nature et les causes des richesses des nations*, 1776, où il développe la théorie de la Main invisible dans un marché « transparent » et pleinement concurrentiel. Ou encore L. WALRAS, *Eléments d'économie politique pure*, 1874-1877, où il développe les éléments nécessaires au jeu de la concurrence la plus pure.

¹⁵⁹ Considérants n° 2, 11, 12 de la Directive abus de marché.

Enfin la volonté d'assurer « l'égalité »¹⁶⁰ entre les différentes places financières et donc permettre que la concurrence entre les marchés soit totale, en vérifiant que le standard de régulation est identique entre les Etats.

Pour résumer il s'agit d'objectifs communs à la régulation communautaire et au droit de la concurrence. En outre, des ressemblances sont notables, il n'est qu'à voir le recours à des autorités administratives indépendantes (l'AMF et le Conseil de la concurrence) pour procéder tant à l'élaboration de la norme de régulation que participer à la sanction des abus. Ensuite, c'est l'utilisation de concepts proches, tel que l'entente anticoncurrentielle¹⁶¹. Cette pratique prohibée du droit de la concurrence se révèle intéressante au vu de l'infraction boursière de manipulation de cours. L'article L 420-1 du Code de commerce interdit tous les accords (tacites, exprès,...) qui font obstacle à une concurrence efficiente. L'article 1-§2-a) de la Directive abus de marché énonce en son alinéa 2 « l'action d'une ou de plusieurs personnes agissant de manière **concertée** » et vise par là même l'entente dont cherche à profiter plusieurs personnes. L'entente sur les marchés boursiers n'est pas en soi répréhensible, il y a même un statut spécifique de l'action de concert qui en est un exemple caractéristique¹⁶².

Le développement de l'autorégulation en matière boursière semble s'inspirer du droit de la concurrence, l'absence de notification préalable à l'autorité compétente avant la mise en œuvre d'un programme en est un exemple. L'intervenant est invité à évaluer lui-même la légitimité de son opération, il en supporte alors lui-même les conséquences.

La spécificité du marché ne doit pas pour autant être niée, d'une part, parce que les éléments qui le composent sont dématérialisés et d'autre part, parce qu'un impératif de sécurité est exigé au vu de la protection de l'épargne publique. L'acceptation purement économique a le mérite de l'efficacité, l'acceptation traditionnelle a le mérite de porter une sanction à l'atteinte faite à des valeurs jugées supérieures. Toujours est-il que l'exemple le plus flagrant relève de la comparaison avec l'abus de position dominante.

¹⁶⁰ Considérant n° 35 de la Directive abus de marché.

¹⁶¹ P. CHARLETY, Colloque DGCCRF, *Droit boursier et droit de la concurrence, Peut-on concevoir abus de position dominante et entente dans le système boursier ?*, Petites affiches, 21 juillet 1999, n°144, p. 40.

¹⁶² Article L 233-10 du Code de commerce

B) L'abus de domination¹⁶³

Au sens de l'article L 420-2 du Code de commerce tout acteur d'un marché de produits et services se voit interdire « l'exploitation abusive [...] d'une position dominante », c'est à dire le pouvoir pour la personne qui en abuse de « faire obstacle à une concurrence effective »¹⁶⁴. L'applicabilité du droit de la concurrence n'est pas qu'une vaste question théorique, en effet il emporte « un système probatoire à la fois allégé et sophistiqué »¹⁶⁵.

1) La manipulation de cours, un abus de domination

Au fond, l'approche française de la manipulation de cours est remise en cause. Une critique de l'acception, selon laquelle la manipulation est un tromperie, serait justifiée par le fait qu'il s'agisse plutôt d'une atteinte au jeu de l'offre et de la demande¹⁶⁶, c'est à dire en soi une pratique anticoncurrentielle¹⁶⁷. La manipulation de cours est alors condamnable non pas du fait que c'est une tromperie, mais bien parce qu'il faut apporter une « sanction des altérations apportées volontairement par certains émetteurs au processus de formation des cours de bourse »¹⁶⁸ et donc un refus d'une concurrence effective. Au vu de la sanction administrative, cette acception est recevable, mais du point de vue pénal la critique est envisageable.

Sous l'angle administratif, l'article 631-1 du Règlement général de l'AMF envisage la manipulation de cours à propos d' « indications fausses ou trompeuses sur **l'offre, la demande ou le cours** », c'est à dire en considération de l'objet. Au pénal, c'est

¹⁶³ P. CHARLETY, Colloque DGCCRF, *Droit boursier et droit de la concurrence, Peut-on concevoir abus de position dominante et entente dans le système boursier ?*, Petites affiches, 21 juillet 1999, n°144, p. 40.

