



Université Libanaise
Faculté de Droit et des Sciences Politiques et
Administratives
Filière Francophone de Droit

***Le contrôle des opérations financières par
l'autorité des marchés financiers (AMF)***

Mémoire pour l'obtention d'un Master 2 en Droit interne et
international des Affaires

Préparé par
Mohammad Hady Adnan Hajjar

Membres du jury :

Docteur Amal ABDALLAH	Directrice du mémoire
Docteur Sabine DE KIK	Membre du jury
Docteur Ghada AYOUB	Membre du jury

2020

L'Université Libanaise n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions contenues dans ce mémoire ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

« Ce qui compte, c'est la trajectoire, le chemin, la traversée, en un mot l'expérience »

Jacques Derrida.

Remerciements

J'adresse mes sincères remerciements aux personnes qui ont aidé à la réalisation de ce mémoire.

En particulier, Mme Amal Abdallah, professeure dans la filière francophone de Droit de l'Université Libanaise, qui m'a accordé sa confiance et m'a accompagné tout au long de mon travail. Elle m'a versé de sa connaissance avec patience et gentillesse, et a enrichi mon travail et ma pensée par ses propositions, remarques et conseils.

Je remercie aussi ma famille et notamment mes parents pour leur soutien durant cette expérience. Enfin, mes remerciements sont adressés à tous ceux sans qui ce travail n'aurait pas vu le jour.

Abréviations

AMF : Autorité de marchés financiers

O.P. : Offre publique

O.P.A. : Offre publique d'acquisition

O.P.E. : Offre publique d'échange.

Anti-O.P.A.E. : Anti-Offre publique d'acquisition ou d'échange

MIF : Marchés d'instruments financiers

MAR : Market Abuse Regulation

R.G. : Règlement général

Code Mon. et Fin. : Code monétaire et Financier

Sanct. : Commission de sanctions

OPCVM : Organisme de placement collectif en valeurs mobilières

Dir. : Directive

CE : Conseil européen

COB : Commission d'opérations boursières

Al. : Alinéa

Art. : Article

Bull. Joly Bourse (BJB) : Bulletin Joly Bourse

Cass. Com. : arrêt de la chambre commerciale de la cour de Cassation française

Cass. Pén. : arrêt de la chambre pénale de la cour de Cassation française

Com. : Commentaire

Obs. : Observation

JCPE : Jurisclasseur Périodique (Semaine juridique) éditions Entreprises et Affaires

RTDF : Revue trimestrielle de droit financier

Rev. Soc. : Revue des Sociétés

Comm. : Commentaire

LGDJ : Librairie générale de droit et de jurisprudence

RSC : Revue de science criminelle et de droit pénal comparé

JCP : Jurisclasseur périodique

LPA : Les Petites Affiches

UE : Union européen

CE : Conseil d'Etat

Sommaire

Introduction

Première partie : Le contrôle antérieur de l'AMF des opérations financières

Chapitre 1- Le contrôle de l'AMF des opérations portant sur les titres financiers

Section 1_ Le contrôle de l'AMF sur l'introduction et la radiation des titres financiers

Section 2_ Le contrôle sur le transfert définitif de la propriété des titres financiers

Chapitre 2 : Le contrôle de l'AMF des offres publiques

Section 1 _ Contrôle des offres publiques d'acquisition ou d'échange

Section 2 _ Contrôle de l'AMF des offres publiques de retrait et le retrait obligatoire

Deuxième partie : Contrôle postérieur de l'AMF des opérations financières

Chapitre 1 : Contrôle de l'AMF sur l'information continue

Section 1 : Contrôle sur l'information périodique

Section 2_ Contrôle sur les informations permanentes

Chapitre 2_ Contrôle de l'AMF sur les abus de marché

Section 1 : Répression du manquement d'initiés

Section 2_ Répression de la mauvaise information du public

Section 3_ Répression des manipulations de cours

Conclusion

Introduction

Le développement des marchés financiers a fait émerger le droit financier. Etant une discipline juridique muable, les législateurs et régulateurs tentent d'accompagner la pratique financière dans son évolution très rapide. Le développement de la réglementation juridique de cette discipline est un signe de maturité juridique dans le pays. C'est pourquoi le législateur libanais a tenté de mettre à jour son arsenal juridique en mettant en place une réglementation moderne, la loi des marchés financiers vient pour combler un vide législatif flagrant.

De prime abord, la notion de droit financier est une notion récente dans le droit positif, qui renvoie à un ensemble de matières juridiques concourant à la stimulation et à la protection de l'investissement vu comme la condition essentielle de toute activité économique¹. Ensuite, il est important de distinguer entre le droit financier et le droit des marchés financiers. Ce dernier se rapporte aux acteurs des marchés, leurs structures², et concerne leur régulation et fonctionnement³. Tandis que le domaine du droit financier ne se limite pas aux marchés financiers. Pour cela, la notion du droit financier est alors plus vaste⁴.

Par exemple, l'opération de placement des titres non cotés n'intervient pas sur les marchés, donc elle ne relève pas du droit des marchés financiers. Or, elle reste régie par les dispositions du droit financier. Et alors, limiter les contours du droit financier aux seules réglementations du droit des marchés financiers peut paraître restrictif. Néanmoins, la corrélation entre les deux droits est indiscutable, puisque les problématiques suscitées sur les marchés constituent une matière fondamentale du droit financier⁵.

¹ _ Alain Couret, Hervé Le Nabasque et autres, Droit financier, Dalloz, 2^{ème} édition, 2012, n°1.

² _ Jérémy Morvan, Marchés et instruments financiers, DUNOD, 2^e édition, 2014, p.4.

³ _ Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°2.

⁴ _ Alain Gauvain, Brèves réflexions sur le droit financier, Banque et Droit, n°61, 1998, p.22 ; S'agissant de l'utilisation de l'appellation, certains préfèrent celle du « droit financier », tels que Thierry Bonneau et France Drummond. En revanche, la plupart des auteurs favorisent l'utilisation de l'appellation « droit des marchés financiers », comme N. Rontchevsky, M. storck, H. de Vauplane...V. : Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°2.

⁵ _ A. D. Merville, Droit financier, Gualino 3^{ème} édition, 2017, n°4.

À noter que la notion du droit financier a remplacé celle du droit boursier¹, considérée comme désuète et ne correspondant plus à l'activité de l'ancienne bourse². À cet égard, l'histoire de la bourse est fortement animée par les scandales financiers, puisque la caractéristique essentielle qui marque l'activité de la bourse se manifeste par la spéculation et le risque³.

En effet, la bourse a connu les Krachset les scandales financiers depuis les premiers échanges commerciaux⁴, puisque dès la fixation du prix d'un titre ou d'une matière première (or, pétrole...), des déséquilibres habituelles entre l'offre et la demande peuvent s'occulter⁵. Pour cela, certains investisseurs ont la tentation de procéder à des comportements illicites pour se protéger contre les inconvénients de ce déséquilibre⁶. Ces comportements se sont « amplifiés avec l'expansion et la spécialisation des bourses »⁷, en raison de la complexité des procédés techniques utilisés ainsi que la maladresse et l'ignorance de la part de nombreux investisseurs intervenants sur le marché.

C'est la raison pour laquelle il était indispensable, avec la naissance des marchés financiers, de prévoir un organe compétent à veiller sur le bon fonctionnement de ces marchés, l'intégrité de l'épargne, et qui assurer la protection des investisseurs et la répression des manquements et des violations des dispositions législatives et réglementaires applicables : c'est l'autorité de marchés financiers(AMF)⁸. Ces finalités s'assurent par l'exercice d'un contrôle spécifique effectué par l'autorité sur les opérations financières réalisées sur les marchés financiers, puisque ces opérations manifestent l'intérêt des investisseurs, et constituent les cours du marché ainsi qu'elles représentent l'objet des abus de marché.

¹ _ P. Le Cannu, Le droit financier existe-t-il ?, LPA 26 avril 2004, n°83, p.4 ; X. Lagrade, Le droit financier présente-t-il un particularisme ?, JCP 2005 § I. p.182.

² _ Jean-Jacques Daigre, la fin des bourses, RD bancaire et financière n°2, avril 2003, p.83 ; V. aussi : P. le Cannu, Le droit financier existe-t-il ?, *art. cit.*p.182.

³ _ Jérémy Morvan, Marchés et instruments financiers, DUNOD, 2^e édition, 2014, p.17 et s.

⁴ _ *Ibidem* ; on souligne le Krach de 1929 qui représente une crise mondiale financière, le Krach de 1987 qui représente la première crise moderne, et récemment : la crise de Subprime 2007 et la crise de la dette souveraine de la zone euro.

⁵ _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°1.

⁶ _ *Supra* p. 92.

⁷ _ *Ibidem*.

⁸ _ V. Thierry Bonneau, La réforme des autorités bancaires et financières, Revue de Droit bancaire et financier, 11/2013, n° 6, p. 63 ; G. Rameix, L'autorité des marchés financiers, LPA 14 nov. 2003, p.140 ; J.-J. Daigre, la création de l'autorité des marchés financiers, Revue Sociétés 2003, p.823.

Selon les régimes étatiques et les modèles économiques, la surveillance des marchés est confiée à une ou plusieurs entités dont le champ de compétence est variable¹. Parmi ces entités on cite : la Securities and Exchange Commission (SEC) aux Etats-Unis, la Financial Services Authority (FSA) en Grande-Bretagne, l'Autorité des marchés financiers (AMF) en France et une autre autorité (AMF) au Liban.

Particulièrement, on entend par « contrôle » tout acte pris par l'AMF concernant toute opération financière, et qui vise à orienter, organiser, régler ou réprimer.

Ensuite, il est important de présenter le concept de l'opération financière. En effet, les textes législatifs ou réglementaires n'ont pas tenté à définir l'opération financière². C'est à la jurisprudence alors qu'est revenue « la difficile tâche d'en préciser les contours »³. En constatant les affaires relatives à cette question, on voit que la jurisprudence française ainsi que l'autorité financière (représentée par la commission de sanctions) ont procédé, afin d'en préciser la définition, à une analyse pragmatique in concreto qui puise ses fondements de l'espèce. Autrement dit, elles ont élaboré la définition en déduisant les critères de l'opération financière des faits matériels de l'espèce.

Par exemple, la jurisprudence de l'affaire Wendel a estimé que l'acte « visant à acquérir dans le capital de Saint-Gobin une participation la mettant en mesure d'exercer une influence sur la stratégie de cette société » constitue une opération financière⁴. Aussi, elle a relevé pour caractériser une seule et même opération financière plusieurs actes distincts (conclusions ou dénouement de contrats, opérations de financement) réalisés par l'investisseur⁵.

En constatant cette décision, nous trouvons que la jurisprudence a adopté une approche restreinte de la notion d'opération financière, en exigeant une condition précise pour caractériser l'opération financière : c'est l'influence de l'opération en question sur la société ou sur ses titres. Néanmoins, cette condition n'a pas été retenue par la commission de sanctions dans l'affaire LVMH⁶, estimant que la montée de ce dernier sur les titres de Hermès constitue « en soi une opération financière », sans qu'il soit demandé de relever la présence d'une influence sur la société ou ses titres.

¹ _ Jérémy Morvan, *Marchés et instruments financiers*, *op. cit.* p.15 ; à noter que d'autres entités exercent également une mission de surveillance sur les marchés, mais limitée dans un cadre professionnel spécifique, telles que la Banque centrale (libanaise ou française), la Comité française des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CECEI). Cette étude ne vise pas à exposer le contrôle de ces entités.

² _ Anne-Catherine Muller, *les acteurs des marchés financiers*, *Revue Droit et Patrimoine*, 1/5/2014, p.86, n°236, p.2, B.

³ _ *Ibidem*.

⁴ _ CA Paris, 31 mai 2012, n° 2011/0537 : Affaire « Wendel ».

⁵ _ *Ibidem*.

⁶ _ AMF Sanctions 25 juin 2013 : LVMH/Hermès.

On voit alors que la mission de qualification de l'opération financière, soit par la jurisprudence soit par l'AMF, ne cesse pas de montrer difficulté et finesse. Il convient à notre avis de favoriser l'approche large élaborée par la commission de sanctions, puisqu'elle présente l'avantage de prononcer la présence d'une opération financière, et ensuite, de mettre en vigueur les dispositions législatives et réglementaires et de déclencher le contrôle de l'autorité de marché. Cette solution est adéquate et mérite d'être adoptée.

On souligne finalement une constatation remarquable élaborée par un auteur sur cette question, qui énonce que l'objectif poursuivi par le règlement général de l'AMF française est « de révéler *a priori* une opération financière en préparation », tandis que la législation relative aux franchissements de seuils vise « à installer une transparence *a posteriori*, une fois les titres acquis »¹. On estime que la distinction entre la transparence *a priori* et *a posteriori* est particulièrement éminente, et se rapporte comme nous le verrons au rôle effectué par l'AMF ainsi qu'à ses finalités.

Concernant l'AMF, il s'agit d'une autorité administrative indépendante, dotée d'une personnalité morale de droit public, qui a pour mission de contrôler et de réglementer les marchés financiers².

Au Liban, l'AMF a été créé par la Loi n° 2011/161 du 17/8/2011 sur les marchés financiers libanais. Alors qu'en France, elle a été créée par la Loi de sécurité financière n° 2003/706 du 1^{er} août 2003. Cette dernière est dotée d'un règlement général qui porte sur les modalités de son travail³, tandis que, malheureusement, ce règlement général n'a plus été prévu au Liban⁴, ce qui marque un grand retard en la matière. À noter que le code monétaire et financier français englobe beaucoup de dispositions qui ont vocation à s'appliquer dans ce domaine⁵.

Il paraît important de relever, en matière de réglementation française, qu'elle subit une progression continue voire excessive⁶. En effet, l'innovation financière et la mondialisation des transactions ont incité le régulateur financier à élaborer des dispositions législatives

¹ _ Anne-Catherine Muller, les acteurs des marchés financiers, *art. cit.* p.2, B.

² _ Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°312 ; A. D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°151 ; J.-J. Daigre, la création de l'Autorité des marchés financiers, *art. cit.* p.829.

³ _ Publiée sur le site d'internet de l'AMF française : www.amf-france.org, en vigueur depuis le 21 juillet 2018.

⁴ _ Jusqu'à cet instant.

⁵ _ Cette étude a relevé les dispositions lorsqu'il est nécessaire.

⁶ _ A. D. Merville, Droit financier, *op. cit.* p.5 et s. (la présentation).

et réglementaires, qui s'avèrent d'une complexité redoutable. Un auteur n'a pas hésité à affirmer que « l'AMF est une machinerie bien rodée mais qui est au bord du surrégime »¹.

Il est difficile d'élaborer un exposé général de l'évolution de la réglementation française en cette matière². Or, il est convenable d'exposer les principaux textes puisqu'ils ont été prévus et utilisés dans cette étude, et afin de mieux comprendre cette difficulté. On cite parmi les textes : la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 dite loi Breton³, la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006⁴, l'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009⁵, la loi n° 2012-387 dite « Warsman II » du 22 mars 2012⁶, la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013⁷, la loi n° 2016-1691 du 9 décembre 2016⁸.

À noter que la matière du contrôle de l'AMF est régie aussi par des textes européens qui ont vocation à s'appliquer. Notamment, il s'agit du règlement MAR entré en vigueur le 3 juillet 2016⁹, la directive MIF entrée en vigueur en 2007¹⁰ et la directive 2015-849 du 20 mai 2015¹¹.

Cette situation a engendré beaucoup de difficultés¹² : le risque systématique, la traque des abus de marché, la difficulté pour l'autorité de préciser les articles en vigueur et les articles susceptibles d'être applicables, la difficulté pour les acteurs des marchés d'avoir une idée précise du « dispositif qui leur est effectivement applicable »¹³. On peut alors mieux constater le précipice existant entre les deux droits français et libanais, puisque ce dernier souffre de lacunes indiscutables en cette matière¹⁴. En conclusion, le régime juridique libanais en matière de l'AMF, au contraire du régime français, souffre d'une carence au niveau de la réglementation, notamment suite à l'absence du règlement général de l'autorité financière libanaise.

¹ _ Marina Teller, les acteurs des marchés financiers : les résultats de 2005, les perspectives à compter de 2007, Bulletin Joly Bourse, n°5, p.663, 2006, p.4.

² _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°27 ; A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* p.6 et s.

³ _ Pour la confiance et la modernisation de l'économie.

⁴ _ Relative aux offres publiques d'acquisition.

⁵ _ Qui a substitué la notion « d'appel publique à l'épargne » par « l'offre au public de titres financiers ».

⁶ _ Relative à la simplification du droit des entreprises.

⁷ _ Visant à renforcer la régulation et les pouvoirs des autorités de supervision en matière bancaire et financière.

⁸ _ Relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.

⁹ _ Le Market Abuse Regulation.

¹⁰ _ Sur les marchés d'instruments financiers ; V. H. Boucheta, MIF II : premiers enseignements suite au vote du Parlement européen, BJB, juin 2014, n°6, p.293.

¹¹ _ Relative à la prévention de l'utilisation du système financier aux fins du blanchiment de capitaux.

¹² _ Marina Teller, les acteurs des marchés financiers, *art. cit.* p.4 ; v. aussi : Thierry Granier, les conditions de placement et de commercialisation des titres subordonnés, Bulletin Joly Bourse n° 5, p.402, 2008, p.8.

¹³ _ *Ibidem.*

¹⁴ _ Surtout sous l'égide de l'absence du règlement général de l'AMF libanaise.

L'AMF comprend substance un collège et une commission des sanctions¹. Le droit libanais a prévu en plus une unité de contrôle sur les marchés financiers. Chacune de ses sections est dotée de compétences spécifiques et accomplit des tâches déterminées, qui se réunissent pour assurer un meilleur contrôle aux marchés financiers.

Il faut noter que cette diversité d'organes au sein de l'autorité revêt une importance pertinente, puisqu'elle assure le respect et la conformité au principe de séparation des pouvoirs ainsi qu'aux principes de droit processuel fondamentaux consacrés par la Convention européenne des droits de l'homme². Cette solution était consacrée suite à la demande et l'insistance de la jurisprudence française qui a fortement critiqué la formation et la structure de l'ancienne commission des opérations de bourse³. Cette dernière qui ne présente qu'un seul organe compétent pour réglementer, contrôler et sanctionner ne répondait pas aux exigences d'impartialité et d'indépendance d'une juridiction selon cette jurisprudence. Donc, la répartition des pouvoirs entre le collège et la commission des sanctions reflète une importance éminente, bien qu'elle n'ait pas pu écarter toute difficulté en cette matière⁴.

En constatant les dispositions concernées⁵, l'AMF est dotée d'une compétence éminente lors de son contrôle aux opérations financières. En effet, les missions de l'AMF se manifestent généralement par la protection de l'épargne investie dans les instruments financiers et les actifs ou les placements, le contrôle à l'information des investissements et aux opérations des investisseurs, au bon fonctionnement du marché, et la répression des comportements transgressant les dispositions applicables.

L'autorité de marché détient plusieurs pouvoirs sur les marchés afin d'accomplir ces missions susvisées. D'abord, l'autorité dispose d'un pouvoir normatif, manifesté notamment par le règlement général ainsi que les instructions, recommandations et communiqués qui visent à interpréter sa position et guider les intéressés⁶. De plus, elle est dotée des prérogatives lui permettant de veiller sur les marchés financiers et ses acteurs, telles que le visa apposé sur les documents d'information, l'agrément des prestataires, la surveillance des infrastructures de marché, la surveillance des offres

¹ _ Art. 3 du Loi libanais 2011-161 ; Art. L. 621-2 du code monétaire et financier français.

² _ V. J.-P. Marguénaud, Le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes à l'épreuve de l'article 6 de la convention européenne des droits de l'homme, LGDJ, 2001, p.213.

³ _ Cassation commerce 9 avril 1996, Banque et Droit 1996, n° 47, p.31, note H. de Vauplane ; Cassation commerce 18 juin 1996, RD bancaire et bourse n° 56, 1996, p.177, note M. Germain et M.-A. Frison Roche ; CA Paris 7 mai 1997, Banque et Droit juin 1997, n°53, p.40, note H. de Vauplane.

⁴ _ J.-P. Relmy, Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle, RTD 2010, p.29.

⁵ _ Art. 5 de la Loi libanaise 2011-161 ; Art. L. 621-1 du code monétaire et financier français.

⁶ _ Art. 11 de la Loi libanaise précitée ; Art. L. 621-6 et suivant du code monétaire et financier français.

publiques¹. Ensuite, l'autorité financière est dotée d'un pouvoir de répression². Elle est alors en mesure d'élaborer des injonctions et des mesures d'urgence, des contrôles et des enquêtes, de mener des procédures de sanction afin de réprimer les transgressions et de punir les reprochés.

Historiquement, la notion de Bourse domine sur la matière³. Le terme provient d'un « bourgeois de Bruges, Van der Buerse »⁴. Ce dernier avait établi un hôtel qui était un centre d'échange des marchandises (des draperies) entre des investisseurs. Le nom s'est rapidement répandu à travers l'Europe grâce à la réputation de la Belgique à l'époque.

Au Liban, la bourse de Beyrouth s'est constituée durant l'année 1920⁵. Le but était de trouver un lieu d'échange d'or, des titres financiers surtout étrangers à l'époque, selon des règles déterminées. Les transactions au début étaient faibles, et se contentent sur les titres financiers revenant aux sociétés françaises intervenantes au Liban et en Syrie⁶. À cette époque, les sociétés libanaises étaient minimes, et détenues par un petit nombre de titulaires. Parmi ces sociétés existaient la société d'électricité de Kadisha, la société libanaise de ciment, dont la plupart de ses titres étaient détenue par des étrangers⁷. Pour cela, on voit que la bourse de Beyrouth a suivi la bourse de Paris, de sorte que l'évolution des titres sur la bourse de Beyrouth dépendait de l'évolution du Frank français.

Au-delà des années 1950, et après la fin de la seconde guerre mondiale, on a commencé à voir des sociétés libanaises dont la plupart des titres ont été détenues par des actionnaires libanais, ainsi que l'influence de la bourse française a commencé à s'atténuer.

Suite à l'émergence de la bourse de Beyrouth au fur et à mesure, elle a subi plusieurs changements au niveau de la réglementation en 1954, 1961, 1975, jusqu'à l'élaboration du décret-loi 1983/120 (amendé par le décret n° 418, date 15/5/1995) et le décret n° 7667, date 16/12/1995⁸.

¹ _ Art. 5 de la Loi libanaise 2011-161 ; Art. L. 621-1 du code monétaire et financier français.

² _ Art. 20 de la Loi libanaise précitée ; Art. 143-1 et s. R. G. de l'AMF.

³ _ A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°1.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ Décret-loi n° 1509 ; aussi : Issam Youssef Achour, Leçons sur la finance et le crédit dans les pays arabes, avec précision sur le marché financier de Beyrouth, Maahad Ad-Dirasat Al-Arabya wal-Alamy, 1962, p.171.

⁶ _ *Ibidem* p.172.

⁷ _ *Ibidem*.

⁸ _ *Ibidem*.p.173 ; aussi v. : L'histoire de la bourse de Beyrouth sur le site de la bourse : www.bse.com.

Aujourd'hui, la bourse de Beyrouth comporte plus de 25 sociétés cotées, avec une capitalisation plus de 6 milliards de dollars américains¹. Néanmoins, après une comparaison avec la bourse de Dubaï², nous constatons un grand précipice entre les statistiques, puisqu'il existe dans la bourse de Dubaï plus de 100 sociétés avec une capitalisation de 274 milliards de dollars. De même, si nous constatons l'activité de la bourse de Paris³, il existe de plus de 300 sociétés cotées, avec une immense capitalisation.

Nous pouvons déduire qu'il ne suffit pas d'édicter des lois et des règlements pour renforcer la place de la bourse, mais il faut développer la situation politique, sociale et surtout économique du pays afin d'accomplir cette finalité. Néanmoins, l'évolution au niveau de la réglementation reste primordiale, puisqu'elle permet d'assurer aux investisseurs, surtout étrangers, un environnement sécurisé et attractif.

En France, la bourse était instituée par l'Etat impérial pour se financer lui-même⁴. Le pouvoir royal avait édicté la première norme juridique boursière le 27 novembre 1724 qui porte sur l'organisation de la bourse, et avait créé ainsi la « Bourse de Paris ». Elle était tenue dans un endroit déterminé et contrôlée par le pouvoir royal. Cet endroit était ultérieurement connu par « le palais Brongniart »⁵. À noter qu'un petit secteur d'agents de changes avait disposé du monopole de négociation sur la bourse de Paris⁶.

La mission essentielle de la bourse était de financer l'Etat impérial, puis l'Etat républicain. Au fur et à mesure, elle a commencé à financer les entreprises, surtout les entreprises publiques. Ensuite, les banques, les caisses de retraite ainsi que les investisseurs ont disposé de la faculté de négocier sur la bourse de Paris.

À la suite de la crise économique et boursière de 1929, le pouvoir étatique à l'époque a instauré la commission des opérations de Bourse (COB) par l'ordonnance n° 67-833 du 28 septembre 1967⁷. Elle avait pour mission de contrôler l'information diffusée par les porteurs de valeurs mobilières auprès du public, et d'assurer le bon fonctionnement des marchés⁸.

¹ _ Le site de la bourse de Beyrouth, précitée. Le site révèle en date de 17/3/2020 : 20 transactions avec une capitalisation environ de 1.56 millions \$.

² _ Le site de la bourse du Dubaï : www.dfm.ae.

³ _ Le site d'internet de la bourse française : www.boursier.com/actions/paris.

⁴ _ A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°1.

⁵ _ *Ibidem*.

⁶ _ A.D. Merville, Des agents de change aux différentes professions des marchés financiers, in « D'un code à l'autre : le droit commercial en mouvement », ouvrage collectif sous la direction de P. Le Cannu, LGDJ, 2008, p.289.

⁷ _ M. Vasseur, la commission des opérations de Bourse, *Revue Banque* février 1969, p.83.

⁸ _ Y. Guyon, le rôle de la commission des opérations de bourse dans l'évolution du droit des sociétés commerciales, *RTD commerciale* 1975, p.447.

Dans ce contexte, la loi de modernisation des activités financières¹ a importé la dernière réforme de la COB, et a consacré à sa coté un conseil des marchés financiers. Ce dernier comporte des professionnels chargés d'assurer « une tutelle statutaire et prudentielle des prestataires de services d'investissement ainsi que de l'activité de services d'investissement »². De plus, un conseil de discipline de la gestion financière, compétent pour sanctionner les OPCVM, a été instauré par la loi relative à la transparence et à la sécurité des marchés³. En conséquence, l'Autorité des marchés financiers a résulté de la fusion entre ces trois organes⁴: la commission des opérations de bourse, le conseil des marchés financiers et le conseil de discipline de la gestion financière⁵.

À partir du début des années 1980, une véritable innovation de l'économie a été mise en œuvre : c'est la marchandisation de l'économie⁶. Les marchés ont acquis une place primordiale et sont devenus la clé de voute du développement de l'économie.

Plusieurs raisons peuvent être présentées pour expliquer cette évolution. Tout d'abord, la pratique de financement de l'économie par les marchés a remplacé l'ancienne pratique des banques, suite aux crises financières et vu l'incapacité des banques à répondre aux exigences de l'économie étatique et mondiale⁷. Ensuite, la mondialisation économique et de la concurrence internationale ont favorisé le rôle et l'efficacité des marchés financiers, et ont renforcé leur propagation et leur succès⁸.

À cet égard, ces exigences ont alors incité les Etats, bien entendu l'Etat libanais et l'Etat français, à adopter et renforcer ces marchés financiers, afin d'assurer le commerce mondiale nécessaire à l'économie et d'entrer le champ de l'échange internationale. Il fallait alors renforcer les marchés, ce qui relève sans doute l'importance de la matière au niveau politique, économique et internationale.

Dans ce contexte, il est indispensable d'envisager brièvement la structure des marchés financiers, puisque la compétence et le contrôle de l'AMF varient sensiblement selon chaque marché⁹. En effet, les mouvements d'interventionnisme des pouvoirs publics ainsi

¹ _ Loi n°96-547 du 2 juillet 1996.

² _ A. Couret, *Droit financier, op. cit.* n°308.

³ _ Loi n°89-531 du 2 août 1989.

⁴ _ Par la loi 2003-706 du 1^{er} août 2003, précitée.

⁵ _ M.-L. Coquelet, Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers, *LPA* 14 nov. 2003, n°228, p.6.

⁶ _ M.-A. Frison-Roche, *Le modèle de marché*, Archives de philosophie de Droit, tome 40, Dalloz, 1995 ; Hubert de Vauplane, *la notion de marché*, *RD bancaire et bourse*, 1993, p.62.

⁷ _ J. Morvan, *Marchés et instruments financier, op. cit.* p.26.

⁸ _ J.-J. Daigre, *La fin des bourses, art. cit.* p. 83 ; A.D. Merville, *Droit financier, op. cit.* n°1.

⁹ _ A. Couret, *Droit financier, op. cit.* n°32 ; A.D. Merville, *Droit financier, op. cit.* n°45 et s ; J. Morvan, *Marchés et instruments financiers, op. cit.* p.5 et 7.

que de libéralisation provoquée par l’internalisation des échanges ont fortement marqué cette question. Il ressort trois types de marchés : le marché réglementé, le marché non réglementé et l’internalisateur systématique.

S’agissant du marché règlementé, c’est un marché qui doit fonctionner d’une manière régulière et selon des règles établies au préalable par les autorités compétentes en la matière, notamment l’autorité de marché (AMF) et l’entreprise de marché¹. Dans cette optique, ces autorités doivent régir et fixer les matières fondamentales relatives au fonctionnement du marché telles que les conditions d’accès au marché, l’admission à la cotation, l’organisation des transactions, la publicité des négociations... Autrement dit, ce marché se détermine par « un critère formel (l’existence d’un arrêté ministériel de reconnaissance du marché règlementé) et une caractéristique (le fonctionnement régulier) »².

Ensuite, le marché non règlementé est un marché géré par et sous la responsabilité d’une entité privée³. En effet, la directive MIF⁴ a instauré la notion de système multilatéral de négociation, et a prévu dans son alinéa premier qu’il s’agit d’un marché qui assure la rencontre de multiples intérêts acheteurs et vendeurs de manière à conclure des transactions sur des instruments financiers. Et alors, l’organisation de ce système est confiée à une personne privée qui édicte des règles spécifiques⁵. La spécificité est que ces règles ne doivent pas être approuvées par l’Autorité des marchés financiers.

Il reste la matière d’internalisation. Il s’agit alors d’une entreprise d’investissement qui négocie pour compte propre, et en dehors d’un marché règlementé ou d’un MTF, en exécutant des ordres des clients⁶. Concrètement, ce système n’a pas encore connu de réputation, et présente de grandes difficultés concernant la détermination et la mise en œuvre des principes applicables tels que la transparence et la meilleure exécution⁷.