¹⁶⁴ Cour d'appel de Paris, 17 octobre 1990.

¹⁶⁵ M-A. Frison-Roche, Colloque DGCCRF, *Droit boursier et droit de la concurrence, Peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier ?*, Petites affiches, 21 juillet 1999, n°144, p. 13.

¹⁶⁶ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 440.

¹⁶⁷ M. TOMASI, *La concurrence sur les marchés financiers*, LGDJ, 2002, N°308.

¹⁶⁸ D. OHL, *Le droit des sociétés cotées*, éd. Litec, n°529

l'exercice d'une manœuvre qui induit « autrui en **erreur** » c'est à dire en considération de l'effet.

Ainsi, même si l'article 419 de l'ancien code pénal est comme il a été cité « l'ancêtre législatif commun du droit de la concurrence moderne et du délit de manipulation de cours »¹⁶⁹, l'interprétation de la manipulation de cours sous un angle concurrentiel n'est envisageable et pertinent qu'en relation avec la sanction administrative. La sanction pénale est encore marquée du sceau de l'intention de tromper et non seulement de l'intention de manipuler. Il y a ici une volonté d'instaurer une progression dans la sanction, le droit pénal étant réservé aux cas les plus graves.

La comparaison avec l'abus de position dominante est donc relevante vis à vis de la sanction administrative. Il s'agit pour l'intervenant de contrôler l'offre et la demande tel qu'énoncé par l'article 1-§2-a)-al.2 de la Directive abus de marché. Lequel article est utilement complété par un exemple, à savoir « le fait pour une ou plusieurs personnes [...] de **s'assurer une position dominante** sur l'offre ou la demande » et ayant pour effet la fixation du prix ou du cours. Cependant, au même titre qu'en droit de la concurrence, seul l'abus sera sanctionné. Une condamnation *de facto*, aurait pour effet d'interdire tout achat massif de titres pour peu qu'il offre une position dominante à l'acheteur, achat qui en tant qu'information nécessiterait un ajustement automatique du cours.

Deux questions se posent alors. D'une part, comment prouver l'abus ? Et d'autre part, comment déterminer ce qui est abusif ou non ?

2) La preuve de l'abus

La question de la preuve se résout pragmatiquement par l'établissement d'un faisceau d'indices qui est un mode de preuve admis tant par le droit de la concurrence, que par le droit américain qui a servi de modèle¹⁷⁰. Ce « faisceau d'indices » permet, comme le

¹⁶⁹ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 440.

¹⁷⁰ *Idem*, p. 461.

rappel le député Mallié¹⁷¹, d'identifier les manipulations qui rentrent dans le cadre de la définition donnée par la Directive abus de marché. La preuve est apportée dès lors que le faisceau d'indices permet d'établir que « la position de l'entreprise (ici l'intervenant) est de nature à lui permettre de s'abstraire de la pression de la concurrence d'autres entreprises (ici les autres investisseurs) »¹⁷². Il est alors plus aisé de comprendre pourquoi le législateur communautaire a procédé à l'énumération de signaux¹⁷³, ceux-ci n'ayant d'autre finalité que d'aider le régulateur en charge de la sanction à caractériser les indices nécessaires à l'établissement de la preuve. Ainsi, un signal pris indépendamment ne suffit pas, mais la concordance de plusieurs signaux permet au régulateur de mettre en exergue l'intervention abusive de l'opérateur.

Cependant, si la preuve de l'abus est facilitée, des exceptions néanmoins existent si la pratique est légitime. Comment alors distinguer ce qui est abusif de ce qui ne l'est pas ? Dans la situation présente, l'abus s'appréciera à l'aune de la légitimité de l'objectif poursuivi par l'intervenant. Cette réponse ne fait que poser une question suivante. Comment apprécier cette légitimité ? Ici encore, c'est un recours au droit de la concurrence qui permettrait de résoudre le problème, il s'agit de la théorie du bilan concurrentiel au regard du marché concerné, c'est à dire le rapport coût-avantage de la pratique. L'exemple théorique (l'appréciation coût-avantage n'étant pas nécessaire, puisque bénéficiant d'une présomption de légitimité) de la stabilisation est évident : d'une part, la manipulation consciente des cours tendant à fixer un cours anormal à l'instrument financier et, d'autre part, le risque d'échec pour nombre d'émetteurs lors du placement de leur titre. Le risque d'échec étant plus néfaste que la manipulation, la stabilisation sera jugée légitime. Cet exemple est bien entendu assez grossier et la réalité nécessiterait plus de finesse, mais l'idée est réaliste. Est légitime ce qui globalement est avantageux pour le marché et donc pour l'économie.

¹⁷¹ Rapport n° 2351 du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2281) *portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers*, R. MALLIE, rapporteur général, député.

¹⁷² A. GUEDJ, *Pratique du droit de la concurrence national et communautaire*, éd. Litec Affaires Finances, p. 37.

¹⁷³ Cf. Chapitre 1, Section 1, §1, A).

Conclusion

A n'en plus douter le *safe harbor* est avantageux tant pour le marché que pour les opérateurs. Cette régulation, au delà de son aspect technique, porte en elle des concepts et des modes d'appréhension nouveaux. Il ne faut pas oublier que ce qui justifie la régulation, c'est que la décision individuelle d'un opérateur n'est pas compatible avec l'intérêt général, c'est à dire « l'échec de la main invisible d'Adam Smith »¹⁷⁴. Karl Marx en prévoyant la fin du capitalisme semble n'avoir pas prévu que celui-ci serait capable de trouver les remèdes propres à le soigner¹⁷⁵. Par remède il faut entendre la mise en place de régulations spécifiques dans de nombreux domaines et principalement celui de la concurrence.

La Directive abus de marché rapproche les méthodes du droit boursier des méthodes utilisées dans d'autres matières juridiques marquées par l'économie concernant la sanction des infractions¹⁷⁶. La transposition, malgré ses imperfections, emmène la France vers une nouvelle acception des marchés boursiers. La tendance n'est pas nouvelle, elle a commencé avec la dématérialisation au début des années 1980 et la déréglementation des places financières. Elle s'est poursuivie avec la montée en puissance de l'Union européenne dans le domaine des services financiers. Avec le Plan d'actions pour les services financiers lancé par la Commission européenne il faut voir plus loin encore et constater que le but d'harmonisation est presque abouti.

¹⁷⁴ T. CAZENAVE, D. MARTIMORT et J. POUYET, *Les risques de régulation, Crise de régulation*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 3.

¹⁷⁵ K. MARX, *Le Capital*, ouvrage dans lequel il pronostique la fin du capitalisme, celui-ci ne pouvant résister à son mal interne à savoir l'absence de régulation extérieure.

¹⁷⁶ M. TOMASI, *Vers un renouveau de la lutte contre les manipulations de cours : l'apport de la Directive abus de marché*, Mélanges AEDBF – France IV, p. 463

Il faut se féliciter avec T. Breton que « la France sera ainsi au rendez-vous de l'entrée en vigueur du passeport européen en matière de prospectus et de visa, ce qui simplifiera la vie des émetteurs français tout en assurant la compétitivité de notre Place financière »¹⁷⁷. La question de la compétitivité est essentielle dans ce monde globalisé et il semble que le *safe harbor* à sa mesure y participe. Il s'agit en effet à l'heure actuelle de répondre au défi de la « crédibilité internationale » via une régulation efficace¹⁷⁸.

¹⁷⁷ Intervention de T. BRETON, ministre de l'Économie, des finances et de l'industrie, lors des Rencontres financières internationales, Paris Europlace, 5 juillet 2005, consultable sur <http://.minefi.gouv.fr/presse/discours/ministre/tb0507051.php>

¹⁷⁸ J. P. JOUYET, *Les risques de régulation, Articulation ou désarticulation des régulations ?*, Presses de sciences po et Dalloz, p. 119.

Bibliographie :

Textes :

Européens

- *Journal Officiel de l'Union européenne*
- *Deuxième directive 77/91/CEE* du Conseil, du 13 décembre 1976, JOCE n° L026 du 31/01/1977
- *Plan d'action pour les services financiers* de la Commission du 11 mai 1999
- Communication de la Commission n° 232 du 11 mai 1999, *Mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers : plan d'action*
- *Directive n° 2003/6/CE* du Parlement Européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (dite Directive abus de marché entrée en vigueur le 12 octobre 2004)
- *Directive n° 2003/124/CE* du 22 décembre 2003, JOCE, n° L. 339 du 24 décembre 2003, p. 70
- *Règlement n° 2273/2003* de la Commission du 22 décembre 2003 sur les programmes de rachat et de stabilisation d'instruments financiers. Règlement portant modalités d'application de la Directive abus de marché
- *Directive n° 2004/72/CE* de la commission du 29 avril 2004. Directive portant modalités d'application de la Directive n° 2003/6/CE en ce qui concerne les pratiques de marché admises
- *Protocole additionnel n° 7 à la Convention Européenne de Sauvegarde des Droits de l'Homme et des Libertés Fondamentales*