En effet, l’AMF s’oriente par une politique visant à assurer le bon fonctionnement du marché, l’égalité entre les investisseurs et l’intégrité de l’épargne. Cette politique pèse évidemment sur son contrôle, soit en phase de réglementation des conditions d’entrée sur le marché, d’exécution des opérations financières, de détermination de l’étendue des

¹ _ J.-G. d’Hérouville, les marchés règlementé et de gré à gré, in La modernisation des activités financières dirigée par Thierry Bonneau, édition GLN Joly, 1996, p.49.

² _ V. A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°37.

³ _ V. J.-J. Daigre, les systèmes multilatéraux de négociation, RTDF n° 1, 2006, p.119, n°55 s.

⁴ _ *Ibidem.*

⁵ _ M.-A. Frison-Roche et M. Nussembaum, Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré, RJDA 8-9, 1997, p.679.

⁶ _ Art. 4 point 7 de la directive 2004/ 39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d’instruments financiers.

⁷ _ D. Rolland, l’internalisation des ordres, Banque et Droit août 2005, p.18.

obligations d'informations ou de diligence qui incombent aux acteurs du marché, soit en phase de sanctions des manquements de ces obligations¹.

Les conséquences de cette politique concernent non seulement les acteurs du marché, mais aussi le marché lui-même². Il s'agit alors dans cette étude d'envisager si l'autorité financière a pu atteindre ces objectifs et réussir de mettre en œuvre la politique visée lors de son contrôle aux opérations financières.

En plus, l'étude du contrôle de l'AMF aux opérations financières nous permet de mieux comprendre le mode opératoire de l'autorité lors de son contrôle, et de bien connaître les caractéristiques qui le stigmatisent. Pour cela, il convient de s'interroger sur l'efficacité et la sévérité du contrôle menée par l'autorité afin d'exposer leurs effets dans la pratique³. Il s'agit aussi d'évaluer la convenance et la commodité du contrôle mené en vue des dispositions législatives et réglementaires applicables et des faits matériels de l'espèce.

À cet égard, il est indispensable de discerner la nature et l'importance de l'appréciation des textes applicables par l'AMF, en constatant si elle procède lors de son contrôle à une approche restreinte et stricte des textes prévus, ou en revanche si elle favorise une approche large manifestée notamment par une analyse pragmatique adoptée des faits de l'espèce. Donc, l'étude du contrôle de l'AMF aux opérations financières conduit à mieux comprendre ses caractéristiques.

L'étude ne se contente pas de cette démarche. Ainsi, elle permet également de présenter les rôles préventif et punitif exercés par l'AMF. Consciente qu'il ne suffit pas seulement de sanctionner les transgressions⁴, l'AMF consacre plusieurs mécanismes pour anticiper les manquements et se prémunir contre ses conséquences⁵. Le contrôle exercé par l'AMF doit être alors adapté à cette double finalité. En plus, il convient d'envisager l'évolution du contrôle de l'autorité par le biais de l'amendement des textes, l'innovation technique et les questions juridiques suscitées en pratique. Pour cela, l'étude s'est basée sur la riche expérience française pour relever ces questions.

¹ _ V. sur la distinction entre le contrôle antérieur et le contrôle postérieur : Marina Teller, L'AMF à l'heure des bilans, *art. cit.* p.4 n°1 ; Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°321, 327 et 328.

² _ V. en ce sens : Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°3.

³ _ V. sur cette question : Thierry Bonneau, Efficacité et avenir de la régulation financière, *Revue de Droit bancaire et financier*, n°6, 2010, étude 35, notamment n°1 et 2.

⁴ _ V. sur cette question : Frank Martin Laprade, La politique de sanction du régulateur : Répression ou réparation ?, n°64, 2009, p.439, notamment le chapeau de l'article et § I.

⁵ _ V. sur cette question : Michel Storck, Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation d'instruments financiers, *Bulletin Joly Bourse* n°3, 2014, p.4 § II.

Il faut souligner également que l'AMF libanaise a été constituée en adoptant les nouveautés des modèles mondiaux (FSA, SAK, AMF française...)¹, et en évitant plusieurs lacunes ayant eu pour conséquence les crises financières telles que l'écart des banques centrales avec les marchés financiers². Ainsi, l'étude du contrôle des opérations financières par l'AMF fera l'objet d'une comparaison avec le régime français, un des régimes les plus remarquables au monde. Ceci, afin de comprendre les adaptations du système libanais aux exigences mondiales, et d'en présenter ainsi les spécificités.

Particulièrement, il paraît important de préciser que notre étude portera sur le contrôle de l'AMF aux opérations financières : Ainsi, seront évités les sujets administratifs du droit public qui n'entre pas dans le champ du contrôle, tels que les questions procédurales, la composition et la réglementation de l'AMF, de la bourse, des PSI... Toute mention de ce type ne vise qu'à éclairer l'étude du contrôle aux opérations.

Par ailleurs, l'étude sera basée sur les opérations mises en place sur les marchés financiers réglementés, puisque ce type de marché manifeste l'essence de la compétence de l'autorité financière. D'où le fait que l'étude des autres marchés ne sera que supplémentaire afin d'élaborer les spécificités de chaque marché.

Il est indispensable aussi d'affirmer que l'étude portera essentiellement sur le droit libanais, avec une attention pertinente sur le droit français. En effet, nous avons procédé à cette comparaison, surtout en exposant des problématiques issues du droit français, dans le but de prévenir les solutions concernant ces questions, de profiter de l'ampleur de l'expérience française suite au retard que souffre l'expérience libanaise, et de présenter ainsi un support lors de l'adaptation inévitable et demandée de la législation libanaise. À souligner enfin que les titres financiers qui seront l'objet de l'étude se manifestent par les titres simples en principe, et alors, nous n'avons procédé à exposer les titres relevant des fonds communs et des OPCVM qu'en cas de nécessité.

Finalement, et afin de répondre à ces exigences, il est important de répertorier à la première partie le contrôle antérieur de l'AMF des opérations financières visant à renforcer la transparence des marchés (première partie), et à la deuxième partie le contrôle postérieur de l'AMF des opérations financières visant à protéger le droit de négociation sur les marchés (deuxième partie).

¹ _ Les débats parlementaires sur le projet-Loi des marchés financiers libanais 2011/161, retenues dans les procès-verbaux du parlement libanais, p.480.

² _ *Ibidem* p.479.

Première partie :

**Le contrôle antérieur de l'AMF des opérations
financières : le renforcement de la transparence des
marchés**

Afin d'aborder le contrôle de l'AMF sur les opérations financières, il convient d'exposer ses opérations. Celles-ci sont multiples et variées. Outre les opérations portant sur les titres financiers, il ressort des opérations de marché celle de l'offre publique qui apparaît comme importante.

Cette distinction peut de prime abord apparaître absurde : leur dénominateur commun est de porter sur des titres admis aux négociations sur un marché financier. Or, chaque catégorie d'opérations présente un régime juridique spécifique, ce qui apporte des privilèges très importants au bénéfice de l'investisseur.

Afin d'assurer la transparence et la sécurité des marchés financiers, l'AMF mène son contrôle sur les opérations portant sur les titres financiers (Chapitre 1), ainsi que sur l'offre publique (Chapitre 2).

Chapitre 1- Le contrôle de l'AMF des opérations portant sur les titres financiers

Les instruments financiers sont très nombreux sur les marchés. En effet, dès lors que les titres sont introduits en bourse, ils peuvent être négociés et gérés collectivement¹. L'introduction en bourse est une opération très importante pour les sociétés et comporte plusieurs conséquences juridiques et économiques. Tout d'abord, l'introduction en bourse pour les sociétés cotées est une technique d'autofinancement qui renforce et développe sa politique financière, tout en assurant son indépendance financière surtout à l'égard des banques. Certaines entreprises avouent clairement que « l'objectif de l'introduction est le désendettement de l'entreprise »².

Une fois les titres introduits sur le marché, ils font l'objet soit d'opérations qui aboutissent à un transfert définitif de propriété, soit au contraire, d'opérations de transfert temporaire de propriété³(telles que la vente avec la faculté de rachat⁴, la pension⁵, le prêt de titres⁶ ou de garantie financière). Cette dernière catégorie ne regroupe que des procédés de droit commun, qui sont adaptés aux exigences et spécificités du droit des marchés financiers. Par une simple constatation de la loi libanaise 161 de 2011⁷, ainsi que de la loi française de 2002⁸ et de règlement général de l'AMF française, il ressort que l'AMF ne dispose pas de missions spécifiques concernant ces procédés. Ils seront régis par les principes généraux du droit des marchés financiers.

Et alors, afin de cerner pleinement le rôle de l'AMF, il sera d'abord question de traiter le contrôle de l'autorité sur l'introduction et la radiation des titres financiers (section 1) avant d'envisager le contrôle sur le transfert de propriété de ces titres (section 2).

¹ _ Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, Alexandrie : Maktab Al-Araby Al-Hadith, 1995, p.30 ; Mounir Ibrahim Al-Hindi, Les outils de l'investissement dans les marchés financiers, Al-Manama, Al-Mouassasa Al-Arabya Al-Massrifya, 1995, p.64.

² _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, Gualino une marque de Lextenso, 2^e édition, p.312, n°609.

³ _ Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, *op. cit.* p.189 ; A. Lunel-Jurgensen et F. Guranger, Le rémunéré, la pension, le prêt de titres, Revue Banque 1992, n°524, 525 et 526.

⁴ _ Articles 473 et suivants du Code d'obligations et des contrats libanais ; Articles 1659 et suivants du code civil français ; Lamy Droit du financement 2011, n°2316 s.

⁵ _ Articles L. 211 s. du code monétaire et financier ; V. F. Auckenthaler, Pension, J-CL. Banque ; Crédit, Bourse, n°2123.

⁶ _ Articles L. 211-22 s. du code monétaire et financier ; Y. Guyon, Le régime juridique des prêts de titres, RD bancaire et bourse n°29, janvier-février 1992, p.36.

⁷ _ Loi n°2011/161, publiée le 25/8/2011 sur les marchés financiers.

⁸ _ Loi n°2003/706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.

Section 1_ Le contrôle de l'AMF sur l'introduction et la radiation des titres financiers

La réglementation financière varie selon que les titres soient admis sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation. Le règlement général de l'AMF fixe les conditions dans lesquelles il est procédé à l'information du public lorsque les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation, qui se soumet «aux dispositions législatives ou réglementaires visant à protéger les investisseurs contre les opérations d'initiés, les manipulations de cours et la diffusion de fausses informations»¹. Ces dispositions peuvent expressément préciser que certaines règles ne sont applicables qu'à certains marchés financiers. Autrement dit, l'introduction est donc liée à un lieu d'exécution des ordres et à une décision : celle de l'entreprise de marché. Pour cela, il convient d'étudier le contrôle de l'AMF sur l'admission (§ 1), l'introduction (§ 2) ainsi que la suspension et la radiation d'un titre financier (§ 3).

§ 1_ L'admission d'un titre financier sur un marché

La charge de l'admission des instruments financiers aux négociations est confiée à l'entreprise de marché, conformément aux règles du marché concerné².

En effet, l'article 11-2-b et l'article 11-4-c de la loi libanaise sur les marchés financiers prévoient le droit confié à l'autorité de publier des régulations déterminant les conditions de l'admission des titres financiers, ainsi que le droit de valider les décisions prononcées par les entreprises de marché et qui portent sur l'admission de ces titres financiers³.

¹ _ Anne-Dominique Merville, *Droit financier*, *op. cit.* n°635, aussi sur cette question : Mounir Ibrahim Al-Hindi, *Les fondements de l'investissement dans les titres financiers*, Alexandrie, Manchaât Al-Maaref, 1999, p.29.

² _ V. Abd Al-Gaffâr Hanafy, *Les marchés financiers et les institutions financières*, Alexandrie, Al-Maktab Al-Araby Al-Hadith, 1995, p.445 ; Bonneau Thierry, *commentaire de l'ordonnance n°2009/80 du 22 janvier 2009, relative à l'appel public à l'épargne et l'admission des titres*, *Droit des sociétés*, 3/2009, n°3, p.18.

³ _ Abd Al-Gaffâr Hanafy, *Les marchés financiers et les institutions financières*, *op. cit.* p.461.

En plus, l'ordonnance du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers a abrogé le droit antérieurement reconnu à l'AMF française de s'opposer soit à l'admission soit à la radiation d'un titre financier sur un marché réglementé, ce qui a abouti à la rédaction d'un nouvel article L. 421-15 dans le Code monétaire et financier.

Ce droit d'opposition mérite une attention, même s'il a été abrogé. Ce droit se situe à titre de menace pour interdire une opération ou pour justifier la demande d'apporter des modifications à un prospectus. Il n'est pas certain d'ailleurs que sa disparition crée « un vide, dans la mesure où la réglementation actuelle offre d'ores et déjà de nombreux substituts¹ »².

En résumé, l'AMF était en mesure d'exercer son ancien droit d'opposition dans des situations complexes, qui se manifestent notamment par un risque de manquement d'initié dans les opérations qui lui paraissaient suspectes ou par une lacune en matière d'information comptable, ou aussi par un doute de manipulations de cours³.

Ainsi que l'ont souligné de nombreux auteurs⁴, on pouvait s'interroger sur l'opportunité d'un droit d'opposition en cas de lacunes graves des situations financières, dans la mesure où ces lacunes pouvaient inciter l'AMF à refuser le prospectus d'admission. Maintenant que le droit d'opposition a disparu, l'AMF conservera forcément par ce biais un pouvoir de blocage, qu'elle peut en outre utiliser « lorsque le niveau global de l'information financière diffusée par l'émetteur lui paraît insuffisant, et non pas seulement lorsque les lacunes se situent au niveau des états financiers »⁵.

Désormais au droit d'opposition, la mission d'admission des titres financiers est conférée aux entreprises de marché⁶, ce qui permet d'accroître la responsabilité de celles-ci. Un autre droit conféré au président de l'AMF est de demander sur requête à l'entreprise de marché de suspendre la négociation d'un instrument financier ou de radier un instrument financier⁷, tandis que ce droit est conféré à la commission des sanctions libanaise⁸.

¹ _ Surtout le droit d'octroyer le visa sur le prospectus préparé par la source.

² _ Franc Martin Laprade, Admission aux négociations, Bulletin Joly Bourse septembre 2007, tirée du chapeau de l'article, n°5 p.620.

³ _ *Ibidem* § IV, p. 3, notamment les exemples concernant la société générale de santé : Bull. COB n° 359, juill.-août 2001, p. 47 et les bons BSA « ratchet », Bull. COB n°362, nov. 2001.

⁴ _ H. de Vauplane, Commentaire du règlement COB no 96-01 relatif au droit d'opposition : Bull. Joly Bourse, 1997, p. 17, § 2.

⁵ _ V. Franc Martin Laprade, Admission aux négociations *art. cit.* § II, p.2.

⁶ _ Art. 28-3-a de la loi libanaise sur les marchés financiers ; C. monét. Fin. art. L. 421-14-I, al.2.

⁷ _ C.monét. fin. art. L. 421-15-I, al. 2 et L. 421-15-II, al.2.

⁸ _ Art. 20-2-a de la loi sur les marchés financiers.

Pour résumer, on dit que l'entreprise de marché doit garantir que tout instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé est susceptible de faire l'objet d'une négociation équitable, ordonnée et efficace ; d'où l'intervention du contrôle de l'AMF, dans ce cas non pas sur des investisseurs, mais sur les entreprises de marché. L'AMF oblige l'entreprise de marché à garantir que les caractéristiques des instruments financiers sont susceptibles de parvenir à une négociation ordonnée sur les marchés. Elle s'intéresse aussi à la mise en œuvre par l'entreprise des procédures techniques qui assurent la conformité des émetteurs dont les titres sont admis aux négociations aux dispositions qui leur sont applicables et l'accès des membres du marché aux informations que ces émetteurs rendent publiques.

Or, outre son contrôle mené aux entreprises de marché, il apparaît évidemment la préservation du contrôle de l'AMF en matière d'admission des titres sur le marché réglementé. En effet, l'AMF a conservé en amont le droit d'interdire une opération d'admission des titres financiers aux négociations sur un marché financier si elle relève que le projet susvisé est contraire aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables¹.

Il ressort alors que l'autorité boursière débute son contrôle dès le début de la vie des titres financiers. Elle n'évite aucune phase de l'activité des titres financiers sans surveillance. Ceci s'inscrit dans une politique de prévention contre les conflits en évitant le vide réglementaire dès l'admission des titres financiers et en assurant la transparence et la sécurité des marchés. En plus, confier le droit de prononcer l'admission des titres par les entreprises de marché sert la tâche de l'autorité : elle sera apte à exercer son contrôle avec toute objectivité puisqu'elle n'est pas un acteur et un juge à la fois.

§ 2_ Le contrôle de l'AMF sur l'introduction en bourse

Les introductions en bourse présentent une importance stratégique pour les entités financières². Elles concernent à la fois des émetteurs et des investisseurs, contribuant à l'attractivité d'un marché³. Il paraît nécessaire d'étudier la position de l'AMF dans le régime de l'introduction des titres (A), avant de cerner la question de l'introduction sauvage sur les marchés libres (B).

¹ _ Article 5-g de la loi libanaise sur les marchés financiers ; Art. 214-2, 2° du règlement général de l'AMF.

² _ V. Jean Pierre Bornet, L'introduction en bourse, Revue Banque et Droit, 3/2015, n°160, p.44.

³ _ Anne-Catherine Muller, Rapport final sur les introductions en bourse, Revue sociétés P.61 2015, n°1.

A_ Le régime de l'introduction des titres financiers

L'article 5-g de la loi libanaise sur les marchés financiers a prévu la mission de l'autorité financière pour édicter un règlement général concernant l'introduction des titres financiers et l'approbation de la circulation de ces titres dans les bourses¹.

En France, un groupe de travail², sous l'égide de deux membres du collège de l'AMF, a été établi afin d'évaluer le régime de l'introduction en bourse. Ses travaux ont donné lieu à un rapport préconisant des modifications du règlement général de l'AMF. Le régulateur français, à l'instar des régulateurs étatiques, vise à rendre la place de Paris attractive, et à renforcer et favoriser la finance de l'économie du pays. Le groupe s'est arrivé à une conclusion qui manifeste l'essence de son travail : il s'agit d'assouplir le régime des introductions des instruments financiers en bourse et notamment de rendre moins contraignantes les obligations relatives au contenu du prospectus ; ce qui présente un intérêt primordial dans notre étude, afin de bien comprendre le travail exercé par l'autorité concernant l'opération d'introduction en bourse.

Les propositions présentées par le groupe peuvent être synthétisées autour de deux points : la place des investisseurs particuliers dans une opération d'introduction en bourse et les modifications à apporter au contenu du prospectus.

Tout d'abord s'agissant de la place des investisseurs, le régime de l'introduction en bourse de titres prévoit clairement une part réservée aux investisseurs particuliers³. Cette obligation a pour finalité d'assurer l'égalité entre les actionnaires, ici les investisseurs et les actionnaires potentiels. Le texte impose un minimum de 10% du montant global de l'opération à réserver aux investisseurs particuliers. Le groupe de travail a confirmé la prévention de ce pourcentage⁴. Néanmoins, cette démarche a été l'objet de critique de la part de certains auteurs parce qu'elle ne se confond pas avec les finalités recherchées par le groupe lui-même⁵.

S'agissant du prospectus, le groupe a proposé d'écarter la disposition qui oblige l'émetteur de prévoir dans son prospectus les éléments d'appréciation de la fourchette de prix de ses

¹ _ V. sur cette question : Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les marchés financiers et les institutions financières, *op. cit.* p.448.

² _ Groupe de travail présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, 25 sept. 2014.

³ _ Article 315-35 du règlement général de l'AMF française.

⁴ _ Le rapport élaboré par le groupe, p.15 note 7.

⁵ _ Anne-Catherine Muller, Rapport final sur les introductions en bourse, *art. cit.* n°5.

titres¹. Cette proposition, qui n'a pas été retenue, se confond avec les finalités recherchées par le groupe, surtout celle de l'assouplissement du régime du prospectus.

La diffusion de l'information relative à l'opération a été le dernier point abordé par le rapport. Déjà vu que l'AMF est très sensible à l'égalité dans l'information des investisseurs, ce qui conduit « notamment, lors d'une introduction en bourse, à communiquer les éléments de celle-ci à tous les analystes de la place en même temps »². Dans le but de raccourcir le délai d'exécution de l'introduction en bourse, le groupe de travail propose avant la publication du prospectus d'informer les analystes des banques du syndicat de placement des titres³. Cette démarche a la tendance de présenter une importance indiscutable en matière d'information des investisseurs.

Concrètement, l'opération d'introduction en bourse des titres financiers prend lieu par deux phases. La première est celle de la préparation, elle prend 6 mois à 2 ans avant l'introduction. A ce stade, l'émetteur se prépare en étudiant les prévisions d'activité et de rentabilité de son entreprise, sa position concurrentielle ainsi que les éléments susceptibles d'inciter les investisseurs à acheter les titres qui seront émis⁴. Même à cette phase « les autorités boursières mènent leur contrôle sur le déroulement de la procédure »⁵. En effet, l'AMF ainsi que les entreprises de marchés exigent que les émetteurs adoptent une politique de gouvernement d'entreprise apte à assurer la protection et l'information des investisseurs. Ces mesures applicables visent à retenir les décisions collectives et à réduire les comportements individuels des membres de l'équipe dirigeante dans la société émettrice.

La deuxième phase de l'opération se manifeste par la demande d'introduction aux autorités boursières. À cette étape, l'AMF doit s'assurer de la conformité des structures de l'entreprise aux dispositions régissant la cotation et rédiger un prospectus initial d'introduction en bourse⁶. L'introduction en bourse des titres financiers et l'admission aux négociations relèvent, sauf opposition de l'AMF, de la compétence de l'entreprise de marché qui statue au vu du dossier d'admission présenté par l'émetteur⁷. Celui-ci doit présenter dans le même temps un document d'information (le prospectus) soumis au visa de l'AMF.

¹ _ Proposition publiée dans le rapport cité, n°4, p.25.

² _ Anne-Catherine Muller, Rapport final sur les introductions en bourse, *art. cit.* n°4.

³ _ Proposition publiée dans le rapport cité, n°6, p.34

⁴ _ Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, *op. cit.* p.220.

⁵ _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°667.

⁶ _ François Barrière, La réforme des introductions en bourse, Bulletin Joly Bourse n°3, 2015, p.135.

⁷ _ Infra p.23, aussi V. Anne-Dominique Merville Droit financier, *op. cit.* n°670.

Concernant cette situation, l'AMF mène son contrôle tant à l'égard de l'intermédiaire financier embauché par l'émetteur, qu'à l'égard de ce dernier. Elle ne procède à la livraison du visa que si elle trouve que le document est conforme aux exigences de la cotation, telles que la qualité et l'exhaustivité de l'information.

B_ L'introduction sauvage des titres financiers

La grande question emblématique de « l'introduction sauvage »¹ en bourse a émergé en droit français avec le cas « POWEO »². En l'espèce, la société POWEO, qui voulait introduire des titres financiers sur le marché libre, a élaboré un prospectus concernant l'émission de ces nouveaux titres, suite à une décision d'augmentation du capital social. L'AMF a refusé d'apporter son visa en se justifiant par le fait que les informations préparées ne sont pas pertinentes ou précises et risquent de dissuader le public. La société POWEO a alors incité un actionnaire minoritaire de la société à céder ses titres sociaux sur le marché. L'introduction des titres du minoritaire a connu succès sans même l'exigence de l'obtention du visa de l'AMF, parce que le montant des titres cédés était inférieur au seuil exigeant l'obtention du visa. Donc, malgré le refus formel de l'AMF, la société POWEO a pu entrer sur le marché libre. Ce qui suscite la question suivante : quelle sera alors la réaction de l'autorité ?

En constatant l'espèce, l'AMF n'avait point le droit d'arrêter l'entrée de la société POWEO sur le marché, d'une part parce que cette dernière a profité du droit de cession sans visa, consacré par les textes en vigueur³, et d'autre part parce que l'autorité ne détient guère de droits et mesures sur le marché libre. Pour cela, l'autorité a procédé à l'élaboration d'un communiqué auprès du public en exposant l'opération de cession des titres de la société⁴. Cette question délicate met l'accent sur la grande marge de manœuvre et d'action dont profitent les opérateurs sur le marché libre, cela « malgré la surveillance accrue alors

¹ _ Notion désignant le fait d'introduire des titres financiers sur un marché d'une façon forcée, malgré l'opposition de l'autorité financière compétente, V. Christophe De Watrignat, Commentaire sur le cas POWEO nommé : L'introduction sauvage en Bourse-Le cas POWEO, actes pratiques et ingénierie sociétaire, 1 janvier 2005, p.27.

² _ V. la Note « inscription au marché libre d'Euronext », préparé par « Europe Finance » (un prestataire de service introducteur en bourse) consultable sur le site poweo-invest.com., le communiqué de presse poweo 6 janvier 2004 et en contrepartie le visa de l'AMF n°04-943 du 2 décembre 2004 sur le prospectus simplifié de POWEO.

³ _ Supra p.32.

⁴ _ J ; -J. Daigre, Une nouvelle source de droit : le Communiqué ?, JCP G. 1999, p.1277, n°27.

même que ses moyens d'intervention sont extrêmement réduits s'agissant d'un marché de gré à gré comme le marché Libre OTC »¹.

Il paraît à l'évidence l'importance du rôle exercé par l'AMF concernant l'introduction en bourse des titres financiers. L'AMF a bien apprécié l'assouplissement du régime de l'introduction des titres financiers. Néanmoins, la question de l'introduction sauvage mérite une attention particulière. On estime que l'autorité doit avoir les moyens de se prémunir contre ce conflit. Le remède, à notre avis, réside par une réglementation qui confie à l'AMF le droit de bloquer l'introduction des titres dans ce cas-là. On voit que la préservation de la sécurité des marchés et de la valeur juridique des décisions de l'autorité doit se prévaloir sur l'exigence du respect des principes du marché libre.

À ne pas oublier que la possibilité d'introduire des titres sur un marché malgré le refus formel de l'autorité ouvre l'occasion aux émetteurs de détourner les décisions de l'autorité, de ne pas respecter les régulations relatives à la publication des informations au public, ainsi que de causer des perturbations au sein du marché, ce qui explique la nécessité d'une intervention réglementaire.

§ 3_ La suspension et la radiation des titres financiers

La loi libanaise sur les marchés financiers a prévu l'article 20-2 qui porte sur la suspension² et la radiation³ des titres financiers. Afin de mieux caractériser le contrôle exercé par l'AMF, il faut étudier son contrôle sur le processus des deux opérations (A) ainsi que sur le cas spécifique de la demande de radiation émanant de l'émetteur (B).

A_ Contrôle sur le processus des deux opérations

Après en avoir informé l'émetteur, l'entreprise de marché peut suspendre, pour une durée déterminée et dans le cadre des règles du marché réglementé qu'elle gère, la négociation

¹ _ Christophe De Watrignant, Commentaire sur le cas POWEO précité, 1 janvier 2005, n°79, p.28 et s.

² _ V. Alan Mason, Aspects de droit boursier de restructurations, Revue trimestrielle de droit financier, 4/2010, n°2 p.23.

³ _ V. Anne Catherine Muller, Modification des règles relatives à la radiation dans le marché réglementé, Revue Droit bancaire et financier, 11/ 2015, p.71.

d'un instrument financier admis aux négociations sur ce marché« lorsqu'un instrument financier ou les conditions de sa négociation n'obéissent plus aux règles du marché réglementé »¹. Cette suspension peut durer un mois lorsqu'elle sera prononcée comme une sanction par la commission en cas de violation des dispositions réglementaires². La suspension des titres peut être demandée auprès de l'entreprise de marché par le président de l'AMF ou son représentant légalement désigné, d'où le rôle majeur de l'AMF dans cette opération³.

Lorsque le déroulement régulier d'un marché réglementé est perturbé par un événement exceptionnel, le président de l'AMF ou son représentant légalement désigné peut suspendre tout ou partie des négociations, pour une durée n'excédant pas deux jours de négociations consécutifs⁴. Ces décisions sont rendues publiques.

En ce qui concerne la radiation (dénommée Delisting), le processus de retrait de la cote peut être initié par trois acteurs même si la décision de radiation, *stricto sensu*, est toujours déclarée par l'entreprise de marché qui gère le marché⁵. En application de l'article L.420-10, al. 3, c. mon. Fin., le président de l'AMF est en mesure de prononcer la radiation. La radiation de la cote peut également être opérée par l'entreprise de marché ou à la demande de l'émetteur lui-même⁶.

B_ Contrôle sur le cas spécifique : La demande de radiation par l'émetteur

La décision de la cour de cassation concernant le refus de la demande de la société « Radiall » sollicitant la radiation de ses titres négociés sur le marché réglementé marque la situation exceptionnelle de la radiation par l'émetteur⁷. La haute Cour a cumulé deux conditions par l'application combinée de l'article susvisé⁸ et de l'article 6905/1 (i) du livre I des règles harmonisées du marché d'Euronext. L'entreprise de marché ne pourra procéder à la radiation que si cet instrument ne respecte plus les conditions d'admission précisées par les dispositions réglementaires, et si « sa radiation n'est pas susceptible de

¹ _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n° 680.

² _ Art. 20-2 alinéa a de la loi libanaise sur les marchés financiers.

³ _ Franc Martin Laprade, Admission aux négociations, *art. cit.* § IV p.4.

⁴ _ Articles 213-1 et 213_2 du Règlement général de l'AMF française.

⁵ _ Art. p. 1.4.1. Règles de marché d'Euronext, Livre II : Règles particulières applicables aux marchés réglementés français ; J.-J. Daigre, note sous T. com. Paris, 7e ch., 14 déc. 2012, Bull. Joly Bourse 2013, n°15.

⁶ _ Art. 6905/1 (ii) s., Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées.

⁷ _ Cassation commerciale, 6 décembre 2016, n° 15-10-275, RTDF 2018, p.62, note Didier Martin.

⁸ _ L'article L.420-10, al.3, c. mon. Fin. Précité.

léser de manière significative les intérêts des investisseurs ni de compromettre le fonctionnement ordonné du marché »¹. Donc, l'opération de radiation des titres n'est pas de plein droit lorsqu'elle est sollicitée par l'émetteur².

Il convient alors d'étudier les motifs adoptés par la Haute cour afin de discerner l'application des conditions prévues par l'article³ L.420-10, al. 3. La Haute Cour a énoncé une innovation concernant l'application des seuils prévus par l'article 6905/1 alinéa (ii) d'Euronext, en limitant l'application de ces seuils au cas unique d'une radiation à la demande de l'entreprise de marché. Ainsi précise-t-elle que « la cour d'appel⁴ n'était pas liée par les critères prévus par l'article 6905/1 alinéa (ii) des règles de marché Euronext, applicables uniquement dans le cas d'une radiation à l'initiative de l'entreprise de marché ». On voit donc que la cour de cassation a apporté une nouveauté concernant l'application des textes en vigueur à la lumière des exigences du fonctionnement et de la sérénité du marché.

En résumé, lorsque la radiation est sollicitée par un émetteur, peu importe les seuils relatifs au niveau du flottant. Cette nouveauté présente un point de référence pour apprécier si les conditions de l'article L. 421-15, II, du code monétaire et financier sont remplies, mais il faut préciser que le seuil de 5 % n'est pas déterminant. En d'autres termes, les autorités boursières peuvent refuser une radiation lorsque subsistent seulement soit 4,9 % soit 6 % des actions négociées sur le marché⁵. Plus généralement, le critère admis en matière de radiation n'est plus le seuil relatif au niveau du flottant, mais celui de l'impact que la radiation aura sur les intérêts des investisseurs ou le fonctionnement ordonné du marché, ce qui suppose une appréciation subjective de la situation⁶. Quel est alors le remède pour une société désirant la sortie du marché dans une telle situation ?

¹ _ Énoncée par les articles mentionnés.

² _ Cassation susvisée ; c'est notamment parce que « l'émetteur est contraint et ne peut sortir quand il le souhaite du marché » que M. Barban estime que ce « pouvoir de maintien perpétuel du contrat de cotation » est un obstacle à la qualification contractuelle des règles de marché, V. P. Barban, Les entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché, préf. F. Drummond, Institut Universitaire Varenne, coll. des Thèses, 2015, n°144, p.214.

³ _ À rappeler que cet article est relatif à la préservation de l'intérêt du marché ou celui des investisseurs.

⁴ _ Paris, 16 sept. 2014, SA Radial n° 13/02091, RTDF 2018, p.62, note Didier martin.

⁵ _ Ceci ressort clairement de la décision de la cour de cassation susvisée.

⁶ _ Thribault de Ravel D'Esclapon, Encadrement de la décision de radiation et de cotation d'un instrument financier, Recueil Dalloz 2017, p.691, n°12.

Le remède se manifeste par un nouveau système de radiation à la demande de l'émetteur prévu par l'article p. 1.4.2 du livre II¹. En effet, l'émetteur a droit de demander la radiation à l'issue d'une offre publique simplifiée. Cette offre ne peut être effectuée qu'à des conditions « tenant à la fois à un critère de détention (l'initiateur de l'offre liée à la radiation détient 90% au moins des droits de vote) et de vélocité qui traduit mieux la liquidité du titre (0,5% de la capitalisation boursière) ». Dans ce cas, la société n'est pas tenue de présenter un retrait obligatoire, mais une procédure de marché reste indispensable afin d'acquiescer l'approbation de l'AMF². Pour cela, la société « Radiall » a lancé en octobre 2016, une offre publique simplifiée, dans le but d'utiliser la ressource du nouvel article et de sortir de son prison.

Cette solution, malgré les répercussions pratiques que peut générer, mérite d'être adoptée et consacrée. Plusieurs motivations peuvent être énoncées : d'abord, la cotation des titres n'est pas sans incidence. Elle a créé une réalité financière qui doit être prise en compte. En plus, l'investisseur en place a été informé de cette réalité. Il doit pouvoir compter sur ces titres pour dessiner ses politiques d'investissement. En cas de radiation, la société « risque peut-être d'être captive du marché, mais l'investisseur, quant à lui, encourt le risque d'être prisonnier de son titre »³.

Il est aussi évident que l'AMF possède la compétence de s'opposer à la radiation d'un instrument financier pour des raisons liées à l'intérêt du marché, rien n'empêche alors d'admettre que l'entreprise de marché puisse interdire une opération de radiation pour des raisons similaires, vu les compétences détenues par cet organe en matière de radiation⁴. Cette solution mérite d'être adoptée, parce qu'elle est conforme à la politique encourue par les organes de régulation financière (l'entreprise et l'autorité) qui se manifeste par le renforcement de la transparence et la sécurité des marchés financiers.

Après avoir étudié le contrôle exercé par l'AMF sur l'introduction et la radiation des titres financiers (Section 1), il paraît important d'aborder le contrôle exercé par l'AMF sur le transfert définitif de la propriété des titres financiers (Section 2), qui constitue la phase la plus importante dans la vie des titres financiers.

¹ _ Consacrée par une instruction d'Euronext Paris n°3_09 : V. égal. A. C. Muller, Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé, RD banc. fin. nov. 2015, Comm. 207, p.71.

² _ N. Cuntz, Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité, Bull. Joly Bourse oct. 2015, p.457.

³ _ N. Rontchevsky, Observation du Com. 17 juill. 2001, RTD com. 2001. p.946.

⁴ _ Thribault de Ravel D'Esclapon, Encadrement de la décision de radiation et de cotation d'un instrument financier, Recueil Dalloz 2017, p.691, n°7.

Section 2_ Le contrôle sur le transfert définitif de la propriété des titres financiers

Le transfert définitif de la propriété des titres financiers constitue l'essence des opérations financières. En effet, le processus menant « à une rencontre des volontés sur un transfert de propriété des titres financiers est variable¹, et dépend du marché sur lequel l'opération est menée »². Plusieurs opérations apparaissent comme toute « vente » ordinaire entre deux investisseurs : un acheteur et un vendeur qui se connaissent, et qui ont négocié les conditions du contrat. Le transfert de propriété intervient dans ce cas après une négociation de titres financiers (§ 1). Cette opération est dénommée « l'offre au public des titres financiers »³. En revanche, si les parties ne se connaissent pas qu'à l'intermédiaire d'un PSI, il y a alors cession de titres financiers qui se caractérise pratiquement par l'opération d'exécution des ordres (§ 2). Il reste à discerner alors le contrôle de l'AMF sur ces deux variétés d'opération.

§ 1_ Le contrôle sur la négociation de titres financiers : L'offre au public

L'offre au public de titres financiers occupe une place primordiale dans le régime des opérations financières. Lors de son travail, l'AMF s'efforce à veiller sur l'information publiée par les émetteurs dans les documents légaux lors de l'offre des titres financiers au public (A), ceci se traduisant par l'octroi du visa sur le prospectus publié par l'émetteur. Néanmoins, le contrôle de l'AMF s'intensifie pour englober toute information qui incombe aux émetteurs de publier hors le cas des documents légaux (B), ceci afin de veiller sur la sérénité de l'opération d'offre au public des titres financiers⁴.

¹ _ On notera que ne sont pas concernés les transferts de propriété pour cause de mort ni les donations.

² _ H. de Vauplane, J. -P. Bornet, Droit des marchés financiers, Litec. 3^e éd. 2001, spéc. n° 394.

³ _ V. sur cette appellation : Bénédicte François, Fin de l'appel public à l'épargne, Bulletin Joly Bourse et produits financiers, 10/2008, n°5, p.415.

⁴ _ V. J. Granotier, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, thèse Paris II, 2009, dir. D. Cohen ; Anne Catherine Muller, Les opérations de marché, Revue Droit et patrimoine, 6/2013, n° 226 p.97 ; Hubert de Vauplane, Note sous l'autorité des marchés financiers, commission de sanctions, 8/2012, Arkéon, Revue Banque et Droit, 9/2012, n°4, p.36.

A_ Contrôle sur l'information publiée dans les documents légaux : Le visa

Lors de l'opération d'offre au public des titres financiers sur les marchés, l'émetteur prépare un livre qui porte sur les titres financiers présentés sur le marché : le prospectus¹. Or, avant la publication de ce prospectus et la négociation de ces titres, l'AMF doit apposer son visa afin de pouvoir contrôler la conformité des mentions publicitaires aux dispositions législatives et réglementaires. Pour cela, il est indispensable de cerner la délimitation du contrôle de l'AMF à l'information publiée, avant d'exposer l'étendue de ce contrôle.

1 _ La délimitation du contrôle de l'information publiée

À l'évidence, l'article 2 de la loi libanaise des marchés financiers n'a pas donné une définition spécifiée de l'offre au public. Elle se contente de lier la notion de l'offre par les titres révélés au public selon les dispositions légales ou réglementaires définies par cette Loi². En revanche, l'article L. 411-1 du code monétaire et financier étant plus clair indiquant que l'offre au public de titres financiers est constituée par l'une des opérations suivantes :

« Une communication adressée sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit à des personnes et présentant une information suffisante sur les conditions de l'offre et sur les titres à offrir, de manière à mettre un investisseur en mesure de décider d'acheter ou de souscrire ces titres financiers ;

Un placement de titres financiers par des intermédiaires financiers ».

Cette définition, prévue par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008³, permet ainsi d'offrir une meilleure lisibilité aux émetteurs étrangers et accroît ainsi la sécurité juridique. La communication doit assurer une information suffisante et claire sur l'état de l'offre et les

¹ _ V. sur cette question le bulletin : Simplification et harmonisation des modalités de publicité et de diffusion des documents d'information, article rendue par la COB (commission des opérations de bourse), 6/2003, Revue Bulletin mensuel COB, p. 380 ; Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les marchés financiers et les institutions financières, *op. cit.* p.446.

² _ Art. 2 de la loi 161/2011 libanaise sur les marchés financiers, déjà citée.

³ _ Dite loi de modernisation de l'économie (LME).

titres à offrir afin que les investisseurs en place soient capables de déterminer leur politique d'investissement¹.

En effet, l'article 38 de la loi libanaise² a exigé l'obtention de l'approbation de l'AMF avant tout offre au public de titres financiers, et a interdit l'émission, la négociation ou l'offre de tout titre avant la réception du visa de l'AMF. De plus, l'article 39 de la présente loi oblige l'émetteur, avant le recours à l'offre publique, de délivrer un document dénommé le « prospectus » qui contient des informations nécessaires à la connaissance des investisseurs, déterminées spécifiquement à l'article 40. Parmi ces détails on note : la situation financière de l'émetteur, ses actifs et ses passifs, les droits qui portent sur les titres objets de négociation, ainsi que les autres informations déterminées par le règlement général.

Le prospectus ne sera publié auprès du public qu'après l'apposition du « visa » par l'AMF sur ce prospectus. La publication du prospectus comme l'indique l'article 39 précitée est une condition indispensable dans le champ contractuel entre l'émetteur et l'investisseur, qui est d'ordre public.

En résumé, l'obligation d'information qui incombe aux entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers se traduit par la publication d'un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'offre ainsi que sur l'organisation et la situation financière de l'émetteur, dans des conditions prévues par le règlement général de l'AMF³. Ce document est communément appelé « prospectus ». De plus, l'autorité des marchés financiers doit apposer son visa sur le projet de prospectus ainsi que sur tout autre document requis par les textes.

En cas de violation de ces dispositions, les émetteurs et même les PSI risquent d'engager leurs responsabilités, et d'être infligés par des sanctions pécuniaires, civiles et même pénales⁴.

¹ _ Anne Dominique Merveille, *Droit financier, op. cit.* n°615.

² _ Loi 161/2011 sur les marchés financiers, déjà citée.

³ _ V. les articles cités de la loi libanaise sur les marchés financiers, aussi : Abd Al-Gaffâr Hanafy, *Les marchés financiers et les institutions financières, op. cit.* p.469 ; A. Couret, *Droit financier, op. cit.* n°272.

⁴ _ Michel Storck, *Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation des instruments financiers*, *Bulletin Joly Bourse*, n°3, 2014, p.6 et s.

2 _ L'étendue du contrôle de l'information publiée

L'AMF joue un rôle indiscutable dans la phase de l'offre des titres financiers. Elle s'assure si les informations publiées adressées par un PSI à des clients ou à des prospects, présentent « un contenu exact, clair et non trompeur »¹. Elle s'assure aussi de la cohérence entre les mentions notifiées concernant les OPCVM avec l'état réel de l'investissement proposé². L'AMF a consacré et généralisé cette exigence de cohérence dans son règlement pour englober les prestataires de services d'investissement ainsi que les produits d'investissement³.

L'AMF intervient aussi en régissant le statut et l'activité des investisseurs afin de les guider lors de l'opération d'offre publique des titres financiers. En effet, l'AMF française a publié un « Guide de bonnes pratiques pour la rédaction des documents commerciaux » régulièrement mis à jour. Ce guide a pour objet d'éclairer les professionnels sur les pratiques rencontrées qui ne respectent pas la réglementation en vigueur et sur celles qui participeraient au contraire à une amélioration de la qualité de l'information⁴. Un auteur a exprimé cette obligation et a affirmé que « l'exigence d'une communication exacte, claire et non trompeuse s'apprécie pour tout document d'information adressé aux clients, ce qui implique que tout document doit respecter cette triple exigence »⁵.

En constatant les contrôles menés par l'AMF, il apparaît clairement l'étendue et la finesse de son rôle. Par exemple, l'autorité financière française a eu l'occasion d'examiner⁶ en 2012 plus de 4300 procédés d'informations qui varient entre des communications professionnelles (lettres et sites d'internet) et des publicités (radio, journaux, télévisions). De plus, l'AMF a procédé à publier auprès du public des notes de mise en garde qui visent à avertir les investisseurs des opérations spéculatives ou des intervenants dont la situation financière est soupçonnée.

¹ _C. mon. fin. art. L.533-12, I.

² _V. sur cette question : L'article 77 de la directive OPCVM IV du 13 juillet 2009 ; Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les marchés financiers et les institutions financières, *op. cit.* p.471.

³ _ Article 13, 3^e, al.3 loi libanaise des marchés financiers ; L'article 314-11 du règlement général de l'AMF française.

⁴ _ Michel Storck, Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation d'instruments financiers, bulletin Joly bourse, n°3, 1/3/2014, p.3.

⁵ _Charles Arsouze, Libres propos sur le caractère perfectible de la transparence de l'AMF en matière répressive, RTDF 2010, n°2, p.48.

⁶ _ Ces statistiques sont élaborées avec prolixité par : Michel Storck, Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation d'instruments financiers, *op. cit.* p.5.

En effet, l'AMF a publié le décembre 2012 une lettre de l'observatoire de l'épargne qui a relevé que sur les trois premiers trimestres, 50 % des procédés publiés sur internet étaient relatives à des produits qui portent sur des « instruments financiers très spéculatifs »¹. À cet égard, l'autorité a publié le 6 septembre 2013 une mise en garde notifiant le public sur la situation imperfectionnelle de la société « CAPITALFRANCE », qui n'est pas autorisée à opérer sur les marchés financiers français.

L'AMF a eu succès à exprimer cette position stricte et vaste lors de ses décisions prononcées sur les affaires. Elle a considéré dans une décision qu'en statuant dans les dossiers commerciaux envoyés à des clients potentiels que les fonds communs de placement de l'émetteur représente des outils réguliers de gestion de trésorerie, la société de gestion « a manqué à son obligation de faire état des risques inhérents à la souscription à ces fonds et laissé croire aux investisseurs ainsi prospectés que ces risques étaient de la nature et de l'importance de ceux relatifs à des produits de trésorerie »².

Apparaissent alors évidentes l'étendue et l'importance du contrôle exercé par l'AMF sur l'information publiée lors de l'offre au public des titres financiers. Sont évidentes aussi les conséquences graves que peuvent être générées si un tel contrôle a priori n'aurait pas été mise en œuvre, notamment sur les droits des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés. Il est indispensable de marquer le retard remarquable que souffre le droit libanais concernant cette phase, tant au niveau législatif qu'au niveau pratique, ce qui exige une intervention immédiate afin d'édicter les dispositions réglementaires régissant le contrôle de l'AMF libanaise à l'information publiée lors d'une offre au public.

B_ Contrôle sur toute information publiée lors de l'offre au public

Le rôle de l'AMF ne se contente pas de veiller sur les documents légaux. Il englobe également les documents publiés à caractère promotionnel. Ces documents, utilisés par l'émetteur pour un but promotionnel afin de commercialiser les titres, doivent être présentés à l'AMF avant sa diffusion³. Ces dossiers devront indiquer qu'un prospectus a été ou sera élaboré en précisant toutes ses caractéristiques. Il faut souligner que les facteurs de risque qui entourent les titres concernés doivent être clairement mentionnés dans les documents communiqués afin de préserver les droits des investisseurs dans l'information juste et fiable.

¹ _ Lettre de l'AMF publiée sur le site d'internet, décembre 2012.

² _ AMF, sanct, 26 févr. 2009, Edelweiss Gestion ; V. aussi dans ce sens AMF, sanct. 19 avr. 2012, Caisse d'Épargne et de prévoyance Ile-de-France (affaire Doubl'O).

³ _ V. A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°281.

Le principe qui gouverne ces documents est celui de la « cohérence »¹ déjà citée lors de l'étude du contenu du prospectus². En effet, l'AMF doit s'assurer de la cohérence entre les documents légaux obligatoires (prospectus) et les documents commerciaux à caractère promotionnel ainsi que leur cohérence avec l'investissement réel³. L'émetteur et surtout les PSI doivent alors veiller au respect de l'exigence de cohérence pour les informations à caractère promotionnel⁴ ainsi que les informations à caractère obligatoire pour que la négociation des titres prenne lieu.

Autre cas qui stigmatise forcément l'étendue du contrôle de l'AMF, celui de l'intervention de l'autorité pour contrôler les opérations d'offre au public ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus⁵. En substance, ces opérations portent sur des montants et, le cas échéant, une quotité de capital inférieur à certains seuils précisés par les textes. Le franchissement de l'obligation de prospectus ne signifie pas l'absence de toute obligation d'information, d'où la préservation du contrôle de l'AMF. Notamment, l'autorité française a retenu cette obligation par un communiqué publié le 4 février 2013⁶ et a déterminé les éléments de l'information qui doit être publiée au marché en cas d'émission de titres ne donnant pas lieu à l'émission d'un prospectus. L'émetteur est encore tenu de publier un autre document qui vise à informer le public du succès ou non de l'opération⁷.

Au regard de tout ce qui a précédé, il paraît aisé de parvenir à une conclusion décrivant la mission de contrôle de l'AMF exercée en matière d'offre au public de titres financiers. En effet, l'AMF dispose d'un contrôle rigide, efficace, évidemment vaste vu le nombre des contrôles menés par l'autorité. Elle tente de s'ingérer dans les détails de l'opération, de veiller au respect de toute disposition légale ou réglementaire, nonobstant la restriction du champ de la liberté d'action de l'émetteur en la matière. Cette démarche peut être évidemment entendue dans une optique de « protection de marché », de renforcement de « l'égalité et l'équité entre les investisseurs » en luttant contre les informations privilégiées, de favoriser la « transparence » des opérations, et de développer un minimum

¹ *Ibidem.*

² Articles précités.

³ Michel Stock, Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation d'instruments financiers, *art. cit.* p.3.

⁴ Règl. gén. AMF, art.314-10

⁵ Article 37 de la loi libanaise des marchés financiers ; Article 211-2 du Règlement général de l'AMF française ; Articles L.411-2 II et L.412-1 du Code monétaire et financier.

⁶ Position AMF n°2013-03 en date du 4 février 2013 « Communication des sociétés lors de l'émission de titres de capital ou donnant accès au capital ne donnant pas lieu à la publication d'un prospectus soumis au visa de l'AMF ».

⁷ V. notamment communiqué Monceau Fleurs en date du 9 août 2012 « Succès des augmentations de capital Monceau Fleurs - Le montant total brut levé s'élève à 2,5 millions d'euros.

d'éthique de marché à l'encontre des acteurs, notamment le devoir de loyauté¹. À ne pas négliger la finalité de l'AMF de se prémunir contre les transgressions, ainsi que contre tout ce qui est susceptible de perturber la sérénité du marché financier.

Il faut souligner finalement qu'un assouplissement ponctuel du régime répressif français des abus de marché², concernant la publication d'informations imprécises, est instauré par un nouveau règlement, dit MAR³. En effet, le nouveau règlement a consacré les articles 12-c et 15 pour écarter la répression de l'information seulement imprécise, déjà prévue à l'article 223-1 du RG AMF.

C'est ainsi que l'article 12-c a imposé deux conditions supplémentaires à la caractérisation du manquement. Elle exige, d'une part, que les informations litigieuses « donnent ou soient susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses en ce qui concerne l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier » [...] ou « fixent ou soient susceptibles de fixer à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un ou plusieurs instruments financiers ». D'autre part, il est nécessaire que l'auteur du manquement ait une connaissance, avérée ou supposée, du caractère faux ou trompeur de l'information diffusée.

Pour cela, par deux décisions⁴, la commission des sanctions de l'AMF a favorisé l'application des articles 12 -c- et 15 du règlement MAR au détriment de l'article 223-1 du RG AMF. De même, la commission a procédé à l'application de ces articles rétroactivement aux faits reprochés en retenant qu'ils apparaissent plus doux. Cette démarche peut être entendue dans une optique de renforcement de la stabilité de marché en évitant les recours excessifs, et aussi dans une optique de protection de l'émetteur contre l'engagement de sa responsabilité à cause des informations imprécises, considérées en principe insusceptibles de perturber le marché ou manipuler les investisseurs.

Après l'étude du contrôle de l'AMF exercé sur l'offre au public des titres financiers, caractérisé par le visa apposé sur les documents légaux, ainsi que le contrôle sur les documents à caractère promotionnel et les cas qui n'exigent pas un prospectus, il reste à détailler le contrôle exercé par l'autorité sur l'exécution des ordres émis par l'émetteur vis-à-vis des PSI.

¹ _ Surtout entendu lors des opérations ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus, concernant le devoir d'information ; V. Charles Cardon, Commentaire de la position AMF n°213-2 : communication lors des opérations ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus, RTDF n°3, 2013, p.1.

² _ Eric Dezeuze, Jenyfer Bianchi, Ambiguïté de l'information délivrée au public à l'occasion de publication d'un prospectus, Revue Sociétés, p. 383, 2018, p.9 et 10.

³ _ Directive « Market abuse regulation », n°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, élaboré par l'UE.

⁴ _ Rendues les 2 novembre et 21 décembre 2017 et publiées sur le site d'internet de l'autorité : www.amf-france.org.

§ 2-Le contrôle sur l'exécution des ordres

En réalité, ni la loi française ni la loi libanaise n'ont procédé à une définition de l'ordre de bourse. Techniquement, il a été défini par certains auteurs de doctrine, comme « une instruction donnée par un client à son intermédiaire financier afin que celui-ci procède pour son compte à l'achat ou à la vente d'instruments financiers »¹. Il paraît important d'élaborer la notion d'exécution d'ordre (A) avant d'aborder les obligations qui pèsent sur l'émetteur de l'ordre, et constituent le fondement du contrôle de l'AMF (B).

A_ La notion d'exécution d'ordre

L'opération repose sur un fondement contractuel². En effet, l'exécution d'ordre renvoie à une convention de service entre un négociateur professionnel et un donneur d'ordre suite à une ouverture d'un compte qui peut être géré par l'un d'eux³. Le donneur d'ordre peut agir soit directement avec le prestataire de services, soit indirectement par l'intermédiaire d'un transmetteur d'ordre qui agira ainsi en vertu d'un mandat portant sur l'achat et la vente des instruments financiers, au nom et pour le compte du donneur d'ordre⁴.

Ce transmetteur d'ordre deviendra le donneur d'ordre pour le prestataire de services professionnel (le négociateur). En particulier, les ordres de bourse « sont aujourd'hui standardisés »⁵ pour essayer d'éviter les conflits potentiels. Cette méthode est imposée et utilisée par l'entreprise de marché. Chaque ordre de bourse doit précisément comprendre des informations décrivant la chose, la quantité, le prix⁶ et le délai⁷, autrement dit les éléments traditionnels du contrat de vente.

¹ _ L. Ruet, Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse, p. 458 ; V. sur cette question : Exécution des ordres de Bourse, Bulletin rapide de Droit des affaires BRDA, 15/5/1995, n°9, p.17 ; Les problèmes relatives à la non-exécution des ordres, Bulletin mensuelle COB, n°278, p.51 ; Mounir Ibrahim Al-Hindi, les titres financiers et les marchés financiers, Alexandrie, Manchaât Al-Maâref, 1995, p.123.

² _ Art. 52-4 de la loi libanaise sur les marchés financiers.

³ _ V. Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, *op. cit.* p.49 ; A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°106.

⁴ _ TH. Bonneau et F. Drummond, Droit des marchés financiers, *op. cit.* p.74.

⁵ _ Anne Dominique Merveille, Droit financier, *op. cit.* n°372.

⁶ _ Mounir Ibrahim Al-Hindi, les titres financiers et les marchés financiers, *op. cit.* p.125.

⁷ _ *Ibidem* p.128.

Ainsi l'article 17-4 de la loi libanaise 2000/234¹ et les articles 314-62² et 314-64³ du R.G. de l'AMF française déterminent le contenu minimum des conventions de service qui organise la relation entre le donneur d'ordre et l'intermédiaire financier. À titre d'exemple, l'ordre doit comprendre les caractéristiques essentielles susceptibles d'être adressés aux PSI, le mode de transmission des ordres, le contenu et les modalités de notification du donneur d'ordre concernant la réalisation du contrat, ainsi que les frais du PSI⁴ etc.

L'essence du sujet d'exécution des ordres de bourse réside dans les obligations qui pèsent à la charge du négociateur-intermédiaire notamment. En substance, l'article 52 de la loi libanaise sur les marchés financiers, les articles 12,13 et 14 de la loi libanaise⁵ 2000/234, ainsi que l'art. 314-65 et suivants du règlement général de l'AMF française déterminent précisément la conduite des prestataires. En effet, ces derniers doivent s'assurer que les ordres exécutés pour le compte des clients sont enregistrés et répartis avec célérité et précision. Ils sont également tenus de transmettre ou d'exécuter les ordres de clients dans l'ordre de leur arrivée, si cela est possible.

Le strict respect de ces obligations revêt une importance prééminente dans la pratique des opérations de marché. En effet, ces obligations conduisent les investisseurs à avoir confiance en les PSI, à renforcer la transparence dans les opérations financières et à maintenir l'égalité et éliminer la discrimination entre les clients du prestataire comme le souligne une décision rendue par la commission de sanction de l'AMF française⁶, pour arriver finalement à préserver la sécurité et l'intégrité du marché financier. Vu l'importance de ces motifs, ainsi que celui de la pratique quotidienne d'exécution des ordres, il est indispensable que l'AMF puisse élaborer ces contrôles sur le fonctionnement des PSI tout au long du déroulement de l'opération réception-transmission et exécution de l'ordre émis par le client. Cette opération constitue l'essence de l'activité de négociation sur les marchés financiers, ce qui justifie la diligence menée de la part de l'AMF étant responsable de la sécurité et la transparence des marchés. Spécifiquement, l'autorité régulatrice veille au respect des obligations qui incombent aux PSI.

¹ _ La loi libanaise 2000/234 du 10/6/2000 sur la régulation de l'activité d'intermédiation financière ; V. Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, *op. cit.* p.44.

² _ Pour le service de réception et de transmission des ordres.

³ _ Pour le service d'exécution des ordres.

⁴ _ Mounir Ibrahim Al-Hindi, Les titres financiers et les marchés financiers, *op. cit.* p.563.

⁵ _ La loi libanaise précitée.

⁶ _ AMF sanct. 2^e sect. 6 avr. 2016, StéavivaInvestor France.

B_ Contrôle sur les obligations qui incombent aux PSI

Les obligations qui incombent aux PSI constituent le guide du travail dont l'AMF tend à contrôler¹. Pour cette raison, l'autorité financière révèle une grande attention lors de son contrôle. Afin de comprendre cette mission, il s'agit d'élaborer l'obligation essentielle qui s'impose sur les PSI avant de discerner les corollaires de cette obligation.

1_ L'obligation essentielle

Lors de son contrôle, l'AMF recherche l'obligation de PSI selon laquelle il est demandé de parvenir à une « meilleure exécution »² de l'ordre objet du contrat. Ce principe est consacré par l'article L. 533-18 du code monétaire et financier³ qui impose l'obligation du « meilleur résultat possible » pour leur client compte tenu « du prix, du coût, de la rapidité, de la probabilité d'exécution et du règlement, de la taille de la nature de l'ordre ou de toute autre considération relative à l'exécution de l'ordre... »⁴.

La commission de sanctions dans ses décisions se base forcément sur l'obligation de la meilleure exécution. Elle commence à rappeler expressément dans une décision⁵ les principes prévus dans la directive MIF, notamment la « meilleure exécution », afin d'exposer l'obligation qui incombe aux PSI d'assurer la meilleure exécution possible des ordres émis par leurs clients. La commission continue à expliquer le principe en admettant qu'il relève de la mission du PSI « d'orienter les liquidités vers les lieux de négociation les plus efficaces et les plus compétitifs pour ces derniers ». Le but est d'assurer une protection contre le risque⁶ qui entoure l'opération afin d'éviter les conflits et les perturbations du marché.

¹ V. Art.52 de la loi libanaise sur les marchés financiers.

² Art. 52-2 al. 2 de la loi précitée ; V. sur ce principe : Mounir Ibrahim Al-Hindi, les titres financiers et les marchés financiers, *op. cit.* p.164.

³ Issu de l'ordonnance n°2007-544 du 24 avril 2007. Tandis que la loi libanaise sur la régulation de l'activité de l'intermédiation financière n'a pas expressément prévue l'obligation de la meilleure exécution, mais ce principe peut être conclu à notre avis de l'ensemble des articles 12 et 13 de la présente Loi.

⁴ Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°111.

⁵ Sanct. AMF, 8 févr. 2013, BNP Paribas Fin'ams.

⁶ Abd Al-Gaffâr Hanafy, Les bourses: Titres, obligations, fonds d'investissement, précitée, p.50 ; Hassan Toufic, L'investissement des titres financiers, *op. cit.* p.12.

En sus, la portée du principe se manifeste par les maints corollaires qui y émanent¹. Ces corollaires constituent aussi des principes qui gouvernent l'activité des PSI, et sont introduits par les textes et utilisés par la commission de sanctions de l'AMF² dans ses décisions en se prévalant du principe de meilleure exécution comme fondement juridique.

2_ Les corollaires du principe de la meilleure exécution

Tout d'abord, et avant toute opération, l'AMF enjoint aux PSI d'élaborer et publier auprès du marché une véritable politique d'exécution des ordres. Cette politique détermine les marchés sur lesquels les PSI opèrent, les systèmes techniques et les modalités d'exécution adoptés par le prestataire, les délais d'exécution... C'est le principe « d'élaboration de politique d'exécution des ordres »³. Cette politique doit être convenue au préalable entre les prestataires et leurs clients⁴. Il faut indiquer que les prestataires de services ont intérêt à prouver qu'ils ont exécuté les ordres en conformité avec leur politique d'exécution, ce qui peut constituer un argument très important en pratique si un conflit venait à naître entre les deux parties.