Nationaux

- Code commerce
- Code monétaire et financier
- Code civil

- *Loi n° 88-70* du 22 janvier 1988 sur les valeurs mobilières
- *Règlement COB n° 90-04* relatif à l'établissement des cours (modifié par le règlement 2000-06)
- *Règlement général de l'AMF*
- *Loi n° 2005-811* du 20 juillet 2005, Journal Officiel du 21 juillet 2005
- *Loi n° 2005-842* du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie.
- *Rapport n° 2342* du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2249) *pour la confiance et la modernisation de l'économie*, G. Carrez, rapporteur général, député
- *Rapport n° 2351* du 30 mai 2005 devant l'Assemblée nationale sur le Projet de Loi (n°2281) *portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans le domaine des marchés financiers*, R. Mallié, rapporteur général, député
- Document interprétatif de l'AMF, *La mise en œuvre du nouveau régime de rachat d'actions propres*, publié dans la Revue AMF de mars 2005, n° 12 p. 83

Américains

- *Securities Exchange Act 1934*
 - Section 10
 - Rule 10 b 18
- Communiqué de la Securities and Exchange Commission, 17 CFR Parts 228, 229, 240, 249, 270, and 274, [Release Nos. 33-8335; 34-48766; IC-26252; File No. S7-50-02], *Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others*

Reuves :

- Revue mensuelle de l'AMF (également consultable sur le site de l'AMF)
- Bulletin Joly Bourse
- Revue trimestrielle de droit commercial
- Les Petites Affiches

- Revue de droit bancaire et financier
- Juris classeur
- Revue de jurisprudence commerciale
- American sociological review

Dictionnaires juridiques :

- G. Cornu, *Vocabulaire juridique*, éd. PUF
- *Le droit de A à Z*, Dictionnaire juridique pratique, Editions juridiques européennes, 3^{ème} édition 1998
- *Dictionnaire de droit*, Edition Foucher 2004
- H. Roland et L. Boyer, *Adages du droit français*, éd. Litec 1999, 4^{ème} édition
- *Black's Law Dictionary*, 8^{ème} edition, Thomson West

Ouvrages juridiques :

- *Droit bancaire et financier*, Mélanges AEDBF-France IV, Revue Banque édition, sous la direction de H. de Vauplane et J. J. Daigre
- H. de Vauplane et J. P. Bornet, *Droit des marchés financiers*, éd. Litec, 3^{ème} édition
- P. Merle, *Droit commercial, Sociétés commerciales*, Précis Dalloz, 9^{ème} éd.
- F. Dangeard, *Le droit financier américain : droit et pratique des marchés financiers aux Etats-Unis*, éd. Feduci, 1990
- H. Roland et L. Boyer, *Traité d'introduction au droit*, éd. Litec 2002
- F. Terré, *Introduction générale au droit*, Précis Dalloz, 6^{ème} éd.
- T. Bonneau et M-F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, éd Economica, 2^{ème} éd. 2005
- D. Ohl, *Le droit des sociétés cotées*, éd. Litec
- A. Guedj, *Pratique du droit de la concurrence national et communautaire*, éd. Litec Affaires Finances
- *Les risques de régulation*, Presses de sciences po et Dalloz, Droit et économie de la régulation, sous la direction de M-A. Frison-Roche

- J-H. Robert et H. Matsopoulou, *Traité de droit pénal des affaires*, éd. PUF droit, Collection droit fondamental
- D. Valette, *Le cours de bourse réflexions autour d'une réalité juridique*, Etudes sur le cours de bourse, éd. Economica
- M. Tomasi, *La concurrence sur les marchés financiers*, LGDJ, 2002

Ouvrages divers :

- E. Zola, *L'argent*
- A. Smith, *Recherches sur la nature et les causes des richesses des nations*, 1776
- L. Walras, *Eléments d'économie politique pure*, 1874-1877
- K. Marx, *Le Capital*, 1867

Sites Internet :

- Légifrance : www.legifrance.gouv.fr
- Ministère de l'économie et des finances : <http://.minefi.gouv.fr/>
- Sénat : <http://www.senat.fr/>
- Assemblée Nationale : <http://www.assemblee-nationale.fr/>
- AMF : <http://www.amf-france.org>
- CESR : www.cesr-eu.org
- Institutions européennes : <http://europa.eu.int>
- AFEI : <http://www.afei.com>
- AEDBF: <http://www.aedbf.asso.fr>
- Encyclopédie générale Wikipedia : <http://fr.wikipedia.org/>