Pour cela, dans une espèce où le PSI et ses clients professionnels appartenaient au même groupe social, la commission de sanctions de l'AMF a statué qu'un accord conclu entre ces deux parties portant sur un mode opérationnel souple avec une définition des critères au cas par cas ne saurait exonérer le PSI de son obligation d'établir une politique d'exécution des ordres préalablement à l'exécution de la prestation⁵. Pour formuler la règle autrement, l'obligation de « définir une politique d'exécution des ordres de bourse préalablement à la fourniture du service d'investissement est d'ordre public et ne saurait être aménagée par les parties entre elles »⁶. La commission a procédé dans les enquêtes menées à un contrôle strict en admettant que les conventions conclues entre les parties

¹ V. sur cette question : Anne Catherine Muller, Obligation de meilleure exécution, *Revue de droit bancaire et financier* n°2 p.42 ; Aussi Anne Catherine, Consultation publique de l'AMF sur un projet de guide relatif aux obligations de meilleure exécution et de meilleure sélection, *Revue Droit Bancaire et financier* n°3 p.63.

² Note sous décision de sanction de l'AMF, 25 janvier 2007, société Etc Pollak, Rédaction, *Bulletin Joly Bourse et produits financiers*, 2007, n°6 p.741.

³ Art. 52-5 al. 3 de la même loi ; V. sur cette question : Hassan Toufic, L'investissement des titres financiers, Aman : Al-Mounazzama Al-Arabya Lil-Ulum Al-Idarya, pas de détermination de l'année, p.81.

⁴ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°111.

⁵ Sanct. AMF 8 févr. 2013, BNP Paribas Fin'ams.

⁶ Laurent Ruet, Exécution des ordres : encadrement strict par l'AMF, *Bulletin Joly Bourse*- n°5, p.228, n°15.

en l'espèce (le client et la PSI) ne permettent pas de constituer une politique d'exécution des ordres, ce qui a constitué un manquement, ayant entraîné une sanction.

De plus, l'AMF oblige les PSI de disposer des procédés et matériels indispensables pour la meilleure exécution des ordres¹. La commission de sanctions dans ses décisions rendues renvoie clairement à cette obligation. En effet, elle oblige les PSI à se doter d'un système d'horodatage², qui assure « la connaissance exacte de l'heure des ordres, à la seconde près pour vérifier l'absence de manipulations diverses, abus de marché, manquements divers et renforcer la traçabilité des ordres »³.

Une autre obligation, bien issue du principe de la meilleure exécution, et qui doit être contrôlée par l'AMF, consiste en l'affectation prévisionnelle des ordres reçus par le PSI. Cette obligation est prévue expressément par l'article 12 de la loi libanaise sur l'intermédiation financière⁴.

La commission de sanction de l'AMF française a rendu une décision⁵ qui a précisé les contours de cette obligation. En effet, l'examen de l'autorité a montré que les gérants de la société ont procédé à l'utilisation des procédés techniques qui permettent aux gérants de la société d'affecter des ordres postérieurement à leur émission en violation du principe d'affectation prévisionnelle. Pour cela, elle a infligé à cette société de gestion une sanction pécuniaire d'un montant de 950 000 euros pour violation de ce principe.

La finalité de cette obligation est évidente : lutter contre les pratiques de réaffectation *a posteriori* « au détriment de clients ou d'investisseurs et, partant, d'assurer leur traitement équitable⁶ et éviter la discrimination entre eux »⁷. La commission dans sa décision susvisée a clairement énoncé que cette obligation est totale et concerne tous les ordres émis et n'admet aucune exception. Plus précisément, elle a renvoyé à l'obligation de disposer des matériels nécessaires à la meilleure exécution en obligeant le PSI de détenir des procédés opérationnels lui permettant d'affecter les ordres *a priori*⁸.

¹ _ Art.52-6 al. 2 de la loi précitée.

² _ Laurent Ruet, Exécution des ordres : encadrement strict par l'AMF, Bulletin Joly Bourse, n°5 p.228, 2013, n°4 et s.

³ _ *Ibidem* n°5.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ AMF sanct. 2e sect., 6 avr. 2016, StéAviva Investor France.

⁶ _ Art. 52-3 al. 4 de la loi libanaise sur les marchés financiers.

⁷ _ V. Isabelle Riassetto, L'affectation prévisionnelle des ordres émis par une société de gestion de portefeuille, bulletin Joly bourse, n°07-08-p.317, n°3.

⁸ _ *Ibidem* n°4.

De plus, on remarque que le régulateur boursier oblige le PSI à se doter d'un mécanisme d'autocontrôle de l'affectation prévisionnelle des ordres¹. En effet, ce principe consiste à mener des travaux et des contrôles par le PSI pour s'assurer de l'intégrité de sa procédure d'affectation prévisionnelle, et dont la commission est en pleine compétence de veiller soit au déroulement des travaux d'autocontrôle, soit aux procédés opérationnels utilisés pour parvenir à l'affectation des ordres par le PSI.

Dernier corollaire du principe de la meilleure exécution à exposer, il concerne l'obligation de ne divulguer aucune information relative à un ordre en attente d'exécution². La commission de sanctions dans ses décisions fait beaucoup référence à cette obligation. À titre d'exemple, l'AMF a engagé la responsabilité d'un PSI pour avoir divulgué des informations concernant la teneur des (futurs) ordres d'achat de son client³, non seulement « au plan disciplinaire de la part de l'intermédiaire financier concerné, mais aussi au plan (quasi) pénal de la part de son contact côté vendeur, lequel est considéré comme un initié »⁴. Il ressort clairement que le PSI est tenu de respecter l'obligation de ne divulguer aucune information relative à un ordre sous la peine de voir sa responsabilité pénale engagée.

On peut alors conclure que l'AMF est intransigente concernant le respect des obligations qui pèsent sur le PSI lors de l'exécution des ordres pour le compte de leur client, vu l'importance significative de l'opération d'exécution des ordres suite à l'extension des milieux d'opération, comme cela a été relevé par la directive MIF. Cette extension signifie un libéralisme accru en matière d'exécution des ordres, et permet un renforcement de la concurrence en ce propos. Il semble très important de noter le rôle majeur effectué par l'autorité dans l'élaboration des obligations inspirées du principe de la meilleure exécution, en outre l'origine législative ou réglementaire de ces obligations. Ce qui s'inscrit dans une politique de contrôle strict, rigoureux ou hermétique, afin de préserver l'intégrité de l'opération et l'égalité entre les investisseurs. À ne pas négliger le progrès indiscutable dont se dote le droit libanais concernant les obligations des PSI à la lumière des deux lois susvisées.

Après avoir étudié le contrôle de l'AMF exercé sur le transfert définitif de propriété des titres financiers (Chapitre 1), il reste à discerner le contrôle de l'autorité sur les offres publiques pratiquées par les acteurs des marchés (Chapitre 2).

¹ _ *Ibidem* n°7 et s. On peut assimiler cette obligation à l'art. 52-6 al. 1 de la loi libanaise précitée.

² _ Art. 13-c de la loi libanaise 2000/234 ; Art. 52-2 al. 5 de la loi libanaise sur les marchés financiers.

³ _ AMF, déc. 18 déc. 2017, n°14, S. Lemaire et M. A. Obadia.

⁴ _ Frank Martin Laprade, les ordres de bourse en attente d'exécution sont-ils des informations privilégiées?, Bulletin Joly Bourse- n°01- p.15, tiré du chapeau de l'article.

Chapitre 2 : Le contrôle de l'AMF des offres publiques

L'offre publique est généralement connue comme un mode spécifique de prise de contrôle d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé, ce qui présente le particularisme de cette opération¹. Ce changement de contrôle au sein d'une société signifie un changement dans sa gestion qui « ne peut en effet être apprécié du seul point de vue des intérêts de cette dernière mais touche le marché dans son ensemble »². Ceci explique alors que le changement de contrôle manifesté par l'offre publique doit être soumis à un régime dérogatoire de droit commun « commandé par le respect des impératifs boursiers que sont la transparence, la sécurité et l'équité »³.

À noter que l'offre publique visant des sociétés cotées sur le marché réglementé soit libanais ou français suit les règles établies par l'autorité financière. En effet, l'offre publique est présentée au préalable à l'autorité qui contrôle sa recevabilité, en examinant le prix et la parité proposés, le calendrier de l'offre, les informations diffusées par les sociétés concernées et enfin le résultat de l'offre⁴.

Pour rendre compte de l'étendue du contrôle de l'autorité et de son importance s'agissant de la consécration de la transparence et la sécurité des marchés, il convient d'envisager dans un premier temps l'étude du contrôle de l'AMF aux offres publiques d'acquisition que constituent les offres publiques d'achat et offres publiques d'échange (Section 1) avant de s'attacher aux procédures destinées au retrait des actionnaires minoritaires (Section 2).

¹ _ V. Mounir Ibrahim Al-Hindi, Les marchés des titres financiers, Aman, Al-Maahad Al-Araby Liddirasat Al-Maliya, 1994, p.133 ; Hervé le Nabasque, Modification des dispositions relatives aux offres publiques, revue de droit bancaire et financier, 3/2013, n°2, p.72.

² _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1320.

³ _ V. sur cette question A. Pietrancosta, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, thèse, Paris 1, 1999.

⁴ _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°688.

Section 1 _ Contrôle des offres publiques d'acquisition ou d'échange

Les offres publiques d'achat ou d'échange sont régies par un ensemble de règles qui s'impose lors de l'intervention volontaire dans le capital d'une société dont les titres sont admis aux négociations d'un marché réglementé¹. L'offre publique d'achat ou d'échange est définie comme « l'opération par laquelle une personne physique ou morale fait connaître publiquement aux actionnaires d'une société sa position d'acquérir leurs titres à un prix déterminé réglé soit en espèce (OPA), soit par la remise de titres de capital(OPE) »².

Il faut souligner que les offres publiques d'achat et les offres publiques d'échange sont régies par le même régime juridique, bien que ces deux opérations soient différentes dans leurs modalités.

Afin de saisir le contrôle exercé par l'autorité des offres publiques d'acquisition ou d'échange, il convient d'étudier ce contrôle concernant quatre corps de règles : celles relatives au lancement proprement dit de l'offre (§ 1), celles ayant pour objet de régir le déroulement de l'offre publique (§ 2), celles régissant le prix ou la parité de l'offre (§ 3) et enfin celles régissant les mesures de défense mises en œuvre par la cible (§ 4).

§ 1_ Le contrôle du lancement des offres publiques d'achat ou d'échange

Le dépôt d'un projet d'offre publique initialise le lancement de l'offre publique en précisant les objectifs et les intentions de son initiateur. Cependant, avant tout dépôt officiel, l'AMF dispose du pouvoir de demander à toute personne de déclarer sa position sur l'éventualité d'un tel dépôt, lorsqu'il existe « des motifs raisonnables de penser qu'elle prépare une offre publique, notamment en raison de mouvements significatifs en prix ou en volume sur les titres d'une société déterminée »³. C'est le dispositif d'anti-rumeurs.

¹ _ V. Gérard Notté, Offre publique d'acquisition, JCP E semaine juridique, 2/2011, n°6, p.9.

² _ Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1326.

³ _ C. mon. Fin. Art. L. 433-1 V.

Le dispositif anti-rumeurs avait été imposé pour la première fois en France dans l'affaire Artémis/Suez¹. L'AMF a précisé à Artémis un délai de trois semaines pour déclarer ses intentions concernant le projet d'offre publique.

Plus particulièrement, le dispositif concerne toute personne désirant préparer pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours ou la situation financière d'un instrument négocié sur un marché réglementé². Cette personne doit informer le public dès que possible de toutes les caractéristiques de cette opération.

Déjà vu que la loi a permis à l'AMF de demander à toute personne désirant préparer une offre publique d'informer le public de ses intentions, en cas où des « variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles » sont susceptibles d'être occultées. Avant de l'exposer, on présente un exemple élaboré par certains auteurs sur cette notion : c'est « en cas de discussions entre les dirigeants des émetteurs concernés ou de désignation de conseils en vue de la préparation d'une offre publique »³.

La notion de « mouvements significatifs » n'a pas été définie par le texte⁴, ainsi que son appréciation a été confiée à l'autorité financière⁵. Cette notion suscite plusieurs interrogations.

Une interrogation peut être ainsi relevée : si un investisseur demande en amont, de manière informelle, de l'AMF des consultations sur un projet d'offre, l'on peut légitimement se demander si ces consultations informelles peuvent être appréciées comme un motif raisonnable, au sens de l'article 222-22, ou si au contraire, il est nécessaire de relever des véritables rumeurs de marché.

¹ V. sur cette question : Y. Schmidt et M. Sallé, Artemis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs anti-OPA, Petites Affiches, 04 juin 2007 n°111, p.3.

² Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°691.

³ Hervé Le Nabasque et Philippe Poitier, Note sur le règlement général de l'autorité des marchés financiers, Revue de droit bancaire et financier n°4, p.149, Juillet 2006, p.1.

⁴ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Sénat, Séance du 20 octobre 2005 (compte rendu intégral des débats) : M. Thierry Breton, ministre. « *Le dispositif que nous vous proposons aujourd'hui permet de concilier assez simplement trois objectifs : la transparence, la cohérence et la souplesse. (...) Pour ce qui est de la souplesse, enfin, le règlement général de l'AMF définira les conditions pratiques de ce dispositif afin d'éviter d'entraver l'action des éventuels initiateurs et de prévenir toute manipulation. Il prévoira également les conditions dans lesquelles l'information est portée à l'attention du public* », *Ibidem*.

⁵ « *C'est à dessein que le projet de loi renvoie l'appréciation de ces notions à la jurisprudence de l'AMF, sous le contrôle du juge* », Y. Schmidt et M. Sallé, Artemis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs anti-OPA, *art. cit.* p.3.

Compte tenu de l'objet du dispositif anti-rumeur, on opte vers la seconde interprétation¹ : il ne suffit pas de relever des consultations informelles sur un projet d'offre pour activer le dispositif, mais de véritables rumeurs de marché doivent être relevées. En effet, ce dispositif a été introduit en droit positif suite à des rumeurs qui avaient ébranlé les cours de titres de la société Suez, ce que la simple consultation informelle n'arrive pas à causer. De plus, une telle décision pourrait nuire à la relation coopérative entre les investisseurs et l'autorité financière. Donc, la notion de « mouvements significatives » nécessite une véritable influence et un résultat concret sur le marché.

En second lieu, la désignation de conseils par une société pourra être qualifiée comme « un motif raisonnable de penser » qu'une offre publique se prépare. Même solution pour les discussions entre les dirigeants sur l'éventualité du projet d'offre. Cette assimilation nous paraît regrettable. En effet, la désignation de conseils peut être très en amont d'un projet d'offre, sans que la cible ne soit clairement déterminée. Ainsi, de simples pourparlers entre les dirigeants ne constituent pas une raison suffisante pour exiger la communication des intentions au marché.

Dans le même esprit, on estime que l'AMF, dans l'affaire club Méditerranée², a combiné trois éléments qui constituent selon elle un faisceau d'indices suffisant pour déduire la présence de l'intention de présenter un offre publique : des interventions sur le titre de Club Méditerranée, une déclaration d'intention de « Strategic Holdings » (l'initiateur) suite au franchissement du seuil de 10% du capital du Club et des déclarations retenues par la presse concernant le dépôt éventuel d'un projet d'offre publique³.

En dépassant le débat de l'appréciation des critères du dispositif anti-rumeurs, l'intéressé possède deux choix. Il peut tout d'abord déclarer son intention d'élaborer prochainement une offre publique. Dans ce cas, l'AMF établit un calendrier qui détermine la date à laquelle les caractéristiques du projet devront être publiées auprès du public⁴, ou selon le cas échéant, une date à laquelle un projet d'offre devra être déposé. Au contraire, l'intéressé peut répondre par la négative, il n'admet pas d'intention de procéder à un offre publique ou d'intervenir sur les titres de la cible. Et alors, l'AMF dispose de deux outils⁵. L'autorité est en mesure soit de transformer la sollicitation en injonction si les explications élaborées sont considérées insuffisantes pour justifier la position de l'intéressé, soit

¹ _ Hervé le Nabasque et Philippe Poitier, Note sur le règlement général de l'autorité des marchés financiers, *art.cit.* p.2.

² _ « Faux expertset manipulation d'opinion s'invitent dans le rachat du Club Med », Le Monde du 6 janvier 2015 ; Club Med : soupçon de manipulation de l'OPA, Le Figaro du 6 janvier 2015 ; « Soupçons de manipulation dans l'OPA sur le Club Med », Challenges du 5 janvier 2015.

³ _ Bredin Prat, commentaire sur l'affaire Club Méditerranée, RTDF n°4, 2014, p.49.

⁴ _ Rég. Gén. AMF art.223-33, al. 1°.

⁵ _ *Ibidem.*

d'interdire de procéder au dépôt d'une offre publique volontaire ou obligatoire pendant un délai de 6 mois¹.

Il reste à conclure que certains auteurs affirment que ce dispositif n'est pas applicable lors de l'élaboration d'une première offre. Le dispositif est seulement prévu « pour être utilisé en période de pré-offre, rendant inapplicable le dispositif anti-rumeurs dès qu'une offre ferme est annoncée »².

D'où transparaît le rôle approfondi de l'AMF d'après le dispositif, en veillant sur les comportements de l'initiateur et en analysant les contours de celui-ci. Le but est clair : préserver les droits de la cible en attirant son attention sur les intentions de l'initiateur potentiel afin de prendre position, et ainsi minimiser les aléas de l'opération de l'offre publique en évitant les recours présumés par le biais de ce dispositif. À noter que la simple intervention de l'autorité avant la phase de l'offre publique constitue une nouveauté qui marque la rigidité, l'efficacité et le caractère préventif du travail de l'AMF.

Il reste à élaborer une précision concernant les critères du dispositif anti-rumeurs : on voit la nécessité de confier l'appréciation des critères à l'AMF, malgré le fait que nous n'ayons pas retenu sa décision dans quelques affaires. En effet, édicter une liste de critères serait l'occasion de figer le régime juridique du dispositif, or c'est une question pratique qui s'apprécie au cas par cas. En conséquence, il est indispensable de maintenir la compétence de l'AMF sur l'appréciation des critères du dispositif anti-rumeurs.

§ 2_ La conformité du projet d'offre publique

L'initiateur procède au dépôt du projet d'offre publique avec l'appui d'un ou de plusieurs prestataires de services d'investissement, dits présentateurs, agréés pour la prise ferme et agissant pour le compte du ou des initiateurs³. L'AMF débute son contrôle en examinant la lettre de présentation déposée par l'initiateur, et en vérifiant, dans un délai de 5 jours de bourse après publication du dépôt du projet, si elle respecte les principes d'égalité des actionnaires, d'intégrité et de transparence du marché, et de loyauté dans les transactions⁴. L'autorité veille également sur les finalités poursuivies par l'initiateur, le

¹ _ Rég. Gén. AMF art.223-35, al.1.

² _ F. Martin Laprade et G. Giuliani, La réforme des offres publiques d'acquisition, RDBF 2006, n°6, p.55.

³ _ Alain Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1353.

⁴ _ Anne- Dominique Merveille, Droit financier, *op. cit.* n°700.

nombre et l'état des titres détenus par ce dernier ainsi que le prix, ou la parité d'échange auquel est proposée l'acquisition des titres¹.

Le dépôt du projet de l'offre est suivi par une note d'information destinée à « informer d'une manière encore plus précise l'AMF ainsi que les actionnaires et le public sur l'économie générale de l'offre »². L'AMF doit vérifier que tous les éléments nécessaires à la fixation du prix ou de la parité, les conditions de financement et d'exécution de l'opération et la politique industrielle et financière de l'initiateur sur une période à venir d'une année sont prévus clairement par la note³.

La finalité de ces mentions est de s'assurer que les actionnaires de la cible soient pleinement informés en amont de l'opération et soient aptes à déterminer leur position vis-à-vis du projet d'offre présenté, sans avoir à attendre la publication de la note d'information visée par l'AMF. Un autre objectif réside dans la nécessité de présenter l'information la plus complète le plus tôt possible et dès le début du processus de l'offre publique encourue.

En effet, la publication de la note d'information en amont du projet d'offre publique présente un intérêt tout particulier en cas d'offre hostile. Cette note assure à la cible la possibilité de détenir des informations cruciales sur le projet de l'initiateur le plus tôt possible, et de réfléchir afin de préparer sa réponse. En outre, les informations figurant dans le projet de note d'information « peuvent constituer des “munitions” précieuses pour la cible dans l'élaboration de sa riposte »⁴. Elle intervient également dans la mobilisation des syndicats et de l'actionnariat salarié en s'attaquant aux objectifs, annoncés ou cachés, de l'initiateur en matière d'emploi.

À noter que toute information assimilée à un mensonge peut constituer le fondement d'une action en responsabilité civile qui, en raison du caractère précontractuel des informations établies, est une action en responsabilité délictuelle⁵. Cette action n'interdit pas l'intéressé d'intenter une action en responsabilité administrative pour violation de l'obligation de porter à la connaissance du public une information exacte, précise et sincère. La diffusion de fausse information est sanctionnée par l'autorité⁶.

¹ _ Ceux-ci seront l'objet d'un examen approfondi dans la partie suivante.

² _ N. Rontchevsky, le nouveau régime des offres publiques d'acquisition, RTD com. 2006, p.437.

³ _ F. Martin Laprade et G. Giuliani, la réforme des offres publiques d'acquisition, RDBF nov. 2006, p.55.

⁴ _ Pascal Bine, Sophie Tomazi, Le réaménagement procédural des offres publiques, RTDF n°3-2006, § I.

⁵ _ H. Le Nabasque, offres publiques d'acquisition, RDBF, 2006, p.41.

⁶ _ Art. 20-3 de la loi libanaise sur les marchés financiers; V. aussi Th. Bonneau, la réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP 2006, p.134 ; A. Pietrancosta, loi n°2006-387 relative aux offres publiques d'acquisition, RTDF 2006, n°1 p.5.

Dans le même contexte, la loi française du 31 mars 2006 a consacré le principe de fusion des deux procédures de recevabilité et d'instruction du projet de note d'information délivrée : il s'agit de la procédure de conformité¹. Or, ce principe n'a pas altéré l'étendue et la nature du contrôle mené par l'AMF.

S'agissant tout d'abord de l'étendue, le projet de la note d'information constitue un élément du projet de l'offre présentée. Donc, l'examen de la conformité du projet de l'offre comprend celui de projet de la note d'information. Donc la déclaration de conformité délivrée par l'AMF implique aujourd'hui visa de cette note².

S'agissant de la nature de ce contrôle, il se manifeste par un contrôle de régularité et non d'un contrôle en opportunité de l'opération projetée³. L'AMF ne peut pas apprécier la finalité industrielle, financière ou sociale de l'opération⁴. Elle a eu l'occasion de préciser dans une décision qu'il ne lui appartient pas « d'apprécier les conventions souvent conclues entre les parties concernées, telles que par exemple un pacte d'actionnaires »⁵. Sa mission se contente à l'examen du projet de l'offre (contenu et économie générale) en conformité aux « dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables »⁶, surtout en veillant sur la cohérence, la sincérité et la pertinence des informations publiées lors de l'offre publique⁷.

Sur le fond, l'AMF a compétence de demander à l'initiateur du projet de l'offre de modifier le contenu si elle caractérise une violation des principes directeurs régissant le déroulement de cours de marché, et se rapportant à l'égalité entre les actionnaires, la transparence et l'intégrité du marché et la loyauté dans les transactions et la compétition⁸. Plus largement, l'autorité est en mesure d'obliger l'initiateur à présenter toute clarification ou justification appropriée.

Il ressort de ce qui précède l'importance et l'étendue du rôle exercé par l'AMF s'agissant de la conformité de l'offre publique présentée. Ce rôle est nourri par l'exigence de protection de la cible en préservant ces droits notamment de défense contre l'offre. Cette

¹ _ Pascal Bine, Sophie Tomazi, Le réaménagement procédural des offres publiques, *art. cit.* § II.

² _ R. G. AMF art. 231-23 al. 1°.

³ _ Paris 27 Oct. 1993 : *Somm.* 200, obs. Y. Reinhard. ; Paris 17 juin 1999: *Banque et Droit*, Nov. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau ; *Bulletin Joly Bourse*, 1999, p.485, note N. Rontchevsky.

⁴ _ Paris 23 Oct. 2001: *RTDcomm.* 1999, p.710, obs. Ch. Goyet ; *Banque et Droit* 2001, n°80, p. 24, obs. H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

⁵ _ Paris 13 Nov. 2001 : *RDBF* 1/2004, note A. Couret ; *Droit sociétés* 2004, comm. n°31, obs. Th. Bonneau.

⁶ _ Art. 15-a de la loi libanaise sur les marchés financiers ; R. G. AMF art 231-20 n° I.

⁷ _ Paris 7 juillet 1995 : *Bulletin Joly Bourse* 1995, p.157, note H. de Vauplane ; Paris 19 mai 1998, *Bulletin Joly Bourse* 1998, p.651, note A. Couret.

⁸ _ Paris 13 nov. 1996, *Bulletin Joly Bourse* 2002, p.25, note N. Rontchevsky.

protection assure évidemment la sérénité du marché en évitant les conflits et en respectant les principes de transparence et d'intégrité au sein du marché.

§ 3_ Le contrôle du prix de l'O.P. A.

Le contrôle de l'AMF sur le projet de l'offre publique portera principalement sur le prix ou la parité d'échange de l'offre projetée¹. Ce contrôle présente l'enjeu du contentieux².

Lorsque l'offre établie est une offre facultative (volontaire), l'initiateur a la liberté de fixer le prix de l'offre. Néanmoins, l'AMF doit veiller sur le respect de la méthode multicritère en relevant que le prix proposé par l'initiateur a été évalué par cette méthode, et en précisant les critères retenus pour calculer le prix ou la parité d'échange ainsi que les conditions de leur règlement³.

En vue de la liberté conférée à l'initiateur, le contrôle de l'AMF en matière de fixation du prix est un contrôle de fond⁴. L'AMF mène alors son contrôle sur l'évaluation des critères utilisés en tenant compte de la situation et des caractéristiques de la société cible et du marché des titres. Pour cela, si l'autorité estime que le prix est totalement déconnecté de la situation de la cible et des conditions du marché, ou qu'il ne respecte guère les principes de loyauté dans les transactions et d'égalité entre les actionnaires, elle est alors en droit de demander à l'initiateur de le modifier⁵. Il faut noter en revanche que le contrôle mené par l'AMF n'implique absolument pas l'authentification des informations comptables et financières prévues dans la note d'information⁶.

En ce qui concerne la procédure de l'expertise indépendante, encourue dans certaines hypothèses à l'issue d'une offre publique soumise au contrôle de l'AMF, elle n'est pas exigée en cas d'offre contractuelle. Néanmoins, la société cible peut se recourir à un expert indépendant sur une base volontaire, qui peut délivrer une attestation d'équité à la demande de la société. Cette attestation a pour finalité d'éclairer le conseil

¹ _ F. Drummond, Y. Schmidt et B. Husson, le prix dans les offres publiques, Litec 2009, p.379 s.

² _ Nicolas Bombrun, le paiement en titres dans les offres publiques, RTDF, 1/4/2010, n°2, p.37.

³ _ R.G. AMF art. 231-13, 3°.

⁴ _ A. Couret, précitée, n°1355.

⁵ _ A. Viandier, OPA OPE et autres offres publiques, Editions Francis Lefebvre, n°942.

⁶ _ Paris, 19 mai 1998 : Bulletin Joly Bourse 1998, p.651, note A. Couret.

d'administration de la cible dans son appréciation de l'offre ainsi que les actionnaires de la société dans leur décision d'apport de leurs titres à l'offre¹.

S'agissant du contrôle aux offres publiques contractuelles, l'autorité des marchés financiers a considéré que ces offres réalisées sur Alternext échappent à son contrôle. En effet, ces offres se stigmatisent par un caractère contractuel et ne sont l'objet d'aucune décision de conformité ou de visa de l'autorité des marchés financiers. L'affaire «LeGuide» présente l'illustration de la grande souplesse qui caractérise ces offres contractuelles².

En l'espèce, l'AMF a observé que les données financières du prix de l'offre avaient été évaluées sur la base de la méthode multicritères établie par le conseil financier de l'initiateur, revue par l'expert indépendant, et « effectuée en fonction de critères d'évaluation objectifs usuellement retenus comme tenant compte des caractéristiques de la société »³. On estime alors que l'autorité a procédé à une analyse rapide et cohérente de l'ensemble des critères retenus par l'initiateur, en les énumérant mais sans procéder à une analyse individuelle de chaque critère⁴.

S'agissant du contrôle aux offres publiques obligatoires, le prix proposé dans ces offres est régi par des dispositions particulières⁵. Dans ce cas, l'autorité doit s'assurer que le prix proposé est « au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'auteur de l'offre, sur une période de douze mois précédent le dépôt de l'offre »⁶.

D'une façon plus générale, le Règlement général avant l'amendement prévoyait que pour admettre la recevabilité du projet d'offre, l'AMF devait examiner « le prix ou la parité d'échange proposés, en fonction des critères d'évaluation objectifs usuellement retenus et des caractéristiques de la société visée ». La portée réside dans le fait que ce critère a été repris dans le nouveau Règlement général de l'AMF parmi les éléments d'information devant figurer dans le projet de note d'information de l'initiateur (article 231-18). Cette évolution manifeste la position stricte de l'autorité en admettant une politique qui renforce le contrôle *stricto sensu* de l'information, par opposition à un examen simple des conditions financières de l'opération⁷.

¹ _ Didier Martin, Benjamin Kanovitch et Guillaume Giuliani, Commentaire sur l'affaire LEGUIDE, Chronique Public M et A, RTDF n°2, 2013, n°1 al. 1.

² _ V. Le Monde, 10 juin 2012, Lagardère-LEGUIDE, Pertes et profits : chronique Le juste prix.

³ _ AMF, Décision du 28 mai, n°213C0597.

⁴ _ B. Discours, note sous CA Paris, 16 juin 2009, Léon de Bruxelles, n° RG : 2009/02354, BJB 1 septembre 2009 n°5, page 370.

⁵ _ R.G. AMF art.231-22

⁶ _ Code Monétaire et financier art.433-3 I.

⁷ _ Pascal Bine et Sophie Thomazi, Le réaménagement procédural des offres publiques, *art. cit.* § II 3^e.

On voit alors que l'évolution du contrôle de l'AMF se situe dans une politique d'adaptation des règles avec le marché. En d'autres termes, un auteur estime que « l'appréciation du prix ou de la parité d'échange proposé relève d'abord et avant tout de la responsabilité du marché »¹. Pour cela, l'AMF doit veiller sur l'intégrité des informations publiées auprès du public et le bon fonctionnement du marché.

Afin d'assurer cette finalité, l'AMF continue à vérifier les conditions financières de l'opération élaborées dans la note d'information. A cet égard, elle doit disposer de tous les moyens techniques aptes à contrôler la situation financière de l'offre, surtout les critères selon lesquels les méthodes d'évaluation retenues pour calculer le prix proposé par l'initiateur ont été choisies ainsi que la façon dont ces méthodes ont été mises en œuvre².

Même en cas où l'opération est susceptible de générer un conflit d'intérêts ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires, l'autorité financière conserve le pouvoir d'appréciation des conditions financières de l'offre et peut dans ce cas exiger la mise en œuvre d'une procédure d'expertise indépendante³.

D'où apparaît clairement le contrôle de l'autorité financière sur le prix de l'offre publique, qui se caractérise notamment par le contrôle de l'information *stricto sensu*. Ce contrôle tend à réguler cette matière, et vise à éviter les conflits entre les intéressés afin d'assurer la stabilité, la sécurité et le bon fonctionnement des marchés.

Il est important de rappeler la question des offres publiques contractuelles. En effet, déjà vu par l'affaire LeGuide, ce type d'offre ne cesse de générer des conflits, notamment sur la base du prix de l'offre. Pour cela, on opte pour la proposition d'un renforcement de l'intervention de l'AMF dans la détermination du prix dans ce type d'offre. Cette position peut être mise en œuvre par des principes généraux sans exigence de l'emploi de la méthode multicritères. L'AMF peut édicter des guides de référence afin d'aider les parties dans ce type d'offre à parvenir au prix convenable.

¹ _ Didier Martin, Benjamin Kanovitch et Guillaume Giuliani, Commentaire sur l'affaire LEGUIDE, Chronique Public M et A, *art. cit.* n°1.1.

² _ Pascal Bine et Sophie Thomazi, Le réaménagement procédural des offres publiques, *art. cit.* § II 5^e.

³ _ Article 231-21, 5° R.G.

§ 4_ Le contrôle de l'AMF sur l'utilisation des mesures anti-O.P.A.

Bien que les offres publiques hostiles en France au cours des dernières années aient été nombreuses, les sociétés cotées restent vulnérables aux actes de prise de contrôle rampante.

À ce titre, et afin de lutter contre les prises de contrôle rampantes, les sociétés cotées ont tenté d'élaborer des stratégies de défense caractérisées notamment par l'adoption de mesures anti-OPA préventives¹. Ces stratégies visent à renforcer la fidélisation de l'actionnariat de la cible, par le recours notamment aux procédés de droits de vote double et dividendes majorés, et sur l'acquisition d'une meilleure visibilité quant à l'évolution de l'actionnariat².

Dans ce contexte, les procédés les plus encourus par les sociétés cotées se manifestent par la voie de déclarations de franchissement de seuils statutaires et le recours à la procédure dite de « titres aux porteurs identifiables ». Ces mesures ont en effet été « adoptées en France par la quasi-totalité des sociétés concernées, tant en 2007 qu'en 2012 »³.

Plusieurs facteurs ont tendance à influencer sur l'adoption par une société de mesures de défense anti-OPA. Parmi ces facteurs, les « proxy advisors »⁴ ont à ce titre une influence remarquable suite aux politiques de vote élaborées par ces agences et présentées aux actionnaires de la cible.

Ces agences de conseil sont invitées à participer en vote notamment sur l'adoption de mesures de défense anti-OPA et sur leur opportunité. En constatant les politiques de vote en 2012 établies par les principales agences de conseil en vote⁵, on voit que les actionnaires ne favorisaient pas l'adoption de ces mesures. Néanmoins, « Proxinvest » n'a pas retenu cette démarche, et a favorisé l'adoption de dividendes majorés, de seuils statutaires ou encore du recours à l'actionnariat salarié.

En réalité les bons de bretons, qui constituent le noyau des mesures de défense, méritent plus d'attention vu leur importance en pratique. En effet, les bons de souscription

¹ « Ce sont les mesures exercées par la cible pour réagir contre l'offre publique » : V. R. Vatinet, les défenses anti-OPA, *Rev. Sociétés* 1987 p. 593 ; G. Mazet, la défense anti-OPA, *RD affaires internationales* n°3, 1988, p.340.

² A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1381 ; Hassan Toufic, *L'investissement des titres financiers*, *op. cit.* p.55.

³ F. Grillier et H. Sergain, *Défense anti OPA au sein des sociétés cotées panorama 2012*, RTDF n°2, 2013, § II.1 et 2.

⁴ Ce sont des agences de conseil embauchées par la cible pour se prononcer sur l'adoption de mesures de défenses anti OPA et sur leur opportunité : *Ibidem* § II. 5 et 6.

⁵ Sur la base des politiques de vote 2012 pour la France émises par Proxinvest, Glass Lewis & Co, ISS et les recommandations 2012 de l'AFG sur le gouvernement d'entreprise.

d'actions ont acquis une grande célébrité compte tenu de leur efficacité et leur capacité à causer une dilution massive¹. Par exemple, si une cible d'une OPA a émis des BSA en nombre égal à celui de ses actions en circulation, chaque BSA donne droit à deux actions. Ce qui permet une dilution massive des actions dont l'offrant est obligé à posséder. Et alors, même si l'offrant a eu l'occasion d'acquérir 100% du capital, ce qui est absurde, il aura par suite payé le prix de la totalité des actions pour ne disposer finalement que du tiers du capital. Il doit continuer à dépenser pour acquérir le reste du capital. Donc, l'offre publique sera par le biais de ces BSA plus onéreuse et plus aléatoire².

Les bons d'offre, contrairement à d'autres procédés connus pour lutter contre les offres publiques, présentent l'appréciable avantage d'être réversible sans avoir engendrer des effets irrévocables préjudiciables à la société ou aux actionnaires.

En revanche, la mise en œuvre de certains types de défense interdit toute possibilité de les rétracter. Par exemple, la distribution massive de réserves aux actionnaires comme un moyen de défense permet d'assécher le capital, et de manquer à la société cible pour le financement de nouveaux investissements. Pour cela, de telles défenses sont « inopportunes et d'autant plus fâcheuses que le contexte qui a justifié leur mise en œuvre peut changer, singulièrement en cas d'accord conclu avec l'initiateur »³. Au contraire, les BSA n'obéissent pas à cette démarche, puisque dès le moment où l'offre sera refusée ou échouée, ils deviennent caducs par l'effet de la loi⁴.

Notre intérêt ne réside pas essentiellement dans le régime de ces bons. Néanmoins, il réside dans la position de l'AMF face à cette mesure de défense. En effet, on note une double position.

D'une part, l'AMF ne dispose vis-à-vis de ces bons qu'un contrôle limité. Ceci est expliqué par le fait que le législateur a conféré à la cible le droit de riposter et a consacré l'utilisation de mesures de défense anti-OPA et notamment les bons d'offre.

D'autre part, il faut souligner que l'AMF avait précisé dans l'affaire « Plavix »⁵ qu'« elle ne saurait accepter des dispositifs destinés à ne jouer qu'à l'encontre de l'un des intervenants

¹ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°547.

² Daniel Ohl, Les bons d'offre : la fin des OPA hostiles?, Bulletin Joly Bourse n°5 p.527, sept. 2006, n°4.

³ *Ibidem* n°8.

⁴ Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition qui crée un BSA spécialisé dans la fonction de moyen anti OPA (v. *in fine* le texte C. com., art. L. 233-32, II) ; V. aussi H. Le Nabasque, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, *Rev. Sociétés*, 2006, p.37 ; Ch. Clerc, Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA, *RTD fin.* N°1, 2006, p.27 ; J.-M. Moulin, La loi no 2006- 387 du 31 mars 2006 transposant la directive OPA du 21 avril 2004, *JCP E*, 2006, n° 1651, p.757.

⁵ V. parmi de nombreux autres travaux : P.-H. Conac, Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques, *Rev. Sociétés*, 2005, p.321 et s.

possibles »¹. Ce faisant, l'Autorité financière a favorisé l'application d'un autre principe général prévu en matière d'offres publiques : c'est le principe de loyauté dans la compétition. En effet, ce principe, également visé à l'article 231-3 du règlement général de l'AMF, consiste à écarter toute défense qui n'affecte qu'un initiateur particulier seulement et pas les autres². Dans l'affaire « Plavix », l'AMF s'est prononcée sur les BSA par un communiqué du 23 avril 2004, en statuant que ces bons sont invalides parce qu'ils portent atteinte au principe de loyauté dans la compétition régissant le bon déroulement des offres publiques³.

On estime que la décision de l'AMF dans l'affaire Plavix est propre à cette dernière et ne peut pas être généralisée. En outre, on a évidemment vu la consécration par l'AMF des bons d'offres par l'application des dispositions réglementaires. Ceci indique que le contrôle exercé par l'AMF est apprécié au cas par cas, *in concreto*. Ce contrôle est indispensable pour assurer la transparence et le bon fonctionnement du marché. À défaut, les prises de contrôle rampantes auraient dominé la matière, ce qui porte atteinte aux droits des minoritaires, et entraîne une dé-stabilité des marchés en suscitant les conflits excessifs en la matière. Par ailleurs, il est aussi important de souligner le grand retard dont souffre le droit libanais concernant la question de l'offre publique.

Après l'étude du contrôle de l'AMF sur l'offre publique d'acquisition (Section 1), il reste - concernant l'offre publique - à discerner le contrôle exercé par l'autorité sur l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire (Section 2).

¹ _ S. Sylvestre, Les bons Plavix, LPA, 8 févr. 2005, p.8.

² _ Daniel Ohl, Les bons d'offre : la fin des OPA hostiles?, *art. cit.* n°4 et 5.

³ _ J.-M. Moulin, Retour sur les bons dits "Plavix" émis dans le cadre de l'offre de Sanofi-Synthelabo sur Aventis, Bull. Joly Bourse, 2004, p.673, § 148.

Section 2 _ Contrôle de l'AMF des offres publiques de retrait et le retrait obligatoire

L'étude du contrôle antérieur de l'AMF sur les opérations financières ne saurait être complète sans l'étude du contrôle exercé sur les offres publiques de retrait¹ (§ 1). En effet, la montée d'une société dans le capital d'une autre dont les titres sont négociés sur un marché réglementé par la voie d'une offre publique « ne peut se faire au détriment des actionnaires minoritaires »². Pour cela, ces derniers ne peuvent demeurer prisonniers de la nouvelle société et doivent avoir la capacité de s'affranchir, ceci par le biais du mécanisme d'offre publique de retrait. Néanmoins, le retrait ne constitue pas toujours un droit, il peut aussi être mis en place par un rachat forcé de ses titres : c'est le retrait obligatoire (§ 2).

§ 1_ Contrôle de l'AMF des offres publiques de retrait

La loi a doté les actionnaires minoritaires des sociétés dont les titres sont négociés sur un marché réglementé du droit de quitter la société suite à la prise du contrôle de son capital. Ce droit se manifeste par l'offre publique de retrait et sera mise en œuvre lorsque la survenance de certains événements affecte directement l'intérêt de ces actionnaires dans la société³.

Les cas d'offre publique de retrait sont limitativement énumérés par les articles 236-1 et suivants du règlement général de l'AMF⁴.

Il nous paraît important d'aborder la question de l'étendue du contrôle de conformité de l'AMF sur le projet de l'O.P.R (A), surtout parce que l'O.P.R peut englober des personnes publiques (étatiques) et privées, avant d'étudier l'application par l'AMF des règles autres que boursières en cas d'O.P.R (B).

¹ _ V. Régis Vabres, Offre publique de retrait et retrait obligatoire, *Revue Droit des sociétés*, 10/2019, n°10 p. 34.

² _ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1395.

³ _ D. Martin « l'offre publique de retrait », *Option finance*, n° 162, 13 mai 1991, p.26 ; R. Salomon et M. Germain, « offre publique de retrait et retrait obligatoire », *Actes pratiques janv. Fév. 2002*, p.6 et s.

⁴ _ Pas nécessaire de les exposer ; V. en plus sur cette question : Sophie Schiller, la procédure de retrait obligatoire, *revue Acte pratique et ingénierie sociétaire*, 7/2013, n° 130, p.6.

A_ L'étendue du contrôle de conformité de l'AMF sur le projet d'O.P.R.

On peut débiter l'étude par affirmer que l'AMF ne dispose pas de compétence pour évaluer la régularité d'un acte administratif lors de son activité¹. En effet, la cour d'appel de Paris dans sa décision du 20 novembre 2012 a indiqué que « ni les énonciations du règlement général, ni aucune autre disposition du Code monétaire et financier ne confèrent à l'AMF la compétence de se prononcer sur la régularité contestée par le Département des délibérations du conseil d'administration de la société APRR à l'issue desquelles cet organe a donné un avis motivé... »².

Dans ce contexte, elle ne peut pas procéder cependant, lors de son examen de la conformité de l'offre publique, à interpréter un contrat de droit privé³.

Néanmoins, la présence d'une action pénale en cours n'a pas de conséquence procédurale sur le contrôle d'un projet d'offre publique. La cour d'appel de Paris a repris cette solution dans un arrêt du 3 juillet 1998, sous prétexte que le principe selon lequel le pénal tient le civil n'était pas applicable en matière d'offre publique. Cette solution s'étend soit devant l'autorité des marchés financiers, soit devant la cour d'appel qui examine le recours formé contre la décision de recevabilité de l'offre⁴.

Une question suscitée dans l'affaire APRR mérite l'attention. L'actionnaire minoritaire, le Département Saône-et-Loire, ayant formé un recours contre la décision de conformité de l'O.P.R. et le retrait obligatoire par l'AMF, a allégué que les biens du département sont insaisissables au motif qu'ils participent au fonctionnement d'un service public. Pour cela, il estime que l'O.P.R. et le retrait obligatoire sur les actions du département ne peuvent pas avoir lieu puisqu'ils sont insaisissables. La chambre commerciale a confirmé l'arrêt de la cour d'appel qui avait jugé « qu'il n'était pas établi que la participation du département dans le capital d'APRR, qui était de 0,025% du capital de cette société, était indispensable au bon fonctionnement du service public en cause »⁵. De plus, la haute juridiction a ajouté que les actions APRR qu'il détenait, relèvent de son domaine privé, permettant

¹ _ Didier MARTIN et Guillaume GIULIANI, Affaire APRR : l'application de la procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions détenues par les personnes publiques – l'étendue du contrôle de conformité de l'AMF, *Revue de Droit bancaire et financier* n°2, Mars 2014, comm. 79, p.4.

² _ CA Paris, ch. 1, sect. H, 17 juin 1999, n° 1999/06450 et n° 1999/06430 : *JurisData* n° 1999- 023401 et n° 1999-023402 ; *Bull. Joly Bourse* 1999, p. 484, note N. Rontchevsky.

³ _ CA Paris, ch. 1, sect. H, 23 oct. 2001, n° 2001/06034: *JurisData* n°2001-154888 ; *Banque et droit* 2001, n°80, p.24, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

⁴ _ CA Paris, ch. 1, sect. H, 3 juill. 1998, n°98/10847: *JurisData* n° 1998-021923; *JCP E* 1998, 1980.

⁵ _ Reprise par l'arrêt de la cour de cassation ch. Commerciale 21 janv. 2014, n° 12-29.475: *JurisData* n°2014-000574 ; *RD bancaire et fin.* 2014, comm.79 ; *Bull. Joly Bourse* 2014, p.229, note A. Delion.

ainsi la mise en œuvre de l'O.P.R. et le retrait obligatoire¹. Une fois aussi on voit que l'AMF renforce l'analyse in concreto dans sa démarche afin de prononcer une solution adéquate à chaque situation.

Enfin, il reste à exposer une question suscitée par l'affaire Foncière². En l'espèce, lors d'un projet d'O.P.R., l'actionnaire minoritaire « ADAM et Gécina » a prétendu la caducité de la décision concernant la conformité du projet d'O.P.R. prononcée par l'AMF au motif d'une prétendue fraude. Or, l'autorité a retenu sa décision. Le minoritaire a formé un recours devant la Cour d'appel, qui a posé un principe fondamental dans cette matière : c'est l'intangibilité des décisions individuelles prises par l'AMF en matière d'offre publique³.

Ce principe est consacré par l'ordonnance du 23 octobre 2015⁴. Il faut rappeler que l'autorité réglementaire est libre d'abroger ses propres règlements à tout moment puisque « les administrés n'ont pas droit à leur maintien »⁵. L'AMF dispose, à tout moment, du droit d'annuler les textes qu'elle a elle-même élaborés (instructions, positions et recommandations). Par contre, le retrait ou l'abrogation de décisions prises dans des situations individuelles constitue une exception à ce principe. En effet, les actes individuels créateurs de droits sont régis par des règles spécifiques qui visent à protéger les intérêts des personnes concernées (leur destinataire et les tiers). En conséquence, et « même en cas de fraude, la décision individuelle prise par l'AMF reste définitive »⁶.

Toutefois, si la fraude est caractérisée comme avérée (déclarations mensongères ou documents falsifiés), la décision de l'AMF risque d'être abrogée. Or, la situation a suscité une vraie difficulté, puisque la Cour d'appel de Paris a obligé l'AMF de faire un équilibre entre la persistance de l'acte obtenu frauduleusement avec l'irréversibilité des droits déjà conférés, « sous l'angle du problème des restitutions qui sont quasi-inévitables en cas de disparition de la décision de conformité ou du visa »⁷. Donc, la difficulté de trouver un compromis entre des exigences contradictoires : de sécurité et de légalité⁸, surtout sous le

¹ V. Chronique Marché financier-Droit boursier et des marchés financiers, sous la direction de Bruno Dondero et autres, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n° 12, 24 Mars 2016, 1179, n°6.

² CA Paris, 12 janv. 2017, n° 16/17607

³ Nicolas Cuntz, L'affaire foncière de Paris et ses enseignements sur le retrait des décisions de l'AMF devenues définitives, Bulletin Joly Bourse, n°3, p.221, 2017, § I.

⁴ Sous le numéro n° 2015-1341.

⁵ En vertu du principe selon lequel « nul n'a de droit acquis au maintien d'une disposition réglementaire » (ex : CE, ass., 1er juill. 1988, n° 63263 ; CE, 3 avr. 2006, n° 264633).

⁶ Nicolas Cuntz, L'affaire foncière de Paris et ses enseignements sur le retrait des décisions de l'AMF devenues définitives, *art. cit.* § II.

⁷ CA Paris, arrêt cit.

⁸ V. sur cette question : Long M., Weill P. Graibant G. Delvolé P. et Genevois B., Les grands arrêts de la jurisprudence administrative, Dalloz, p.818, n°1.

contrôle du juge, incombe, selon la cour d'appel, à l'AMF. Cette grande marge d'exercice confiée à l'AMF, caractérisée par l'importance et la finesse, nous a incitée à exposer cette question, malgré le fait qu'elle relève du droit administratif.

B_ L'application par l'AMF des règles autres que boursières en cas d'O.P.R.

Une question importante et très délicate se pose concernant le pouvoir de l'autorité d'appliquer des règles autres que boursières en matière d'O.P. de retrait¹.

Deux opinions existent pour répondre à cette question :

La première, consacrée par la jurisprudence *Holophane*, consiste à affirmer que l'AMF n'a pas le droit de recourir à des règles autres que boursières, notamment civiles. Dans cette décision, la cour de Paris avait décidé que l'autorité boursière ne peut s'opérer en dehors des compétences reconnues par le régime du droit financier, et « n'aurait s'étendre -sous prétexte qu'il y a eu un mal jugé à des problèmes extérieurs aux offres publiques d'achat-notamment aux problèmes relevant exclusivement du droit privé des contrats et obligations »².

Cette jurisprudence a été confirmée à plusieurs reprises³. Une des décisions parmi les plus pertinentes a énoncé que les violations éventuelles d'obligations de droit privé dont l'AMF n'est pas habilitée à sanctionner ne relèvent ni de la compétence de l'AMF ni de la mission de la cour d'appel⁴.

La Haute juridiction semble dire que l'AMF doit s'abstenir à statuer non seulement sur les obligations assorties de sanction de droit privé, mais devrait aussi « s'interdire d'appliquer tout un pan du droit faute d'y être habilitée »⁵.

¹ _ Cette grande question ne se limite pas concrètement en matière d'offre publique, mais concerne l'exercice et le champ de compétence de l'AMF en général et en toute matière. Toutefois, on a procédé à l'exposé dans le contexte de l'O.P. en suivant les auteurs qui ont suscité cette question dans ce contexte (Didier MARTIN et Guillaume GIULIANI, *Affaire APRR : l'application de la procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions détenues par les personnes publiques – l'étendue du contrôle de conformité de l'AMF*, p.4.

² _ CA Paris, 13 juill. 1988, D. 1989, jur. p. 160, note P. Le Cannu.

³ _ CA Paris, 10 mars 1992, no 91/24720, rev. Sociétés 1992, p. 229, note M. Vasseur ; CA Paris, 13 nov. 1996, n°96/20709 et 96/20710, rev. Sociétés 1997, p. 817, note P. Le Cannu ; CA Paris, 1er févr. 2000, n° 1999/22682.

⁴ _ Cass. com., 5 juill. 2017, n°15 - 25.121, P+B.

⁵ _ Loïc Henriot, *Etendue du devoir de contrôle de l'AMF en matière d'examen de conformité d'un projet d'O.P.*, *Revue Lamy Droit des affaires*, n°131, 1^{er} nov, 2017, n°7.

D'un autre côté, la seconde opinion se manifeste par l'acceptation de la compétence de l'AMF pour statuer sur les matières civiles. La doctrine souligne ainsi de longue date qu'il convient d'appliquer le principe de plénitude et d'unité du système juridique. À ce titre, l'autorité de marché ne peut plus rester dans la seule contemplation de son propre règlement et doit avoir la capacité d'appliquer toutes les règles convenables telles que les règles civiles. Un arrêt a eu l'occasion de s'exprimer sur la compétence de l'AMF en estimant que « le fait qu'elle a reçu la délégation d'établir ledit règlement (son règlement général) ne l' dispense pas de décider à l'aune de règles édictées par d'autres institutions»¹.

Donc, le principe de plénitude et d'unité du système juridique impose à l'AMF de se prévaloir des conditions, interdictions et prescriptions, extérieures à son propre règlement, mais aussi, *a fortiori*, de celles contenues dans le Code de commerce². Néanmoins, l'autorité de marché n'est pas juge du contrat ; elle n'est donc pas habilitée à statuer par exemple sur les conséquences de la violation d'une convention entre actionnaires³.

Face à ce résultat, des auteurs, afin d'étendre le champ de compétence de l'AMF, ont déduit le principe selon lequel l'application du règlement général englobe les principes généraux du droit des obligations⁴. D'autres ont procédé à un examen à mi-chemin, en adoptant un critère temporel. D'après ce critère, l'AMF ne s'interdit d'examiner que des situations ou obligations antérieures à l'offre publique, tandis qu'elle demeure en mesure d'apprécier les situations et les obligations relevant du droit privé d'une manière générale⁵. Cette dernière position mérite d'être privilégiée à notre avis, puisqu'elle présente un critère fiable en matière d'offre publique afin de délimiter le champ de compétence de l'autorité, mais il ne présente pas un remède concernant la compétence de l'autorité dans les domaines autres que les O.P.⁶

¹ _ CA Paris, 13 nov. 2001, n°01/13003, RJDA 2002, n° 396, note A. Viandier.

² _ G. Canivet, D. Martin, N. Molfessis, *Le contentieux en matière d'offre publique*, LexisNexis, 2009, p. 49 et s, spéc. n°124 - 126.

³ _ A. Viandier, *OPA - OPE et autres offres publiques*, *op. cit.* p.31.

⁴ _ Loïc Henriot, *Etendue du devoir de contrôle de l'AMF en matière d'examen de conformité d'un projet d'O.P.*, *Revue Lamy Droit des affaires*, n°131, 1^{er} nov, 2017, n°8.

⁵ _ *Ibidem*.

⁶ _ En tout cas ne feront pas notre objet d'étude.

§ 2_ Contrôle de l'AMF du retrait obligatoire

L'une des principales innovations établies par la réforme des offres publiques en droit français se manifeste par la consécration, par la loi du 31 mars 2006¹, d'un nouveau cas de retrait obligatoire². Ce mécanisme, prévu à l'article L. 433-4-III du code monétaire et financier, et organisé par le règlement général de l'AMF³, ne s'applique qu'aux seules sociétés cotées sur un marché réglementé. Il assure à l'initiateur d'une offre publique la possibilité d'acquérir forcément les titres des minoritaires, lorsqu'à l'issue de l'offre ces titres représentent moins de 5% du capital ou des droits de vote. Son intérêt se manifeste en ce qu'il « permet de le « purger » de titres devenus non liquides, ce qui a légitimé son fondement juridique »⁴.

L'AMF, face à ce mécanisme, travaille à veiller au déroulement ainsi qu'aux conditions prévues par les dispositions réglementaires.

En effet, l'AMF doit vérifier que le retrait a été suivi d'une offre publique de retrait, ce qui constitue une étape procédurale obligatoire. Cette obligation doit être respectée, sans qu'il soit possible d'y déroger en principe, même si le majoritaire est en mesure de déclencher le retrait obligatoire suite à l'atteinte des seuils en capital et droits de vote prévus par les textes.

Ainsi, l'initiateur qui, par une procédure normale ou simplifiée, aurait acquis l'ensemble de titres représentant plus de 95% du capital et des droits de vote de la cible, reste tenu, avant de procéder à un retrait obligatoire, d'engager une offre publique de retrait auprès du cible⁵.

Néanmoins, l'AMF a prévu une dérogation à l'obligation de déposer une offre publique de retrait dans l'affaire Icade/Silic⁶, malgré l'exigence de cette disposition⁷. Cette position a été confirmée par la cour d'appel de Paris⁸. En effet, la question s'est posée après la formation des minoritaires de la société absorbée Silic d'un recours devant la cour

¹ _ Loi n°2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition (J. O. 1^{er} avril 2006)

² _ Son existence a été l'objet d'une controverse sur sa légitimité, voire sa constitutionnalité, à voir D. Ohl, Droit des sociétés cotées, Litec 2005, n°460 et suivants.

³ _ Nouveaux art. 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF (issus de l'arrêté d'homologation du 18 septembre 2006 publié au J.O. du 28 sept. 2006).

⁴ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1397.

⁵ _ Olivier Douvrelleur, un nouveau cas de retrait obligatoire : le retrait obligatoire dans la foulée d'une offre, RTDF n°3, 2006, n°15.

⁶ _ AMF, D&I n°213C1217, 9 août 2013.

⁷ _ Article 236-6 du règlement général de l'AMF française.

⁸ _ CA Paris, ch. 5-7, 8 janv. 2015, n° 2013/23300, SMAvie BTP c/ Silic et Icade.

d'appel, en se prévalant que l'opération de fusion constituait en réalité un détournement des procédures de retrait obligatoire et d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. D'après ce minoritaire, l'initiateur Icade a détourné l'esprit de la loi en procédant à organiser une fusion au lieu d'une offre publique de retrait obligatoire, puisqu'il ne disposait pas de 95% du capital ou des droits de vote dans la société Silic. Le but poursuivi par l'initiateur consiste à s'éviter de l'indemnisation des actionnaires minoritaires au juste prix.

En ce qui concerne la possibilité de mener une opération de fusion suite à une offre publique d'échange, l'autorité de marché avait admis qu'une fusion-absorption puisse intervenir à la suite d'une offre publique d'échange. Par ailleurs, la cour d'appel de Paris a confirmé la décision de l'AMF d'avoir précisé que la fusion n'équivaut pas à une procédure d'expropriation. En effet, la cour a relevé que, par le biais de l'opération de fusion-absorption, les actionnaires minoritaires de la société Silic deviennent de plein droit des actionnaires de « l'ensemble fusionné », sans qu'il soit porté atteinte à leurs intérêts, justifiant que soit ordonnée une offre publique de retrait¹.

Afin de répondre à cette question, l'autorité s'est reposée sur une analyse concrète, en relevant plusieurs critères en espèce, qui ont incité l'autorité à octroyer cette dérogation². On note trois critères essentiels, entre autres, retenus par l'autorité :

1_ L'équité de la parité relative à l'opération de fusion. En effet, l'AMF a conclu que cette parité a remplacé la parité due par l'O.P.R. parce qu'elle est équitable et « a été déterminée, comme l'aurait été le prix d'une offre publique de retrait, sur la base d'une analyse multicritères »³. Cette parité a été approuvée par le commissaire à la fusion, et a été examinée par l'autorité qui a évalué la pertinence des méthodes encourues, ainsi que leur mise en œuvre concrète. L'autorité a déduit que les actionnaires avaient disposé de la capacité d'apprécier les conditions de rémunération de l'opération qui leur est proposée.

2_ Pas de présence d'une intention maligne ou fraude en espèce, ainsi que le non-apport de preuve de la part du minoritaire de la présence de cette intention.

3_ Le projet de fusion n'entraîne pas de conséquences néfastes pour les droits et intérêts des actionnaires minoritaires, surtout que le minoritaire n'a pas prouvé que les risques liés à certaines écritures comptables retenues par les commissaires à la fusion seraient de nature à constituer des conséquences négatives pour les actionnaires minoritaires de la

¹ _ D. Martin, B. Kanovitch et F. Haas, Public M&A – Offres publiques, RTDF 2014/2, p.131.

² _ AMF Sanction, Affaire Icade/Silic, 2014.

³ _ D. Martin, B. Kanovitch et F. Haas, Public M&A – Offres publiques, *art. cit.* p.131.

société Silic, justifiant dans cette hypothèse la mise en œuvre d'une procédure une offre publique de retrait.

La Cour valide ainsi pour la première fois une décision de l'AMF et son démarche de « l'appréciation du caractère équitable ou non d'une fusion en cas d'offre publique de retrait, accordée sur le fondement de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF »¹. En effet, la Cour a clairement approuvé l'approche décisionnaire de l'AMF en la matière, en retenant dans cette affaire les mêmes considérations élaborées dans les précédents examens de dispense d'offre de retrait : l'évolution de l'activité des deux sociétés, leurs statuts, la liquidité de leurs titres et leurs politiques de dividendes², le bénéfice pour les deux sociétés du régime fiscal « SIIC »³ ou encore l'équité du rapport d'échange dans la fusion⁴.

S'agissant de la contrepartie de l'opération, l'AMF exige que les minoritaires soient toujours « dédommagés » sous la forme numéraire, et exclut toute forme de remise de titres. Juridiquement, on constate que le législateur a assimilé le retrait obligatoire à une opération *sui generis*, qui ne présente pas les caractères d'une offre publique. Il ne s'agit pas donc d'une acceptation forcée d'une offre, mais d'un transfert obligatoire de titres qui donne lieu au profit des minoritaires à une indemnisation et non pas d'un prix offert⁵. Un auteur affirme que « le retrait obligatoire n'ayant pas la nature juridique d'une offre publique forcée, pas plus sous forme d'OPE que d'OPA »⁶.

Il ressort alors l'étendue du contrôle de l'AMF concernant le retrait obligatoire, qui se marque notamment par l'acceptation du retrait suite à un projet de fusion malgré le fait que les textes ne prévoient que le cas du projet d'offre publique de retrait. C'est une vraie diligence de la part de l'autorité. Cette solution se situe dans une politique de renforcement de la transparence et la sécurité des marchés financiers.

Après l'étude du contrôle antérieur de l'AMF aux opérations financières (première partie), il reste à élaborer son contrôle postérieur (deuxième partie).

¹ _ Orphée Grosjean, La cour d'appel de Paris confirme la pratique de l'AMF en matière d'O.P.R., Bulletin Joly Bourse, n°11 p.324, 2015, p.4.

² _ AMF, D&I n° 212C0605, 11 mai 2012.

³ _ AMF, D&I n° 213C1472, 2 oct. 2013.

⁴ _ AMF, D&I n° 209C0678, 15 mai 2009.

⁵ _ Olivier Douveller, La cour d'appel de Paris confirme la pratique de l'AMF en matière d'O.P.R., *art. cit.* n°12.

⁶ _ A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, *op. cit.* n°2803 et suivant.

Deuxième partie :

Contrôle postérieur de l'AMF des opérations financières : la protection du droit de négociation sur les marchés

La nécessité de l'organisation du marché, ou encore de la réglementation des activités sur les marchés financiers incite la Loi à revenir sur « les éléments considérés comme nécessaires pour que le marché en cause fonctionne de façon optimale »¹.

On peut alors affirmer que l'efficacité du marché repose essentiellement sur sa capacité à assurer un environnement attractif des investisseurs, sans lesquels évidemment, il n'y a aucun marché². C'est le principe de la libre négociation des investisseurs sur les marchés. Dans cette optique, l'autorité de marché est tenue de respecter ce principe fondamental qui gouverne l'activité des marchés, en intervenant par le biais de son contrôle a posteriori des opérations réalisées par les acteurs de marché. Cette solution vise d'une part à permettre la libre négociation et spéculation sur les marchés, et d'autre part à protéger ce droit.

Pour cette finalité, le régime financier doit s'assurer que les investisseurs ont eu l'occasion et la capacité de se disposer d'une connaissance suffisante du système et des opérations qui les intéressent afin d'être aptes à décider sur ces opérations en toute connaissance de cause. En plus, l'autorité financière est tenue d'assurer la transparence et la sérénité du marché. Dans cette perspective, elle s'efforce à lutter contre toute manœuvre³ visant à ébranler les cours ou l'information due au marché, mais également à éviter toute utilisation d'informations non publiques susceptibles d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers.

Afin de respecter ces exigences, l'AMF doit être en mesure d'intervenir postérieurement au cours d'une partie des opérations financières. Il en résulte à l'évidence l'étude du contrôle de l'AMF à l'information continue (Chapitre 1), avant d'envisager le contrôle de l'autorité quant aux abus de marché (Chapitre 2).

¹ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1410.

² _ Abd AL-Sattar Abd Al-Hamid Salma, *Muhadarat fi ttahlil Al-Iqtisadi Al-Kulli*, Dar Al-Nahda Annahda Al-arabya, 2004, p.129.

³ _ A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°757.

Chapitre 1 : Contrôle de l'AMF sur l'information continue

L'admission des titres à la négociation sur un marché réglementé doit être conforme aux dispositions réglementaires applicables, notamment relatives à l'information financière. Les dispositions concernées imposent à la charge de l'émetteur des obligations qui se situent dans une politique de protection du marché financier et de préservation des droits des investisseurs¹. En effet, les émetteurs doivent « communiquer au marché tous les éléments susceptibles d'affecter le cours de leurs titres »².

Parmi ces obligations, il ressort à l'évidence l'obligation d'information continue. Elle est prévue à l'article 42 de loi des marchés financiers libanais, ainsi qu'à l'article 211-1 du R.G. de l'AMF française. Cette dernière, à l'opposé de l'article libanais, a énuméré les diverses informations que les textes imposent sur les émetteurs. Notamment, elle fait le point, outre les rapports annuels, semestriels et trimestriels, sur le communiqué informant sur les honoraires du commissaire aux comptes, le communiqué précisant les modalités de mise à disposition du prospectus ainsi que l'information privilégiée³.

D'où émerge l'importance du contrôle de l'AMF sur ces informations. Il convient d'exposer ce contrôle exercé sur l'information périodique qui porte sur les états financiers de la société présentés à échéances régulières (Section 1), ainsi que sur l'information permanente qui porte sur certains événements importants dans la vie de ces émetteurs et qui ont une influence sur le cours des titres émis (Section 2).

¹ V. Ahmad Abul-Futuh An-Naka, La théorie de la monnaie et des marchés financiers, Alexandrie, Maktabat Al-Ishaa Al-Fannya, 2001.

² A. D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°638.

³ V. A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°283.

Section 1 : Contrôle sur l'information périodique

Il existe plusieurs variétés de communiqués objet de publication. La multiplication de ces communiqués s'analyse par la nécessité d'élargir le champ de la connaissance des investisseurs sur tous les éléments susceptibles d'affecter le cours des titres. En effet, la publication des informations périodiques se situe dans ce contexte¹.

Certains auteurs estiment qu'il convient d'accorder aujourd'hui la plus grande attention à ce type d'information, parce qu'elle est le siège de nouvelles obligations d'information auxquelles il faut se familiariser². En effet, cette démarche est expliquée par le fait que l'information périodique est extrêmement récurrente et revient systématiquement, certes sous différents procédés, à intervalles courts, et qu'elle participe le plus essentiellement à l'information actualisée, et donc indispensable au public des épargnants.

Pour cela, il est évident de discerner le contrôle de l'AMF sur les rapports financiers (§ 1), avant de discerner les modalités du contrôle exercé dans ce contexte (§ 2).

§ 1_ Contrôle sur les rapports financiers

Concernant l'information périodique, les émetteurs sont tenus de communiquer un rapport financier annuel (A), un rapport financier semestriel (B) ainsi que d'autres informations (C).

¹ _ V. Mohammad Saleh AL-Hinnawy, les fondements de l'investissement dans la bourse, Alexandrie, Ad-Dar Al-Jamiiya Lin-Nachr wat-Tawzii, 2^e édition, 1997 ; Louis-Nicolas Ricard, Actualisation de la doctrine de l'AMF sur l'information périodique des sociétés cotées, Revue Droit bancaire et financier, 1/2019, n°2, p.6.

² _ Christophe de Watrignant, L'information financière réglementée à l'heure de la communication électronique, Revue de droit bancaire et financier n°4, juillet 2008, n°2 partie a.

A_ Contrôle sur le rapport financier annuel

Il convient de rappeler que les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé sont tenues d'établir et de déposer auprès de l'AMF un rapport financier annuel dans les quatre mois qui suivent la clôture de leur exercice. Le contenu de ce rapport financier est détaillé à l'article 222-3 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers¹.

Ce document doit contenir les comptes annuels, les comptes consolidés s'ils existent, un rapport de gestion, le rapport des contrôleurs légaux. Ce rapport comprend aussi une très importante publication : c'est la déclaration des personnes physiques selon laquelle ils assument la responsabilité de ce rapport et attestent que les comptes respectent les exigences des normes comptables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière de l'émetteur et des entreprises comprises dans la consolidation.

Les mentions du rapport financier annuel ne se limitent pas à celles prévues au-delà. En effet, le règlement (CE) n°1606/2002 du 19 juillet 2002² a énoncé plusieurs normes dites IAS/IFRS qui s'ajoutent à l'application des dispositions légales et réglementaires concernant la publication du rapport annuel.

Pour cela, l'AMF a eu l'occasion d'appliquer ces normes lors de ses contrôles menés sur les rapports annuels des sociétés. Ces normes se présentent alors comme des exigences que les sociétés sont tenues de respecter lors de la publication du rapport annuel³. Exposons alors quelques normes importantes du règlement.

Parmi ces normes, était mise en cause l'application de la norme comptable internationale 17 (IAS 17) relative aux contrats de location. Cette norme vise à équiper le preneur et le bailleur des principes comptables appropriés et des informations à communiquer lors d'un contrat de location-financement et de location simple. En évitant l'examen des éléments techniques, il faut souligner que la norme exige une présentation détaillée et claire des éléments du contrat de location simple dans le rapport annuel, comprenant notamment des montants chiffrés. Donc, si le rapport annuel établi par l'émetteur en

¹ _ Pas de disposition similaire en droit libanais, mais reste applicable l'article 15- 3° de la loi des marchés financiers, qui porte sur l'obligation de l'émetteur de respecter les dispositions qui concernent la publication de toutes les informations requises.

² _ Voir le règlement (CE) n°1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008 portant adoption de certaines normes comptables internationales conformément au règlement (CE) n°1606/2002 du Parlement européen et du Conseil.

³ _ T. Granier, La récupération des normes comptables internationales privées par les autorités publiques communautaires et nationales, Revue de la recherche juridique - Droit Prospectif, n°25, 2011, 2297.

cause ne contenait, concernant le contrat de location, que des renseignements généraux ou peu significatifs, l'AMF est en mesure de juger ce rapport non-conforme à la norme comptable IAS 17 et surtout « d'entraîner le caractère incomplet des données financières durant la période d'exercice »¹.

Aussi, si l'émetteur n'a pas respecté les mentions prévues par la norme IAS 24 concernant l'information relative aux parties liées, le rapport annuel sera déclaré non-conforme. L'objectif de cette norme est de porter à la connaissance des investisseurs-lecteurs des états financiers l'influence de l'existence des parties liées et plus précisément de leurs transactions avec l'émetteur sur la position financière de celui-ci².

Et alors, toute carence dans le renseignement sur la situation relative à la partie liée, ou encore toute inexactitude en matière de chiffres peut être assimilée à une violation de la norme IAS 24, ainsi que les informations publiées dans le rapport annuel peuvent être qualifiées comme incomplètes et inexactes³.

Une question se pose dans le contexte du manquement de l'émetteur aux exigences de publication du rapport financier annuel, de savoir s'il s'agit d'une omission par maladresse ou d'une intention délibérée afin de masquer certaines informations, ce qui peut engager la responsabilité de l'émetteur. En l'espèce, des défenseurs, qui ont manqué aux exigences du rapport annuel, ont allégué des défaillances des mécanismes de contrôle aussi bien en interne qu'auprès d'intervenants extérieurs pour s'exonérer de cette responsabilité⁴. En outre, l'AMF a rejeté ces prétextes et a logiquement rappelé qu'il ne s'agissait pas de causes d'exonération de la responsabilité des acteurs.

Ainsi, l'émetteur qui ne respecte pas les dispositions légales et réglementaires régissant le rapport financier annuel peut voir sa responsabilité engagée. Néanmoins, l'autorité régulatrice est invitée à appliquer le principe de proportionnalité de la peine. Elle a relevé dans une affaire que des manquements étaient d'une gravité relative, et elle a bien apprécié la rectification de la société de sa position en corrigeant les défauts d'information par la publication complémentaire des renseignements qui auraient dû être fournis⁵. Pour autant, l'autorité de marché a retenu la responsabilité du dirigeant de la société en application des dispositions qui répriment les carences en matière d'informations financières, même si elles ont une portée relative. Il faut d'ailleurs

¹ _ AMF Sanct., 29 juin 2012 Sté Bricorama SA, MM. Jean-Claude bourrelier, A, B et cabinet X.

² _ Thierry Granier, les responsabilités de l'émetteur, des dirigeants et du commissaire aux comptes en cas de défaillance dans l'information financière, Bulletin Joly Bourse n°10 oct. 2012, p.2 n°3.

³ _ AMF, Sanct. 29 juin 2012 Sté Bricorama SA, MM. Jean-Claude bourrelier, A, B et cabinet X.

⁴ _ AMF, Sanct. 29 juin 2012 Sté Bricorama SA, MM. Jean-Claude bourrelier, A, B et cabinet X.

⁵ _ AMF, Sanct. 1^{er} avr. 2010, Société X et MM. A, B et C ; V. Sanct. AMF, 4 nov. 2010, M. A.

souligner que « le caractère seulement incomplet de l'information est parfois suffisant pour caractériser le manquement du dirigeant »¹.

B_ Contrôle sur le rapport financier semestriel

À l'instar du rapport financier annuel, la loi impose aux émetteurs dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé de publier et de présenter à l'AMF un rapport financier semestriel dans les deux mois qui suivent la fin du premier semestre de leur activité².

L'autorité s'assure alors que ce rapport respecte les mentions prévues aux dispositions légales et réglementaires. En effet, l'article 225-5 du règlement général de l'AMF française a énuméré les éléments des comptes semestriels qui, à côté des éléments traditionnels que sont le bilan, le compte de résultat, des tableaux décrivant les variations de capitaux et les flux de trésorerie, doivent contenir des éléments « visant à assurer la comparabilité comme, par exemple, le bilan à la fin de la période intermédiaire concernée et le bilan à la date de clôture de l'exercice précédent ». Elle vérifie aussi que le rapport comporte des comptes condensés pour le semestre écoulé, présentés sous forme consolidée le cas échéant³.

En sus, l'autorité oblige l'émetteur d'établir un rapport qui repose sur l'analyse des données relatives au chiffre d'affaires et aux résultats de la société au cours du semestre écoulé, et la description de son exercice dans cette période ainsi que son évolution prévisible et les événements importants survenus au cours du semestre écoulé. À noter que les commissaires aux comptes travaillent à vérifier l'intégrité des informations contenues dans le rapport semestriel⁴.

L'AMF veille en plus sur la présence, comme pour le rapport financier annuel, d'une déclaration des personnes assumant la responsabilité du rapport financier semestriel et le rapport des contrôleurs légaux sur l'examen des comptes limités pour la période⁵.

Reste une interrogation présentée par certains professionnels quant à la possibilité d'incorporer dans un prospectus en cas d'appel public à l'épargne un rapport financier

¹ _ AMF, Sanct. 20 mai 2010 : BJB sept. 2010, p. 379, n° 50, note C. Cardon et L. Faugérolas.

² _ Article 15- 3° de la loi des marchés financiers libanais ; Article L. 451-1-2 III C. mon. Fin.

³ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°287.

⁴ _ A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°640.

⁵ _ *Ibidem.*

semestriel (ou annuel). La réponse est affirmative, les émetteurs disposent de la faculté d'incorporer les rapports financiers annuels et semestriels, ainsi que le communiqué manifestant l'information financière trimestrielle dans leur prospectus si elles le souhaitent. Ces documents doivent être déposés à l'AMF au moment de leur diffusion auprès du public¹.

Cette solution se base sur l'article 212-11 du règlement général qui énonce que le prospectus peut incorporer des informations par référence à un ou plusieurs documents mentionnés à l'article 28 du règlement (CE) n° 809/2004 du 29 avril 2004², diffusés antérieurement ou simultanément, et déposés auprès de l'AMF. Dans ce cas, ce dernier article a vocation à s'appliquer sur les rapports financiers susvisés.

Cette possibilité reflète une souplesse remarquable par l'AMF dans son exercice, ayant pour finalité de faciliter la tâche des émetteurs lorsqu'aucune dérogation aux dispositions réglementaires n'est occulte en pratique. Ce qui marque l'étendue et la finesse du contrôle exercé par l'AMF pendant toutes les phases de l'activité des investisseurs.

C_ Contrôle sur des informations spécifiques

L'article 222-8 du règlement général de l'AMF française³ a imposé à l'émetteur dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, l'élaboration et la publication de certaines informations autres que les rapports financiers. En effet, cet émetteur doit, dans les quatre mois qui suivent la clôture de son exercice, publier un communiqué déterminant le montant des honoraires versés à chacun des commissaires aux comptes chargés de contrôler leurs comptes.

À ce titre, l'autorité financière doit mener son contrôle en s'assurant que les émetteurs ont précisé les honoraires versés aux professionnels membres du réseau de la société dans laquelle les contrôleurs légaux ont été désignés comme des prestataires de conseil en matière juridique, fiscale ou comptable⁴. Elle vérifie aussi que le rapport du président du conseil d'administration relatif aux conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil d'administration ainsi qu'aux procédures de contrôle interne a été

¹ _ Christophe de Watrignat, L'information financière réglementée, Revue de Droit bancaire et financier n°4, juillet 2008, p.3, n°2.

² _ Comm. UE, règl. (CE) n° 809/2004, 29 avr. 2004 : JOUE n° L 149, 30 avr. 2004, p.1.

³ _ Pas de disposition similaire en droit libanais.

⁴ _ V. A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°643.

publié par les sociétés anonymes cotées¹. Ces informations doivent en plus être mises en ligne sur le site de l'émetteur².

Ces mentions ont pour conséquence de renforcer la diligence du public et la transparence du marché, puisqu'elles peuvent entraîner une grande importance dans l'analyse du comportement du public vis-à-vis de l'émetteur.

§ 2_ Modalités du contrôle exercé par l'AMF sur l'information périodique

L'AMF notifie avant chaque clôture annuelle les sociétés cotées, y compris leurs comités d'audit, et leurs commissaires aux comptes des éléments comptables et financiers qui paraissent importants sur les cours de ses titres³.

Techniquement, le contrôle mené se fait par voie de sondage. En France, à la fin de l'année 2018, le sondage a porté sur 80 émetteurs⁴. À cette occasion, ils s'étendent pour incorporer des aspects comptables pendant l'année précédente (oct. 2017 et sept. 2018). Ces émetteurs ont été quasiment sélectionnés sur un critère de risques (par exemple les opérations de marchés majeures), et un nombre plus faible sur le critère de rotation et enfin un petit nombre de manière aléatoire. L'AMF a procédé suivant la grande majorité (76 %) des sondages à l'émission de recommandations et de points d'amélioration adressés à la société.

L'AMF délivre des recommandations et des rappels de recommandations existantes. Elles portent sur de nombreux critères classiques de l'information financière (information pro-forma, lisibilité et pertinence des informations). L'autorité de marché a affirmé qu'elle dispose de la compétence de demander à toute société une copie du rapport des commissaires aux comptes au comité d'audit, comme la loi le lui autorise, dans le but d'éclairer utilement sa compréhension des situations financières. Elle indique qu'elle n'hésite pas à demander ce rapport, lorsque cela lui paraît utile lors de ses revues.

¹ Article L. 225-37 et L. 225-235 Code de Commerce français.

² A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°288.

³ Pierre Henri Conac, *Priorités de l'AMF en matière d'application des normes comptables pour les comptes de l'année 2018*, *Revue des sociétés* 2019 p.72, n°1.

⁴ Ces données (et les suivantes) sont issues de la Recommandation AMF, 2018-12, *Rapport financier annuel, États financiers 2018 et travaux de revues des états financiers 2016-2017*.

La question des informations sociales et environnementales a également attiré l'attention de l'AMF, ce qui n'est pas étonnant dans le contexte de l'adoption de la loi PACTE. L'AMF rappelle que « certaines sociétés ont réalisé un effort de hiérarchisation de leurs enjeux de développement durable au regard de leurs priorités stratégiques et des attentes des parties prenantes »¹. L'AMF a bien encouragé cette pratique en estimant qu'elle reflète le progrès technique de la société, ainsi qu'elle permet de « rendre l'information plus pertinente et, en ce sens, à une élaboration des explications plus circonstanciée »².

L'AMF impose aussi aux entreprises qui utilisent des indicateurs quantitatifs de les exposer clairement, d'en expliquer les modalités de calcul retenues et de les utiliser (dans la mesure où ces indicateurs sont nécessaires au fonctionnement de la société) de manière stable d'un exercice à l'autre, en favorisant les indicateurs plus significatifs au regard de leur activité³.

Eu regard au fait que la mission de l'AMF ne se contente pas à sanctionner ceux qui n'ont pas correctement exécuté leurs obligations d'information, elle doit, en amont, vérifier que les émetteurs aient respecté les mentions prévues par les dispositions législatives et réglementaires. Pour cela, la loi a confié à l'AMF le droit de demander un complément d'informations utiles (A), de mener des injonctions visant à rectifier ou compléter les informations publiées (B), ainsi que de veiller sur les modalités techniques de diffusion (C).

A_ Complément d'informations utiles

Afin de veiller au respect des dispositions législatives et réglementaires relatives à la publication des informations périodiques, l'autorité boursière est en mesure de demander des émetteurs, des personnes qui les contrôlent ou qui sont contrôlées par eux et de leurs commissaires aux comptes qu'ils fournissent tous documents et informations considérés utiles au contrôle de l'autorité⁴.

La question se pose à cet égard si l'émetteur peut ou non refuser de communiquer la donnée exigée par l'AMF pour lui permettre de contrôler l'information publiée au motif

¹ *Ibidem.*

² Pierre-Henri Conac, Priorités de l'AMF en matière d'application des normes comptables pour les comptes de l'année 2018, *art. cit.* n°3.

³ *Ibidem.*

⁴ Article 15-c de la Loi Libanaise 2011/161.

qu'elle n'est pas utile à sa mission de contrôle. Autrement dit, qui est en droit d'apprécier l'information utile ?

On peut dire que l'émetteur est en mesure de refuser de partager une telle information demandée par l'AMF, au motif qu'elle n'est pas utile à sa mission de contrôle ou qu'elle n'est pas liée aux états financiers concernés¹. En effet, on estime que la notion d'information utile ne peut être sous la seule appréciation de l'AMF. Pour cela, l'émetteur apprécie la notion d'information utile, mais sous le contrôle du juge judiciaire.

En effet, la libre appréciation conférée à l'émetteur n'interdit pas de préciser qu'il risque de voir sa responsabilité engagée si l'information demandée par l'autorité est jugée utile par le juge². À défaut de coopération de l'émetteur, l'AMF est en mesure de considérer que l'information révélée au marché n'était pas exacte, précise et sincère et donc entamer à l'égard de l'émetteur une procédure de sanction, ce qui marque néanmoins une grande marge de manœuvre tenue par l'autorité boursière.

Il est alors indiscutable que la communication de l'émetteur du document demandé par l'AMF relève de son avantage, surtout que l'AMF ne demande ce document que s'il porte une certaine nécessité. Donc, la collaboration entre l'autorité et le public est indispensable dans la continuité du marché, et porte certes l'avantage pour l'émetteur de n'avoir sa responsabilité engagée.

B_ Injonctions de l'AMF

Lorsqu'elle estime que les informations publiées par l'émetteur comportent des inexactitudes ou ne sont pas complètes, l'AMF peut imposer à l'émetteur de procéder à des publications rectificatives ou complémentaires³. Si l'émetteur n'a pas complété ou rectifié ses publications, elle est en mesure, après avoir entendu l'émetteur, de procéder elle-même à ces publications rectificatives ou complémentaires⁴. À cet égard, elle informe le public des observations nécessaires à présenter à l'encontre de l'émetteur ou des informations qu'elle estime nécessaires.

¹ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1439.

² _ *Ibidem*.

³ _ A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°185.

⁴ _ Art. L. 612-18 Code Monétaire et Financier.

Concernant la procédure contradictoire, il faut distinguer le cas de publication des informations rectificatives par l'AMF du cas de publication des informations qu'elle estime nécessaires.

Dans le premier cas, l'AMF est obligé « d'entendre l'émetteur avant de procéder à la publication d'informations rectificatives ayant fait l'objet d'injonction »¹. Cette obligation marque une grande importance puisque le recours de l'AMF à la publication peut entraîner des dommages à l'émetteur, notamment dans la mesure où il considère qu'il est en droit de conserver les informations secrètes. Alors que concernant le second cas, l'AMF est en mesure de publier toute information qu'elle estime nécessaire « sans être tenue de mener une audition préalable de l'émetteur »². Néanmoins, ces informations doivent être susceptibles d'avoir une influence sur le cours des titres. Pour cela, elle s'exonère de la procédure contradictoire afin de garantir l'efficacité de l'action de l'AMF et d'éviter la perte du temps³.

En sus de ce pouvoir spécial, l'autorité financière est dotée du pouvoir de demander aux émetteurs, dans des délais appropriés, des informations qu'elle juge importantes à « la protection et au bon fonctionnement du cours de marché »⁴. Si l'intéressé n'obéit pas à l'injonction, l'AMF est en mesure de procéder elle-même à la publication de ce type d'informations.

En effet ce pouvoir d'injonction diffère du précédent par le fait qu'il s'étend aux personnes agissant au nom et pour le compte de l'émetteur ayant communiqué une information privilégiée à un tiers, ainsi qu'à toute personne en vue de préparer pour son compte une opération susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours d'un instrument financier et aux personnes ayant révélées leur intention lorsque ces dernières ne sont plus conformes à leurs déclarations initiales. Cette grande marge d'appréciation confiée à l'AMF marque l'importance et l'efficacité de son contrôle exercé surtout concernant la protection et le bon fonctionnement du cours de marché.

Concernant l'information objet de l'injonction administrative, l'AMF a droit d'évaluer l'utilité de l'information. Cette large appréciation a été critiquée par certains auteurs, qui estiment qu'il ressort de la compétence du juge saisi de la décision individuelle de vérifier à la fois la légalité de la mesure et aussi l'utilité de l'information demandée par l'AMF pour que le recours établi par l'émetteur soit effectif⁵. Néanmoins, selon notre avis, on

¹ _ Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *op. cit.* n°284 et s.

² _ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1441.

³ _ Th. Bonneau et F. Drummond, *Droit des marchés financiers*, *op. cit.* n°284 .

⁴ _ Art 15, c, 3^e du R. G. de l'AMF libanaise ; Art. 223-2 à 223-8 du R. G. de l'AMF française.

⁵ _ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1443 ; A.D. Merville, *Droit financier*, *op. cit.* n°185.

approuve la compétence de l'autorité à juger l'utilité de l'information objet de l'injonction, l'autorité étant l'organe le plus qualifié à juger cette utilité, s'agissant d'une décision individuelle qui peut être contrôlée par le juge du fond.

Il faut noter que la procédure intentée par l'AMF relative à la publication des informations considérées utiles à la protection et au bon fonctionnement du marché n'est pas contradictoire. L'absence de la procédure contradictoire se situe dans un contexte où l'injonction ne signifie pas une sanction, elle vise essentiellement à organiser et faciliter l'accès des investisseurs à l'information susvisée. Cette décision a fait l'objet de critiques par les auteurs¹, dans la mesure où la publication menée par l'autorité boursière sans procéder à entendre l'intéressé peut causer un préjudice remarquable. Il aurait donc été certainement plus opportun, à notre avis, de doter l'intéressé du droit de s'exprimer avant de publier l'information en cause.

Il reste finalement à exposer le droit conféré à l'AMF de prononcer, après avoir entendu les explications de l'intéressé, la cessation des manquements aux mentions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires. L'autorité peut sanctionner aussi toute violation des règles professionnelles visant à la protection des investisseurs et du marché contre les opérations qui constituent un abus de marché.

Ce pouvoir d'injonction constitue un élément essentiel de la politique menée par l'AMF visant à renforcer et protéger la libre négociation sur les marchés. En effet, ce dispositif n'empêche pas l'initiative d'une opération financière, mais il assure la conformité de cette opération aux dispositions réglementaires applicables. Aussi, il empêche en luttant contre les manquements constituant des abus de marché que leurs répercussions néfastes prolifèrent et évitent de perturber le cours du marché². Il investit l'AMF du pouvoir d'obliger tout émetteur de rectifier les éléments informationnels relatifs aux données publiées auprès du marché, d'éliminer des documents ou de les rétracter lorsque ces derniers sont susceptibles de porter atteinte au bon fonctionnement du marché. À noter que cette procédure est contradictoire³. L'autorité doit assurer à l'intéressé tous les moyens nécessaires à présenter ses explications avant d'ordonner la fin de ces manquements, ce qui présente un intérêt non-négligeable.

¹ C. Ducouleux-Favard, Note sur la décision du CA Paris, 15 janvier 1993, RTDF 1993, n°273.

² V. Bull. COB n°313, mai 1997, p. 9.

³ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1445 ; A.D. Merville, Droit financier, *op. cit.* n°185.

C_ Contrôle sur les modalités techniques de diffusion

Afin de communiquer techniquement l'information réglementée, les sociétés cotées disposent d'une option: elles peuvent procéder à la publication soit par l'intermédiaire d'un diffuseur professionnel, soit directement aux différents sites internet, agences de presse et autres systèmes d'information en temps réel, lorsqu'elles disposent pour cela des moyens nécessaires¹.

Concernant la première hypothèse, l'émetteur ici souhaite s'affranchir personnellement des exigences de la diffusion, ou n'estime pas disposer des moyens nécessaires ou suffisants pour procéder seul, et surtout convenablement, à la diffusion et au dépôt de son communiqué. Dans ce cas, la diffusion adéquate et intégrale de l'information réglementée peut être effectuée par l'intermédiaire d'un diffuseur professionnel désigné par l'émetteur. Il faut préciser que les sociétés cotées ayant recours aux services d'un diffuseur professionnel bénéficieront alors d'une présomption de diffusion², ce qui constitue un grand avantage au bénéfice de l'émetteur. Le diffuseur professionnel est alors tenu de déposer auprès de l'AMF les documents à diffuser, et l'émetteur se trouvera ainsi libéré de cette obligation.

L'autorité de marché s'efforce dans ce cas à veiller sur le travail du diffuseur professionnel. À l'évidence, elle publie sur son site internet une liste de diffuseurs professionnels. Elle fait le point sur la disposition du diffuseur d'un outil en conformité avec les dispositions réglementaires, en respectant les modalités de dépôt par le diffuseur de l'information réglementée. Elle vérifie aussi « qu'il a chaque année procédé à un audit de ses systèmes d'information et de son organisation »³.

Afin d'aider les sociétés cotées et leurs diffuseurs à mieux transmettre l'information réglementée, l'AMF publie sur son site d'internet des tables de correspondance entre la définition de l'information réglementée et la typologie que doivent respecter les diffuseurs pour le dépôt de l'information auprès d'elle⁴.

Concernant la deuxième hypothèse, l'émetteur procède lui-même à diffuser, et par ses propres outils, l'information réglementée, sans recourir aux services d'un diffuseur

¹ _ Christophe de Watrigant, l'information financière réglementée à l'heure de la communication électronique, Revue de Droit bancaire et financier n° 4, juillet 2008, étude 16, n°5 p.6.

² _ Conformément aux dispositions de l'article 221-4, IV du Règlement général de l'AMF française.

³ _ Christophe de Watrigant, l'information financière réglementée à l'heure de la communication électronique, *art.cit.* n°5 p.6.

⁴ _ *Ibidem* n°5 p.7.

professionnel. Cette solution reste une faculté au bénéfice de l'émetteur, et les sociétés cotées ne sont pas tenues absolument de passer par un diffuseur professionnel.

Il ressort trois conditions à satisfaire pour qu'un émetteur soit en mesure de procéder lui-même à la transmission directe de l'information sur le marché¹:

- (i) la société cotée doit avoir la possibilité effectivement de diffuser elle-même l'information réglementée par voie électronique sans avoir à se recourir systématiquement aux services d'un diffuseur professionnel ;
- (ii) la communication financière, plus traditionnelle, par voie de presse écrite ne manifeste pas une obligation systématiquement imposée avec la diffusion par voie électronique ;
- (iii) la société doit jouir d'une vraie latitude dans ce domaine, et doit avoir la capacité de sélectionner les informations faisant l'objet d'une communication par voie de presse écrite.

Par essence, les sociétés cotées sont tenues de respecter plusieurs exigences dans cette hypothèse, qu'il convient à l'autorité de contrôler. En particulier, les sociétés doivent dans ce cas être en mesure de prouver, à tout moment, que l'information réglementée a effectivement été diffusée, et ce en conformité aux modalités édictées par l'AMF². Les missions de ces sociétés se rapportent à l'obligation de vérifier la réalité de la diffusion. En effet, elles sont tenues de veiller sur la reprise des informations en texte intégral.

De plus, sur demande de l'AMF, ces sociétés doivent disposer des mécanismes ayant pour objet d'assurer la diffusion, et donc la préservation des informations concernées, telles que le détail des mesures de sécurité, l'heure et la date auxquelles les informations ont été transmises aux médias, le moyen par lequel les informations ont été transmises, etc. À noter que l'AMF, dans un souci d'harmonisation, a établi et publié un guide dirigé aux émetteurs pour « typer », autant que possible, l'information réglementée à diffuser³.

Il apparaît donc que la première hypothèse est plus sécurisée pour l'émetteur que la deuxième, mais elle est plus coûteuse. Certes, l'émetteur qui désigne un diffuseur professionnel pour la diffusion de l'information auprès du public profite d'une présomption de diffusion, et évite ainsi d'avoir sa responsabilité engagée ; néanmoins, le respect des conditions dans la deuxième hypothèse n'est pas aisé, et ces dernières ne

¹ _ Nous avons déduits ces conditions en analysant le communiqué de l'AMF, 30 nov. 2007 et l'article du Christophe de Watrigant, *Ibidem*.

² _ *Ibidem* n°5 p.8.

³ _ AMF, dir. des émetteurs, Guide relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion (version du 28 novembre 2007) : www.amf.org.

pouvant être réunies qu'avec les professionnels qui opèrent sur le marché. Pour cela, on estime que la désignation d'un diffuseur professionnel est fortement conseillée pour les émetteurs ordinaires, étant fait de la complexité des modalités de diffusion de l'information et de la diversité des exigences retenues par les textes et veillées par l'AMF.

Finalement, afin de faciliter l'accès permanent à l'information financière, et pour répondre aux questions formulées lors de la consultation, l'AMF a décidé de créer sur son propre site un portail permettant d'accéder par un lien internet au site de chacune des sociétés cotées¹.

A côté de l'information périodique (Section 1), il existe l'information permanente (Section 2), qui mérite une attention voire son importance et sa fréquence sur le marché.

Section 2_ Contrôle sur les informations permanentes

L'admission aux négociations des titres financiers sur un marché réglementé impose aux émetteurs de nombreuses obligations, qui se rapportent notamment à la publication des informations auprès du public, de façon continue et permanente². Évidemment, toute information ne fait pas l'objet de publication. On constate de l'ensemble des informations publiées de façon permanente et régies par les textes législatifs et réglementaires, que l'information à publier doit être susceptible d'avoir une incidence sur le cours de marché.

La loi libanaise 2001/161 ainsi que le code monétaire et financier, le règlement de l'autorité financière française ont déterminé les informations objet de publication permanente. Il convient alors d'exposer le rôle de l'AMF vis-à-vis de ces informations. Parmi elles, l'information privilégiée occupe une place primordiale et génère des conflits en pratique (§ 1). En plus, le contrôle de l'AMF aux questions de franchissement de seuil (§ 2), des opérations de dirigeants sur les titres de la société (§ 3), et de la liste d'initiés (§ 4) mérite une attention spécifique.

¹ _ Christophe de Watrignat, l'information financière réglementée à l'heure de la communication électronique, *art.cit.* n°6 p.9.

² _ V. Mohammad Al-Banna, les marchés monétaires et financiers : les bases théoriques et pratiques, Maktabat Zahraa Ash-Shark, 1996.

§ 1_ Concernant l'information privilégiée

La matière est fortement réglementée par les dispositions législatives et réglementaires. Au Liban, la loi 2011/160¹ a régi l'information privilégiée sur les marchés financiers en parallèle de la loi 2011/161², ainsi que la directive « Abus de marché »³ ayant vocation à être utilisée dans ce contexte. Le contour de la réglementation se délimite autour de la détermination de l'information privilégiée et ses caractéristiques, l'obligation de diffusion de cette information ainsi que l'obligation d'abstention de l'utilisation des informations privilégiées dans des conditions spécifiques⁴.

En effet, l'information privilégiée est une information précise, relative à un ou plusieurs émetteurs d'instruments financiers ou à un ou plusieurs instruments financiers, qui serait susceptible d'avoir une influence sensible sur le cours des instruments financiers concernés si elle était rendue publique⁵. À cet égard, les émetteurs, qui sont les entités et les personnes morales dont les titres financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociations, doivent publier convenablement auprès du public toute information qui le concerne directement⁶.

Néanmoins, la matière suscite beaucoup de difficultés en pratique. En effet, les réflexions et les stratégies des opérateurs sur les marchés financiers sont alimentées par de multiples données, plus ou moins précises et fiables, ainsi que par des rumeurs dont les nouvelles technologies favorisent la diffusion et renforcent l'impact sur les cours des titres cotés⁷. À souligner que le droit des marchés financiers n'a pas écarté les rumeurs, plus ou moins fondées, mais celles-ci ne constituent pas des informations privilégiées⁸. Or, les rumeurs peuvent être qualifiées d'informations privilégiées suivant des cas déterminés et selon une analyse spécifique.

En essence, l'autorité boursière a eu l'occasion de déduire et de caractériser l'information privilégiée face aux rumeurs du marché. Elle a statué que l'information relative à la

¹ _ Loi 2011/160 du 17/8/2011 sur la prohibition de l'utilisation des informations privilégiées sur les marchés financiers.

² _ Loi libanaise sur les marchés financiers, précitée.

³ _ Directive 2003/6 du Parlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché qui a pour objectif d'assurer l'intégrité des marchés.

⁴ _ V. Olivia Dufour, Les pièges multiples de l'information privilégiée, les petites affiches, 10/2019, n° 212, p.4.

⁵ _ Art. 1 de la loi libanaise 2011/160 ; Art. 621 R.G. de l'AMF française.

⁶ _ Art. 43 de la loi libanaise 2011/161 ; Art.223-2 du R.G. de l'AMF française.

⁷ _ N. Rontchevsky, L'information du marché par les émetteurs, RJ com. nov 2003, p.103.

⁸ _ Sur la distinction entre rumeur et information privilégiée, v. not. F. Stasiak, L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée, Le Lamy Droit pénal des affaires 2019, n°1952

publication prochaine sur le blog d'un grand quotidien généraliste britannique d'un «rapport de marché», élaboré par un journaliste financier de grande notoriété, décelant une rumeur d'offre publique effectivement précise pour être crédible constitue une information privilégiée¹. En revanche, n'est pas privilégiée l'information relative à la prochaine publication, sur le site d'internet d'un grand quotidien financier britannique, d'un article relayant les contacts pris par une société concurrente d'un important groupe dans le secteur de la chimie en vue d'une prise de contrôle, dans un contexte où le marché avait déjà connaissance de l'attractivité de cette société à la suite d'une opération antérieure².

En vue de ces constatations ainsi que des dispositions législatives et réglementaires susvisées, on remarque qu'il existe quatre conditions à remplir, qui relèvent de la caractéristique de l'information, pour exiger la publication de l'information privilégiée à la charge de l'émetteur concerné :

1_ L'information doit être précise. Concrètement, l'autorité ne peut pas déduire cette condition. Elle procède à une analyse pragmatique des propos pour faire la preuve du caractère précis de l'information.

À titre d'exemple, l'AMF a décidé que la présence d'un projet d'offre publique peut être qualifiée une information privilégiée, parce qu'un accord de confidentialité a été conclu, des réunions ont été organisées et une lettre non engageante a été établie³. Cette constatation permet à l'AMF de déduire qu'une cession des titres avait été établie avec certitude, que le prix des titres avait été précisé et que l'image générale de l'ensemble de l'opération avait été dessinée⁴. Ainsi, l'autorité n'a pas hésité à affirmer qu'il n'était pas simplement question d'un « ragot » comme l'a soutenu une des parties poursuivies et, même si plusieurs détails techniques n'étaient pas réglés, il apparaissait que « le projet était suffisamment avancé pour avoir une chance de réussir »⁵. Eu regard de ces éléments, la commission des sanctions a pu considérer que l'information susvisée pouvait être jugée comme précise.

2_ L'information doit être susceptible d'avoir une influence remarquable sur le cours des instruments financiers. C'est dans ce contexte que l'autorité de marché a énoncé qu'une information révélant la préparation d'une offre publique est, par nature, susceptible

¹ _ AMF, 24 oct. 2018, n°11, X et a.

² _ *Ibidem*.

³ _ AMF, déc. 14 déc. 2018, n°15, Société Sofiro SARL et a.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ Thierry Granier, Preuve du manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée, Bulletin Joly Bourse n°2 p.31, 2019, p.2 n°1.

d'avoir une influence sur le cours du titre concerné¹. L'explication est que, dans les offres publiques, une prime est versée pour l'acquisition des titres, ce qui entraîne systématiquement une hausse du cours.

Ainsi, l'autorité a eu l'occasion de présenter une précision sur cette condition. Elle a décidé dans une affaire que soit privilégiée l'information relative à la publication à venir d'un rapport de marché d'un journaliste faisant état d'une rumeur de dépôt d'une offre au prix de 350€².

Cette solution est motivée par le fait que l'information en cause était susceptible d'être utilisée par un investisseur raisonnable afin de prendre sa décision d'investissement et, partant, d'engendrer une influence sensible sur le cours du titre Hermèssi elle avait été rendue publique. L'autorité a pu dans sa décision donner plus de précisions sur la notion « d'influence sur le cours »³, notamment en établissant le fait de l'utilisation de l'information par un investisseur sur le marché.

3_ L'information privilégiée ne doit pas porter atteinte à l'intérêt légitime de l'émetteur⁴. Ainsi, l'émetteur s'affranchit de l'obligation de publication de l'information privilégiée dans ce cas-là.

4_ L'information privilégiée ne doit pas être déjà publiée ou connue par le marché. Cette condition est importante pour écarter les informations déjà publiées ou portées à la connaissance du public. Par conséquent, un accord de confidentialité qui lie les intéressés constitue « un indice sur le caractère non public de l'information »⁵.

L'autorité a également eu l'occasion de préciser dans ce contexte, que même si l'information concernée a été annoncée sur les forums de discussion avant la publication formelle, celle-ci ne perd pas son caractère secret et reste alors une information privilégiée, à condition que ces forums ne comportent que des propos vagues et non fondés⁶. Elle a procédé à des appréciations subjectives qui ne relèvent aucune indication concernant l'offre publique et émanant de la société en cause. Dans cette optique, le caractère non public de l'information d'offre publique est retenu par la commission.

¹ _ E. Dezeuze, obs. sous AMF, déc. 11 janv. 2016, Bryan Garnier & Co, RTDF 2016, p.82.

² _ AMF, déc. 24 oct. 2018, n°11, X et a.

³ _ Nicolas Rontchevsky, De la rumeur de marché à l'information privilégiée, Bulletin Joly Bourse n°2 p.22, 2019, n°17.

⁴ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°289.

⁵ _ Thierry Granier, Preuve du manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée, *art. cit.* p.2 § I.

⁶ _ Décision de l'AMF 14 déc. 2018, n°15 déjà citée.

Dans le même contexte, l'autorité financière a décliné de qualifier d'information privilégiée une publication concernant une offre publique, car « le marché avait déjà anticipé l'opération, dont la nature exacte et surtout le prix n'étaient de surcroît pas précisés »¹.

Il faut noter que lorsque l'information est qualifiée de privilégiée, plusieurs obligations pèsent sur l'émetteur concerné lors de la publication. Ainsi, il est tenu de fournir au marché une information exacte, précise et sincère². Il doit aussi procéder à la diffusion de l'information privilégiée le plus rapidement possible afin d'informer le public de cette information et d'éviter la perturbation, les conflits et les manipulations sur le marché³.

On voit évidemment que l'AMF est tenue d'aménager un équilibre entre la qualification d'une rumeur et la qualification d'une information privilégiée, autrement dit, entre l'intérêt de l'émetteur et les droits du public. Cet exercice ne peut se faire que par une analyse pragmatique des données de l'information divulguée, et qui englobe le statut financier de l'émetteur, son interférence sur les titres d'autres émetteurs, l'heure de la divulgation de l'information etc. Ainsi que toutes les présomptions qui accompagnent ce processus. On n'hésite pas à relever la difficulté et la finesse du rôle rempli par l'autorité.

§ 2_ Concernant le cas de franchissement de seuil

La connaissance et la maîtrise de la géographie actionnariale a toujours été un sujet de préoccupation pour les dirigeants des sociétés cotées⁴. En effet, ces sociétés cotées détiennent un capital flottant significatif, autrement dit, un capital repart, dans une large proportion, entre des valeurs mobilières admises à la négociation sur un marché réglementé⁵. Pour cette raison, la position des actionnaires sur les titres financiers de l'émetteur constitue un facteur incontournable dans son existence. Il convient alors d'élaborer l'essence du mécanisme de franchissement du seuil (A), avant de s'immiscer dans le contrat d'*equity swap* (B).

¹ _ Nicolas Rontchevsky, De la rumeur de marché à l'information privilégiée, *art. cit.* n°21.

² _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°289.

³ _ *Ibidem.*

⁴ _ V. Frédéric Grillier, Franchissement de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables, RTDF, 12/2007, n° 4, p.20.

⁵ _ *Ibidem.*

A_ L'essence du franchissement du seuil

L'information financière a sans doute un grand objectif, qui consiste notamment à assurer l'efficacité des marchés. En effet, les marchés financiers ne peuvent pas fonctionner convenablement en eux-mêmes « en raison des asymétries d'information naturelles, qu'il convient de contrer en imposant une symétrie artificielle (obligations d'informations) »¹. Les déclarations de franchissements de seuils, qui constituent aussi une application de l'obligation d'information, participeraient donc, de manière plus spécifique, à cet objectif général.

Dans ce contexte, c'est l'article 45 de la loi libanaise 2001/161² qui a instauré l'obligation à la charge de toute entité juridique de déclarer le franchissement du seuil d'appropriation de 5% des actions ou des parts ayant un droit de vote dans une société. Auparavant l'article n'avait prévu que le seuil de 5%. En revanche, le droit français a connu une grande évolution en la matière.

En effet, l'article L. 233-7 du code de commerce impose à toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert, et qui vient à posséder un nombre de titres correspondant à une fraction de capital fixée par la loi déterminant un certain nombre de seuils³, d'en notifier la société dans un délai de 5 jours de bourse à compter du franchissement du seuil. Celle-ci doit également en informer l'AMF.

Or, une question très délicate a été posée sur la détermination des données à prendre en compte pour savoir s'il y a eu un franchissement de seuil. Elle est tellement délicate que le droit positif ne paraît pas totalement stabilisé à l'heure actuelle. La problématique suscitée est alors de savoir « quels titres il convient de prendre en considération au-delà des titres détenus directement par un investisseur »⁴. Convient-il alors d'incorporer dans les méthodes de calcul toutes les actions que cet investisseur avait eu possession en vertu d'un instrument financier ou d'un contrat financier ?

¹ _ Simon Gueguen, Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'*equity swap*, éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire, Bull. Joly Bourse, n°9, sept. 2013, L'introduction de l'article, n°2.

² _ Loi sur les marchés financiers, précitée.

³ _ Les seuils sont : 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50%, 2/3, 90%, 95%. À rappeler que Les seuils de 90 % et 95 % ouvrent la possibilité de déclencher une offre publique de retrait obligatoire : infra p.85.

⁴ _ Anne-Dominique Merville, Droit financier, *op. cit.* n°644.

En amont, l'article 13 de la directive Transparence¹ a consacré le principe de l'assimilation pour les instruments dérivés à dénouement physique. Selon ce principe, le nominal de ces instruments et les actions détenues « en dur » seront compilés dans le calcul des seuils à déclarer. Le détenteur de ce type d'instrument bénéficie, à l'échéance, du droit inconditionnel d'acquiescer ou non les actions sous-jacentes. Il est nécessaire également que l'instrument porte sur des actions déjà émises. Sont visés notamment dans le calcul des seuils les contrats à terme, contrats d'options, ou *equity swaps* à dénouement en titres.

Puis, l'ordonnance de 2009² est allée plus loin en prévoyant à côté du principe de l'assimilation prévu par la directive une obligation de notification spécifique et séparée pour les instruments portant sur des actions à émettre ainsi que pour les instruments dénouables en numéraire et « ayant pour cette personne un effet économique similaire à la possession des dites actions ». Ce texte a été incorporé dans le règlement général de l'AMF à compter du 1^{er} août 2009 et a « montré ses limites et a laissé ouvert le débat en droit interne »³.

Il ressort de l'étude du franchissement des seuils que le contrôle mené par l'AMF ne cesse de montrer de la finesse et d'importance. Elle ne se contente pas à veiller au respect de l'application des textes réglementaires, mais elle s'efforce à présenter ses appréciations notamment en matière des instruments financiers, en analysant la nature et le régime de chaque instrument pour décider s'il convient de l'ajouter dans le calcul des seuils concernés. À cet égard, la protection du droit de la négociation par ce dispositif est indiscutable, puisqu'il tend à notifier les actionnaires de la cible ainsi que les investisseurs de la situation de l'actionnariat, à éviter les prises de contrôle rampantes et les conflits, et à assurer la transparence des opérations à réaliser notamment les offres publiques.

B_ *Equity swap* : Difficulté pratique

La question de contrats *equity swap* a été suscitée en pratique. Ce sont des contrats financiers, c'est-à-dire des instruments financiers à terme, qui porte sur l'opération d'échange d'actions entre deux parties, souvent un banque et une société⁴. Or, la caractéristique de ces contrats est que l'actif sous-jacent consiste non plus en une

¹ Directive n°2004/109/CE du 15 décembre 2004, plus connue sous le nom de directive Transparence.

² Sur la transposition dans le Code de commerce des principes de la directive Transparence.

³ Simon Gueguen, Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'*equity swap*, éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire, *art. cit.* § 1 – 3.

⁴ V. A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1120.

créance, mais en des titres de capital. C'est un échange de flux financiers entre deux parties, qui peut entraîner la montée du vendeur sur le capital d'une société cotée¹.

La difficulté pratique réside dans le fait que ces contrats peuvent être dénoués soit en titres soit en numéraire. En effet, si l'assimilation des contrats equity swap dénoués en titres pour le calcul des seuils définis par la directive Transparence et l'ordonnance de 2009 ne pose pas de problème, il n'en va pas de même pour les contrats dénouables en numéraire, puisque ce dernier type n'entre pas dans la définition de l'article 13 de la directive Transparence, malgré le fait que ce type de contrat soit susceptible d'aboutir à des prises de contrôle rampantes au sein des sociétés.

Cette question n'est pas restée théorique. Pratiquement, en 2007, Wendel était monté au capital de Saint Gobain en utilisant cette technique². Le groupe a contracté des *total return swaps*, produit équivalent à des *equity swaps* à dénouement en numéraire, afin d'acquérir les titres de la société Saint Gobain. Plus récemment, LVMH déclarait à l'AMF, en date du 27 octobre 2010, avoir franchi, le 21 octobre, par le recours à des equity swap dénouables en numéraires, les seuils de capital et de vote de la société d'Hermès International prévues par les règlements et imposant la déclaration de ce franchissement³.

Le législateur français, afin de répondre à cette question, avait la choix entre deux approches : soit il procède à une approche restreinte qui n'englobe que les instruments définis par la directive Transparence, soit il opte pour une approche ouverte en assimilant les *equity swaps* dénoués en numéraire aux instruments prévus par la directive, et exige donc l'obligation de déclaration suite au franchissement des seuils légaux⁴.

En constatant le régime juridique français, on voit que le législateur française favorisé l'approche restreinte. Cette solution a été prévue par la loi 2012/387⁵ qui a apporté des modifications remarquables en droit interne du régime déclaratif des franchissements de seuils. Elle a prévu que les actions ou les droits de vote sur lesquels porte tout accord ou instrument financier réglé en espèce et ayant pour cette personne un « effet économique similaire à la possession d'actions » sont assimilés aux actions ou droit de vote entraînant l'obligation de déclaration. Dans ce cas, un contrat *equity swap* ne stipulant aucune

¹ *Ibidem*.

² AMF Sanct., 13 décembre 2010, publiée le 17 janvier 2011.

³ F. M. Laprade, LVMH/Hermès: quelle réglementation pour quelle transparence ?, Bull. Joly Bourse 2011, P.152 ; Aussi « Hermès : LVMH se défend d'avoir contourné les règles de l'AMF » : Le Monde, 25 oct. 2010.

⁴ Pour plus d'information sur les 2 approches et leurs arguments : V. A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1205 et suivants.

⁵ Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite loi Warsmann IV.

livraison physique en espèce des actions, ne sera pas pris en considération dans le calcul des seuils légaux.

Néanmoins, cette solution a été critiquée fortement par la doctrine. On peut aisément constater que l'enjeu retenu par les auteurs dans cette matière se présente par l'aptitude des equity swap dénouables en numéraire d'engendrer des prises de contrôle « rampantes » en sein des sociétés cotées. Pour cela, certains auteurs ont affirmé que « le dispositif de déclaration des franchissements de seuils ne constitue toujours pas, à ce jour, un instrument satisfaisant de détection des prises de contrôle "rampantes" »¹. D'autres n'ont pas manqué de rappeler que ce dispositif n'a pas arrivé à prévoir toutes les techniques sophistiquées qui peuvent être utilisées pour acquérir une position dans une société².

À cet égard, on peut avancer plusieurs propositions en la matière. D'abord, l'assimilation totale des expositions économiques entraînant des influences non nécessairement pertinentes pour le marché aux titres physiquement détenus est susceptible de détecter les franchissements de seuils opérés par tout instrument financier.

De plus, concernant l'identification des instruments financiers devant être déclarés par le titulaire, il est peu réaliste de procéder à « une liste exhaustive d'instruments financiers permettant d'acquérir le capital ou les droits de vote d'une société cotée »³. À noter que l'autorité de marché a tenté à énoncer par l'article 223-11, II, de son règlement général, une énumération des instruments financiers concernés. Et alors, un auteur préconise d'établir des principes délimitant le champ des instruments financiers déclarables afin d'éviter qu'une énumération trop précise des instruments concernés soit rapidement contournée et dépassée par l'innovation financière⁴.

Une dernière proposition à exposer se manifeste par la détention d'un système déclaratif décentralisé par l'AMF⁵. En effet, cette proposition se rapporte à un grand débat, qu'il ne convient pas de l'exposer, suscité en droit positif sur la centralisation du rôle de l'AMF. En résumé, et s'agissant du système déclaratif actuel mené par l'AMF, il est conseillé de procéder à une décentralisation de l'information en faveur des services compétents afin de faciliter la protection d'un intérêt plus général, celui de la transparence des marchés

¹ _ Yves Jobard, le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes, RTDF n°3 2011, § II- 8.

² _ C. Uzan, Les Entretiens de l'AMF, Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées, 6 novembre 2008, p.27.

³ _ Simon Gueguen, Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'*equity swap*, éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire, *art. cit* § V- 3.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ *Ibidem* § V- 7.

financiers. À noter que l'AMF exerce actuellement vis-à-vis de l'information réglementée un rôle de messenger ainsi qu'un rôle de contrôleur du message, ce qui permet de mettre le principe d'impartialité de l'autorité en question. Cette proposition vise alors à maintenir seulement le rôle de contrôleur de message exercé par l'AMF. Un rapport du cabinet Mazars a indiqué que 34% du panel des personnes interrogées soutiennent l'idée d'une décentralisation du système déclaratif au niveau des sociétés cotées, contre 39% pour un système centralisé auprès du régulateur¹.

§ 3_ Le cas des opérations des dirigeants sur les titres de la société

En France², l'article L. 621-18-2 du Code monétaire et financier a posé à la charge de certaines personnes évoluant au sein de toute société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé une obligation d'établir et de publier auprès de l'AMF une liste portant sur les acquisitions, cessions, souscriptions ou échanges d'actions qu'elles effectuent dans leur société ainsi que les transactions sur les instruments financiers qui leur sont liés³.

L'article a précisé la qualité des personnes dont incombe l'obligation de notification. En effet, sont concernés par le texte les membres du conseil, du directoire, du conseil de surveillance, le directeur général etc. Elle a assimilé aussi deux catégories de personnes aux celles tenues de l'obligation d'information : à savoir , d'une part, toute personne qui a le pouvoir au sein de la société de prendre des décisions de gestion concernant son évolution et sa stratégie et d'autre part, toute personne ayant accès aux informations privilégiées concernant la société. À noter que les personnes possédant des liens étroits avec les personnes ainsi mentionnées peuvent être visées par le texte.

Concrètement, l'ensemble de ces personnes notifie l'AMF des opérations susvisées par voie électronique dans un délai de 5 jours de négociations avant leur réalisation⁴. D'où

¹ _ Rapport du cabinet Mazars 2009, IBID, p. 145. À notre avis, on peut assimiler cette disposition dans le droit libanais à l'article 52-7 al. 2 de la loi sur les marchés financiers, qui a énoncé l'obligation de communication en cas de conflit d'intérêt (parmi d'autres cas).

² _ La loi libanaise 2011/ 161 n'a pas expressément prévue cette obligation.

³ _ V. O. Mittlelette, l'obligation de déclaration des transactions des dirigeants, Banque et Droit juillet 2006, n° 108, p.27.

⁴ _ On a procédé à exposer cette obligation dans la partie « Contrôle postérieur de l'AMF aux opérations financières » malgré le fait que l'intéressé doit déclarer les opérations avant leur réalisation, parce qu'elle se situe en phase des obligations de publication des informations permanentes, c'est-à-dire après l'admission de l'instrument financier aux négociations sur le marché.

émane de nouveau l'importance du rôle du régulateur vis-à-vis de cette obligation, en veillant sur les opérations encourues par les personnes mentionnées par l'article, ainsi que leur qualité. L'autorité publie les déclarations élaborées sur son site d'internet et précise, si nécessaire, les conditions et la procédure de la mise en œuvre de cette information spécifique¹.

§ 4_ La liste d'initiés

En tant que régulatrice des marchés, la loi a posé à la charge de l'AMF le soin de grouper et de veiller sur les listes d'initiés² (des employeurs, des professionnels et autres qu'il convient d'exposer) de tout émetteur intervenant sur un marché réglementé³. En effet, l'article L. 621-18-4 du code monétaire et financier⁴ a précisé que tout émetteur dont les instruments financiers sont admis aux négociations sur un marché réglementé doit établir, mettre à jour et porter à la connaissance de l'AMF une liste de personnes travaillant en son sein et ayant accès aux informations privilégiées relatives à son activité, ainsi que des tiers ayant accès à ces informations dans le cadre de leur relation avec ces derniers.

Avant d'exposer les personnes concernées par l'article, on constate à l'évidence la relation entre le dispositif de déclaration de la liste d'initiés et les informations privilégiées. En effet, lorsque la loi exige la publication d'une liste des personnes qui ont accès aux informations privilégiées de manière essentielle, on peut clairement affirmer que ce dispositif sert à éviter l'utilisation et le détournement de ces informations dans la mesure où il sensibilise les personnes concernées.

En sus, ce dispositif peut être compris comme une mesure répressive et même préventive parce qu'elle permet de cibler les responsables de délit en la matière⁵. À bien noter que le

¹ Art. 223-22 à 223-26 du R.G. de l'AMF française et Instruction n°2006- 5 du 3 fév. 2006 relatives aux opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'art. L. 621-18-2 du Code monétaire et Financier sur les titres de la société.

² V. Laurent Jobert, les listes d'initiés, Actes pratiques et ingénierie sociétaire, 3/2008, n°98, p.37.

³ H. Létréguilly, la liste d'initiés : dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés, RTDF n°2, 2006, p.28.

⁴ Pas de disposition similaire en droit Libanais, donc le dispositif de déclaration de la liste d'initiés n'est pas régi en droit libanais, malgré son importance indiscutable en matière d'informations privilégiées.

⁵ V. en ce sens P. Clermontel, le droit de la communication financière, Pratiques des affaires, Joly éditions 2009, p.195.

législateur libanais a édicté une loi sur les informations privilégiées¹, aucune disposition ne prévoyant le dispositif de déclaration de la liste d'initiés. Ceci reflète une lacune qu'il faudra combler.

Concernant les personnes visées par le dispositif, l'AMF a eu l'occasion de préparer une position relative à l'établissement de ces listes, qui a fourni quelques explications quant aux personnes concernées. Tout d'abord, la position a prévu ceux qui exercent des fonctions au sein de la société tels que les organes d'administration, de direction, de surveillance ou tout autre salarié ou préposé lorsqu'ils ont ou peuvent avoir accès à des informations privilégiées concernant l'émetteur². Sont également visés les tiers étant des professionnels qui entretiennent des relations avec l'émetteur (par exemple les commissaires aux comptes)³.

On voit donc que l'autorité financière a estimé que ces deux catégories contiennent des initiés « permanents » qui auront accès aux informations privilégiées de façon continue, et des initiés « occasionnels » qui auront accès à ces informations de façon non-régulière⁴. On déduit alors que le dispositif de publication de la liste d'initié constitue un outil visant à renforcer et protéger le droit de la négociation, puisqu'il intervient en dehors de toute opération de négociation ou de spéculation afin de porter à la connaissance du public les personnes susceptibles d'être responsables en cas où un manquement aurait eu lieu.

Après l'étude du contrôle de l'autorité boursière sur la publication continue (Chapitre 1), il reste finalement à aborder le rôle exercé par l'autorité à propos de la lutte contre les abus de marché (Chapitre 2), qui constitue une phase très importante dans le maintien de la sécurité et le bon fonctionnement du marché financier.

¹ _ Loi 2011/160 du 17/8/2011 sur la prohibition de l'utilisation des informations privilégiées sur les marchés financiers, précitée.

² _ Position de l'AMF relative à l'établissement des listes d'initiés, 18 janvier 2006, disponible sur le site de l'AMF française : <https://www.amf-france.org/en>.

³ _ *Ibidem*.

⁴ _ V. D.-J. Penot, les initiés occasionnels, RTDF n°2, 2006, p.35.

Chapitre 2_ Contrôle de l'AMF sur les abus de marché

Le bon fonctionnement des marchés financiers ainsi que la nécessité de protéger la libre négociation sur les marchés exigent que l'AMF puisse veiller sur la bonne information du public par l'investisseur, puisque « le marché ne doit pas être irrigué par de fausses informations »¹. Néanmoins, si l'émetteur est tenu de respecter diverses exigences lors de son activité sur le marché, et notamment concernant l'information réglementée, le bénéficiaire de l'information ne peut pas jouir d'une liberté absolue dans l'utilisation de cette information, dans la mesure où cette utilisation peut porter atteinte aux droits des investisseurs et au cours de marché. Enfin, il relève de la mission de l'autorité de marché de s'assurer que les cours ne se forment du fait de manipulations parce que ces comportements sont susceptibles d'entraver le fonctionnement normal du marché et d'induire en erreur le public².

Il est indispensable de préciser à l'évidence que les manquements du marché sont prévus expressément en droit libanais et français. D'autre part, un changement est survenu concernant les dispositions réglementaires régissant les abus de marché en droit français, manifesté par l'abrogation du titre VI du règlement général de l'AMF française portant sur les abus de marché, et qui a été remplacé par le règlement UE 2014/596³.

Par conséquent, il paraît important d'exposer le rôle de l'autorité boursière-visant à assurer la protection de la négociation sur les marchés- dans la répression des manquements d'initiés (Section 1), dans la mauvaise information du public (Section 2) ainsi que dans la répression des manipulations du cours (Section 3).

¹ _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1493.

² _ V. Art.7 du règlement UE 2014/596 ; Mounir Ibrahim Al-Hindi, Les titres financiers et les marchés financiers, précitée, p.175 ; Article publié par Dar Ittihad Al-Masaref Al-Arabya, Beyrouth, Les manquements financiers : les marchés des titres financiers, pas de détermination de l'année, ni des auteurs.

³ _ Règlement UE n°2014/596 du parlement européen et du conseil du 16 avril 2014.

Section 1 : Répression du manquement d'initiés

Les deux législateurs libanais et français ont destiné plusieurs dispositions spécifiques pour régir et réprimer les manquements d'initiés. En effet, ces manquements sont graves, de sorte que la loi s'est efforcée de se prémunir contre ces manquements, en exigeant la publication d'une liste d'initiés¹, ainsi que de transactions encourues par certaines personnes dans la société².

À cet égard, la commission de sanctions au sein de l'AMF procède à mener ses enquêtes afin de détecter ces manquements. Il ressort que la commission débute par apprécier les éléments de manquement d'initié, soit les personnes punissables, l'information privilégiée et ses caractéristiques etc. (§ 1). Néanmoins, dans le but de bien cerner le rôle de l'AMF, il est indispensable d'étudier la position de l'autorité à l'encontre de ce manquement, manifestée par les mesures adéquates prises suivant la politique dessinée par l'autorité (§ 2).

§ 1_ L'appréciation par l'AMF des éléments du manquement

De prime abord, l'article 2 de la loi libanaise 2011/160 a sanctionné les dirigeants d'une société, les employés ou les commissaires aux comptes ayant disposés d'une information privilégiée, et qui ont procédé à réaliser directement ou par une personne interposée une ou plusieurs opérations en bénéficiant de cette information.

Il ressort aussi de l'article plusieurs conditions qu'il convient d'exposer :

1_ Il faut que les personnes mentionnées aient reçu l'information privilégiée à l'occasion de l'exercice de leur fonction ou de leur profession.

2_ Il est nécessaire que l'information privilégiée ait porté sur les perspectives d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier.

¹ _ Infra p. 90.

² _ V. Khaled Ali Saleh, La protection pénale spécifique des marchés des titres financiers, Manchourat Al-Halaby Al-Houkukya, Beyrouth, 1^{er} édition, 2007 ; Nicolas Rontchevesky, Manquement d'initié, Revue Trimestrielle de Droit financier, 10/2017, n°4, p.110 ; D. Labetoulle, la diversité des initiés, Bulletin Joly Bourse 2011, p.460.

3_ Il faut que les opérations soient effectuées avant la portée de ses informations à la connaissance du public.

Ce manquement est entendu par « manquement d'initié ». L'article L. 465-1 alinéa 1 du Code monétaire et financier a prévu ce délit dans des termes similaires.

En plus, les articles 3 et 4 de la même loi libanaise ont énoncé qu'il est interdit aux personnes déjà mentionnées de communiquer les informations privilégiées à un tiers en dehors du cadre normal de sa profession ou de ses fonctions. À noter que l'article L. 456-1 alinéa 2 a également prévu ce délit dans des termes similaires, ainsi que les articles 23 et suivant du règlement UE précité ont régis le manquement d'initiés.

De même, l'article 4 de la même loi libanaise a précisé que l'interdiction s'étend au fait pour toute personne physique ou morale disposant des informations privilégiées de réaliser ou de permettre de réaliser, directement ou indirectement, une opération ou de communiquer à un tiers ces informations, avant que le public en ait connaissance. L'article L. 465-1 alinéa 3 du code monétaire et financier a prévu ce délit dans des termes similaires.

Les deux dernières dispositions ont régile manquement dit « de communication des informations privilégiées ».

En constatant les deux manquements, il ressort qu'ils partagent de nombreuses caractéristiques. La différence essentielle réside dans les personnes punissables¹. En effet, le manquement d'initiés ne comprend que les initiés qui disposent de l'information privilégiée dans l'exercice des leurs fonctions ou de leur profession, c'est-à-dire pour l'exercice de celle-ci. Donc il ne suffit pas dans l'examen de l'AMF que « l'information ait pu être apprise à l'occasion d'activités professionnelles ou à l'occasion de l'exercice des fonctions »². Dans ce cas, l'initié reste tenu de ne pas la communiquer en application des dispositions susvisées régissant le délit de communication des informations privilégiées.

À titre d'illustration, un journaliste qui communiquerait à son directeur de publication un papier à publier reposant sur une information privilégiée engage sa responsabilité pour avoir commis le manquement d'initié. Néanmoins, un salarié ayant appris, non dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions mais à l'occasion de celles-ci, des

¹ _ Ces personnes ont été divisées par la doctrine en 3 catégories : « Les initiés primaires (Le président, les directeurs généraux, les membres du directoire...), les initiés secondaires (les personnes disposant à l'occasion de leur profession ou de leur fonction des informations privilégiées) et les initiés tertiaires (personnes autres que celles envisagées et qui possèdent en connaissance de cause des informations privilégiées) » : A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1507.

² _ T. corr. Paris, 13 février 2002, Dr. Social 2002, note M. Cohen ; RTDF com. 2002, p.347, note Rontchevsky.

informations confidentielles sur l'entreprise et qui les auraient communiquées à un tiers, engage sa responsabilité pour avoir commis non pas le manquement d'initié, mais le manquement de communication des informations privilégiées.

À propos de l'information privilégiée, on a déjà exposé avec prolixité les caractéristiques de cette information lorsque l'on a étudié l'obligation de publication de l'information privilégiée¹. Au stade du manquement d'initié, l'information privilégiée doit présenter les mêmes caractéristiques déjà étudiées, à l'exclusion de celle relative à l'intérêt légitime de l'émetteur évidemment. En plus, une autre condition doit être respectée, qui exige que l'information soit déterminante de l'opération².

En effet, afin de cerner cette condition, il est indispensable d'exposer le comportement délictuel du manquement, puisque le simple fait de détenir une information privilégiée ne déduit pas le manquement. Pour cela, il est nécessaire pour relever le manquement que l'auteur ait effectué ou permis d'effectuer, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant de porter ces informations à la connaissance du public³.

À ce titre, sont concernées toutes les opérations portant sur les titres de l'émetteur et les instruments financiers cotés sur un marché réglementé que l'initié est interdit de réaliser et de tirer un bénéfice personnel, telles le lancement d'un ordre d'achat ou de vente⁴, des levées d'ordre de souscriptions d'actions ou encore l'exercice de bon de souscriptions d'actions⁵. Le manquement reste encore retenu même si ce n'est pas l'initié qui réalise l'opération, mais une personne interposée ou un tiers à qui l'initié a conféré l'opération pour qu'il la réalise. Dans cette situation, l'initié doit procéder volontairement et délibérément à l'accord avec la personne interposée ou le tiers.

En vue de la nécessité de réalisation d'une opération, il paraît alors clair l'exigence d'un lien de causalité entre l'information privilégiée et l'opération illicite réalisée. Cette condition est demandée soit en matière administrative⁶ soit en matière pénale⁷. En effet, la cour de cassation française a précisé dans une affaire que l'information privilégiée doit être déterminante des opérations réalisées⁸. La question suscitée est alors de savoir si le

¹ _ Infra p. 81.

² _ Art. 23 et 26 du règlement UE précité ; V. A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1516.

³ _ Décision AMF, 5 mars 2009, Société Nortène et autres, Bulletin Joly Bourse 2009, p.298, note H. Bouthinon-Dumas.

⁴ _ W. Jeandier, *Droit pénal des affaires*, Dalloz, 6^{ème} éd. 2005, n°125.

⁵ _ V. M. Samuëlian, Où sont les risques, Bulletin Joly Bourses 2011, p. 446.

⁶ _ Art. 23 du règlement UE précité ; A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1530.

⁷ _ V. en ce sens CA Paris, 26 oct. 1999, Bulletin Joly Bourse avril 2000, p.153 n° 34, note N. Rontchevsky, écartant l'infraction dans cette affaire car il ne ressortait pas de la procédure que les informations privilégiées aient été déterminantes dans les opérations réalisées.

⁸ _ Crim. 26 juin 1995, n° 93-81646, Bulletin Crim. n°233.

caractère déterminant de l'information peut être assimilé à un élément du régime juridique¹ du manquement, ou si cet élément doit au contraire être prévu comme un fait justificatif².

La question est importante, parce que le régime de preuve varie selon la réponse élaborée. En effet, dans la première hypothèse, c'est l'autorité de marché qui doit en rapporter la preuve, tandis qu'il revient au prévenu de l'établir dans la deuxième hypothèse. La première analyse semble être retenue et favorisée par la jurisprudence³. Cette solution se situe dans une politique de protection de l'émetteur en l'affranchissant de la charge de la preuve. Elle est aussi conforme au régime juridique de l'information privilégiée, dans la mesure où le législateur a imposé à l'AMF la charge de relever et prouver les éléments de l'information. En plus, cette décision s'apparaît en conformité avec la présomption d'innocence prévue en la matière.

Il faut souligner enfin que la preuve du caractère déterminant de l'information privilégiée est une question délicate et pose plusieurs difficultés en pratique. Assigner l'AMF à cette tâche constitue donc la meilleure solution.

§ 2_ Position de l'AMF face au manquement

Il relève de la mission de l'autorité financière d'établir les éléments du manquement d'initié. Elle doit en premier lieu prouver l'existence de l'information privilégiée et ses caractéristiques, sa détention par le prévenu ainsi que le recours à des opérations sur le marché avant que les investisseurs aient eu connaissance de ces informations.

Concernant la preuve de l'information privilégiée, l'autorité boursière doit relever les caractéristiques précises, confidentielles, sensibles et déterminantes de l'information utilisée ou communiquée⁴. Concrètement, l'AMF procède à une analyse « pragmatique »⁵ du communiqué de l'information afin de prouver les conditions prévues. Néanmoins, la démonstration des critères de l'information « est nécessaire et elle doit être effectuée avec

¹ _ G. Royer, note sous Crim.14 juin 2006, JCP E 2007, n°1146.

² _ F-L. Simon, *Réflexions sur le délit et le manquement d'initié*, Dalloz, 2007, p.1071 n°16.

³ _ Par exemple : CA Paris, fév. 2007, RTDF 2007/2, p. 112, obs. B. Garrigues et G. Simmon.

⁴ _ Infra p. 81 où on a exposé les trois premières caractéristiques avec prolixité ainsi que le caractère déterminant.

⁵ _ Nicolas Rontchevsky, *De la rumeur du marché à l'information privilégiée*, *art. cit.* n°18.

rigueur car elle constitue une composante importante du manquement »¹, avant de procéder à l'établissement de la preuve de l'utilisation de cette information.

En ce qui concerne cette dernière idée, établir la preuve de l'utilisation d'une information privilégiée, c'est-à-dire l'opération effectuée, peut se révéler un exercice délicat. Il est assez rare de découvrir un élément probant direct et incontestable. En premier lieu, l'autorité par son précieux pouvoir d'appréciation a déduit une présomption de détention ou d'utilisation de l'information privilégiée lorsque l'opération incriminée est le fait du dirigeant de l'émetteur². Cette présomption facilite clairement la tâche de l'autorité, et sert à responsabiliser les dirigeants de l'émetteur.

Lorsque tel n'est pas le cas, la commission des sanctions de l'AMF procède donc généralement à la méthode dite du « faisceau d'indices »³ pour démontrer l'utilisation fautive. Il convient de souligner que la méthode du faisceau d'indices est retenue par la Cour de cassation⁴, pour caractériser les manquements issus de l'utilisation des informations privilégiées, dès lors qu'un ensemble d'indices concordants et précis « conduit à déduire que les opérations réalisées par la personne poursuivie ne peuvent s'expliquer que parce qu'elle possédait et a utilisé une information privilégiée »⁵. Autrement dit, l'autorité collecte un ensemble de comportements pour déduire la présence et l'utilisation de l'information privilégiée.

Le mécanisme a parfois « été critiqué et il doit être manié avec rigueur »⁶. L'argument avancé par les critiques se manifeste par le fait qu'il est nécessaire, pour être crédible, que le mécanisme soit précis, complet, et qu'il permet de tenir compte tous les personnes concernées. Mais on estime qu'il est évident que l'indice fait partie de la preuve, et que la méthode susvisée porte sur l'addition et l'articulation d'indices pertinents pour pouvoir donner une valeur déterminante concernant la position d'un acteur. À ne pas oublier que cette méthode est retenue par l'AMF et assure de bons résultats en pratique.

S'agissant des indices retenus par la commission de sanctions, on peut relever divers critères cités par la commission dans les différentes affaires⁷ : le moment opportun des

¹ _Thierry Granier, Preuve du manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée, *art. cit.* § I p. 2.

² _ Déc. AMF 23 octobre 2008, M. Marc Bonnemoy ; Recommandation AMF n° 2010-7 du 3 nov. 2010, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées, p.2.

³ _ E. Dezeuze, obs. sous CE, 30 déc. 2010, n° 326987, RTDF 2011, p.145.

⁴ _ Com. 1^{er} juin 2010, n° 09-14684, Bulletin Joly Bourse 2010, p. 298, note D. Schmidt ; RTDF 2010-2, p. 137, obs. B. G.

⁵ _ E. Dezeuze, obs. sous CE, 22 mai 2012, n° 344589, RTDF 2012, p.123 ; V.N. Rontchevsky, obs. sous CA Paris, 8 avr. 2009, n° 08/14851, RTDF 2009, p.134.

⁶ _ C. Arzouze, obs. sous AMF, déc. 7 juin 2007, BJB juill. 2007, n°108, p.468.

⁷ _ AMF, déc. 14 déc. 2018, n°15 précitée ; AMF, déc. 24 oct. 2018, n°11, précitée.

interventions sur le titre, le caractère atypique de ces interventions eu regard au comportement habituel de la personne en cause ou même les modalités de l'opération et de son financement. Ainsi, si un acteur a procédé à la cession de l'ensemble de ses investissements ou à l'utilisation de l'épargne familiale pour acquérir des titres en question au moment idéal, l'autorité est évidemment en droit de se demander sur la possibilité d'une utilisation d'information privilégiée dans ce cas-là.

La commission des sanctions est allée au-delà de ces indices en examinant l'existence d'un « circuit plausible de transmission »¹. En effet, à partir du moment où la personne en cause n'est pas sur la liste des initiés, la commission est obligée de prouver qu'elle détient l'information, ce qui peut se révéler délicat en pratique. Pour cela, elle procède à relever seulement l'existence d'un circuit plausible de transmission de l'information privilégiée sans à avoir montré la détention de l'information pour caractériser le manquement.

De cette manière, dans une espèce, des liens professionnels ont parfois été mis en évidence². Ainsi, la commission des sanctions se recours à une analyse pragmatique de l'espèce, en repérant les données objectives relatives à la connaissance de certains salariés d'une filiale d'une l'information privilégiée par l'intermédiaire du directeur de leur société filiale, puisque cette information avait été diffusée en interne.

De même, la commission a relevé pour d'autres cas de liens personnels pour manifester le circuit plausible. À l'aide du réseau social Facebook, elle a estimé qu'une personne poursuivie connaissait des membres de la famille des actionnaires majoritaires qui ont fini une cession de leurs titres³. À cet égard, l'enquête menée a pu révéler que les familles concernées étaient assez proches ; ce constat pouvant donc « laisser penser qu'une transmission de l'information privilégiée était envisageable »⁴. Cette solution porte beaucoup d'avantages et marque la flexibilité de l'autorité durant son exercice de contrôle.

La commission des sanctions a retenu un nouveau critère dans une autre affaire, qui se manifeste par l'absence de raison convaincante justifiant l'intervention sur le titre. En l'espèce, l'une des parties poursuivies a notamment répondu pour expliquer son comportement d'avoir « agir à l'instinct » et privilégier « les valeurs du secteur biotechnologie et les banques » alors que le titre en question ne relevait pas des secteurs

¹ _ A. Couret, *Droit financier, op. cit.* n°1531.

² _ V. décision AMF 27 mai 2010, MM. A B C.

³ _ V. décision AMF 12 nov. 2009, A B C Brice Mari et sociétés D et E, *Bulletin Joly Bourse* 2010, p.126, note F. Martin Laprade.

⁴ _ *Ibidem.*

mentionnées¹. Cette position manque manifestement de cohérence ainsi que les allégations avancées sont de nature à décrédibiliser la position de l'investisseur ; elles sont « d'autant plus suspectes que les sommes engagées sont importantes »². Cette décision, qui n'est pas explicitement prévue par les textes, relève des compétences vastes détenues par l'autorité dans le contrôle et l'analyse des comportements des intéressés. Elle porte une grande importance parce qu'elle délivre un nouvel indice afin de montrer l'information privilégiée.

Il faut noter que l'article 21 du règlement MAR³ a posé au bénéfice des journalistes une exception au manquement de communication d'une information privilégiée. En application de l'exception, la commission de sanctions de l'AMF distingue clairement la divulgation à des « fins journalistiques » destinée à informer le public, de celle bénéficiant à une seule personne. Dans une espèce, l'autorité a eu l'occasion d'expliquer que la transmission d'une information relative au dépôt d'une offre publique entre un journaliste et sa source n'avait pour finalité que la diffusion au public de cette information⁴. Elle n'est pas condamnable car elle avait ainsi des fins journalistiques.

Il n'en est pas de même de la transmission, qui ne vise que la source seule et non le public, de l'information privilégiée relative à la publication à venir, par ce même journaliste, d'un rapport de marché faisant état de cette rumeur (de l'offre publique susvisée)⁵. Dans ce cas, le journaliste ne peut bénéficier de l'exception prévue au règlement. Cette transmission caractérise un manquement de communication d'information privilégiée définie par les dispositions applicables.

En résumé, on emploie un exemple selon lequel un investissement intervenant au moment idéal avant une offre publique simplifiée, effectué par un investisseur qui n'était pas coutumier de ce type d'activité, en dépensant un montant relativement important au regard de sa situation financière et qui est en relation avec des personnes possédant une information privilégiée, tend à déduire le manquement de la détention ou l'utilisation de l'information privilégiée. De même, si l'AMF estime que les explications fournies par cet investisseur ont un caractère hasardeux, elle n'hésite pas à renforcer la force probante des éléments retenus pour caractériser le manquement.

¹ _ AMF, déc. 11 janv. 2016 : Bulletin Joly Bourse févr. 2016, n° 113d5, p.47, note Keita B.

² _ *Ibidem*.

³ _ Règlement européen « Market Abuse Regulation », EU 596/2014.

⁴ _ AMF, déc. 24 oct. 2018, n°11, X et a, précitée.

⁵ _ *Ibidem*.

L'autorité de marché s'efforce de mettre en œuvre la méthode du faisceau d'indices de manière rigoureuse pour maintenir les droits de la personne poursuivie et afin d'éviter toute faiblesse du mécanisme. Finalement, il semble admis « aujourd'hui que si un nombre suffisant d'indices concordants »¹ indiquent que l'investisseur n'a pu procéder à l'opération que parce qu'il détenait une information privilégiée, l'AMF est en mesure de relever le manquement.

Section 2_ Répression de la mauvaise information du public

Les émetteurs sont tenus de respecter un certain nombre d'obligations au titre de l'information périodique et permanente définies dans les dispositions législatives et réglementaires applicables. À côté de ces obligations, la loi sanctionne de façon générale le fait de diffuser des informations fausses ou trompeuses au marché. Une telle diffusion peut être réprimée pénalement et administrativement². Le but est clair mais incontournable : protéger les investisseurs et préserver le marché.

Afin de discerner le rôle joué par l'AMF dans la lutte contre la mauvaise information du public, il convient d'exposer l'appréciation des éléments de ce manquement par l'autorité (§ 1), avant de s'intéresser sur la position de l'autorité face à ce manquement (§ 2).

§ 1 _ L'appréciation des éléments de manquement par l'AMF

D'une part, l'article 5-L de la loi libanaise 2011/161 a prévu la compétence de l'AMF pour poursuivre le manquement de diffusion des informations fausses ou trompeuses qui concernent des instruments financiers ou leurs émetteurs.

D'autre part, aux termes de l'article L. 465-2 alinéa 2 du Code monétaire et financier, il est sanctionné le fait pour toute personne de diffuser auprès du public par tout moyen des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives d'un émetteur ou d'un

¹ _ CA Paris, 5-7, 28 sept. 2017, n°16/10468 : BJB déc. 2017, n° 117d2, p.382, note F. Martin Laprade ; RTDF 2017, p.110, note N. Rontchevsky.

² _ V. Hubert de Vauplane, AMF : mauvaise information du marché, Revue Banquet et Droit, 9/2009, n°127, p.30.

instrument admis sur un marché réglementé, à condition d'être de nature à agir sur les cours. Ce comportement constitue aussi un manquement prévu par les articles 47 et suivants du règlement européen 2014¹, qui ont supprimé et remplacé les dispositions du Livre VI du règlement général de l'AMF française.

Que ce soit réprimé pénalement ou administrativement, le manquement de mauvaise information du public admet des éléments constitutifs qu'il revient à l'AMF de relever². En affirmant que la comparaison entre le régime de répression pénale et administrative ne constitue pas l'essence de notre étude, il reste à préciser que le champ d'application du manquement est beaucoup plus large que le délit, puisque l'autorité n'est pas tenue concernant le manquement de prouver que l'information fautive ou trompeuse a un impact sur les cours du titre concerné³.

S'agissant des éléments du manquement, il paraît indispensable d'exposer le rôle exercé par l'AMF autour de ces éléments : le champ d'application de l'infraction (A), les personnes concernées (B), l'information fautive ou trompeuse et sa communication (C).

A_ Le champ d'application du manquement

L'autorité financière est compétente pour réprimer toutes informations inexactes, imprécises ou trompeuses diffusées sur des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée⁴. En particulier, toutes les informations données sur des titres admis aux négociations sur un marché réglementé ou organisé sont concernées. On note par exemple les informations diffusées lors de l'introduction, l'admission ou la radiation des titres financiers, des offres au public et les offres publiques de titres financiers, de la publication des informations périodiques ou permanentes etc.

Il faut noter que le délit prévu par l'article L. 465-2 alinéa 2 du code monétaire et financier n'a vocation à s'appliquer que sur le fait de répandre une information fautive ou trompeuse à propos d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier admis sur un tel marché.

¹ _ Règlement UE n°596-2014 du parlement européen et du conseil, 16 avril 2014.

² _ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1553.

³ _ *Ibidem*.

⁴ _ Article 47 du règlement UE précité.

C'est une autre raison que l'on a affirmé que le champ d'application du manquement de mauvaise information du public est plus large que le délit.

B_ Les personnes concernées

Toute personne ou toute entité est visée¹. Il peut s'agir de l'émetteur lui-même, de ses dirigeants, de commissaires aux comptes de l'émetteur, de ses salariés, d'actionnaires, d'analystes financiers, de concurrents, de journalistes financiers etc.

Pour ces derniers, le fait de diffuser une fausse information doit être apprécié suivant la réglementation applicable à cette profession. En effet, la diffusion d'informations fausses ne constitue un manquement que lorsque le journaliste bénéficie directement ou indirectement d'un avantage ou un profit de la diffusion de ces informations². Il est admis que les notions d'avantage et de profit sont entendues de manière large, ceci pour renforcer la protection des investisseurs et la préservation des cours des titres au détriment de la faveur reconnue aux journalistes.

C_ L'information inexacte, imprécise ou trompeuse

Le manquement de mauvaise information de marché est constitué si un émetteur diffuse une information inexacte, imprécise ou trompeuse³. Cette affirmation renvoie à l'obligation de publication par l'émetteur d'une information exacte, précise et sincère⁴. L'autorité financière doit prouver les critères ainsi visés afin de reprocher au prévenu le manquement de mauvaise information du public.

En effet, l'information inexacte est une information fautive ou erronée, alors que l'information imprécise peut être en partie exacte. L'information trompeuse présente un caractère similaire à cette dernière et peut résulter du fait que l'information exacte

¹ _ Décision AMF, 1^{er} octobre 2009, Bulletin Joly Bourse 2010, p.132, note E. Dezeuze.

² _ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1555.

³ _ Prévues expressément par les dispositions législatives et réglementaires susvisées.

⁴ _ Art. 20-3 de la loi libanaise 2011/161 ; Art. 223-1 du règlement général de l'AMF française.

diffusée ne soit pas complète ou se trouve combinée avec des éléments qui peuvent induire le public en erreur sur les caractères et les circonstances de l'information¹.

L'AMF procède à une analyse pragmatique des circonstances de l'espèce en s'intéressant aux caractéristiques exigées de l'information quelle que soit sa nature². Par exemple, elle a considéré qu'un communiqué dont il n'a pas révélé les inquiétudes de l'émetteur liées aux relations d'une de ses filiales avec un partenaire important constitue une information inexacte ou trompeuse³. Elle est aussi en mesure de déduire l'information inexacte ou trompeuse en relevant « des prévisions sur résultats manifestement erronées, de comptes faux ou de choix comptables ne donnant pas une image sincère de la société »⁴. Elle peut encore qualifier l'information en cas de prévisions de commandes, de chiffres d'affaires, de résultats d'exploitation⁵ etc.

Plus encore, même les rumeurs élaborées sur un émetteur peuvent constituer le fondement du manquement de la mauvaise information du public. Cette solution s'explique par le fait que la répression de ce manquement vise à la protection du marché, qui peut être déstabilisé par le fait des rumeurs émanées par la personne poursuivie⁶. L'AMF apprécie les rumeurs comme des informations fausses, inexactes ou trompeuses, susceptibles de constituer le manquement.

Cette extension de la qualification des informations coïncide avec l'analyse pragmatique effectuée par l'autorité afin de relever les informations inexactes ou trompeuses. Cette politique renforce le contrôle exercé par l'autorité, et fait prévaloir les exigences de la protection du public et du bon fonctionnement du marché.

Reste la question de savoir si l'information doit avoir une influence sur les cours pour que le manquement soit établi. La réponse est négative. Il nous paraît que cette condition n'est pas requise par les dispositions législatives ou réglementaires, soit libanaises ou françaises. Ainsi, il n'est pas nécessaire que l'information diffusée ait une influence sur les cours, ce qui étend la compétence de l'autorité boursière à qualifier l'information fautive ou trompeuse, et à relever le manquement. Cette solution mérite d'être retenue à notre avis, parce que la simple communication d'une information inexacte suffit à constituer le manquement. Le dommage est déjà mis en place : tromper le public et faire trembler le marché. Exiger donc l'influence sur les cours paraît ainsi inconvenable.

¹ _ Décision AMF, 24 mai 2007, société Rhodia.

² _ V. S. Loyrette, *Le contentieux des abus de marché*, Joly éditions, 2007, p.192.

³ _ Décision AMF 6 avril 2006, Société Cofidur et M. Ch. Durat.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ CA Paris, 1^{er} avril 2003, *Banque et Droit* juillet 2003, p. 44, obs. H. de Vauplaine ; RTDF 2003 p.776, obs. N. Rontchevsky.

⁶ _ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1560.

§ 2_ Position de l'AMF face au manquement

L'autorité financière s'assure suite à ses enquêtes menées en espèce de la réunion des éléments du manquement à la bonne information du public. En effet, elle doit prouver qu'une personne physique ou morale répand ou diffuse une information inexacte, fautive ou trompeuse à propos des instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociation organisé ou pour lesquels une demande d'admission aux négociations sur de tels marchés a été présentée¹.

Ainsi, elle doit procéder à une étude qui relève les éléments qui peuvent induire le public en erreur, les circonstances entourant l'information, les rumeurs susceptibles de constituer des informations inexactes ou trompeuses. Or, l'autorité n'est pas tenue de caractériser l'influence des informations susvisées sur les cours du marché.

Il faut noter que l'AMF libanaise ou française est en mesure de se baser soit sur le fondement des textes exigeant de l'émetteur qu'il diffuse une information exacte, précise ou sincère², soit sur le fondement des textes réprimant les abus de marché³.

En examinant les textes en vigueur qui ont prévu le manquement à la bonne information du public, il apparaît que ces textes n'ont pas prévu le cas d'omission du prévenu de porter à la connaissance du public toute information nécessaire et imposée par les textes. En effet, ce cas-là était prévu et régi par le règlement COB⁴ en vigueur avant l'élaboration du règlement général de l'AMF française.

Selon le règlement COB, en cas où l'information diffusée n'était pas exacte, précise et sincère, l'AMF est en mesure de la réprimer non seulement sur le fondement du manquement dans l'information obligatoire qui incombe à la charge des sociétés, mais aussi suivant l'obligation d'information en permanence relative à tout événement important susceptible d'avoir une incidence significative sur le cours du titre. De cette façon, le manquement peut prendre place soit par un comportement concret de diffusion ou de communication faussant la bonne information du public, soit par omission d'informer les

¹ V. A.D. Merville, *Droit financier*, *op. cit.* n°805.

² Art. 20-3 de la loi libanaise 2011/161 ; Art. 223-1 du règlement général de l'AMF française.

³ A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1559.

⁴ Le règlement-COB n° 90-02, pris en application de la loi du 2 août 1989 dotant la COB d'un pouvoir de sanctions propres.

épargnants et les investisseurs. La jurisprudence était abondante à l'époque en manifestant la consécration de cette double incrimination dans les décisions prononcées¹.

Néanmoins, l'article 632-1 du règlement général avant l'abrogation n'a pas prévu le cas d'omission de l'émetteur d'informer le public au sein du manquement². Même situation pour le règlement européen dans ses multiples articles.

Cette solution est animée par le principe d'interprétation stricte des textes répressifs, même de nature administrative, qui interdit au juge et à l'AMF de réprimer des comportements non-prévus par les dispositions législatives ou réglementaires³. Par conséquent, l'AMF n'est pas en droit de sanctionner la non-information d'un événement financier ayant un impact sur la vie du marché. Et alors, les tribunaux ont tendance à assimiler l'information lacunaire diffusée à une fausse information, sans jamais pouvoir prononcer sur l'absence totale d'information.

Cette distinction entre celui qui ne dit rien et celui qui ne dit pas tout a été critiquée depuis longtemps par les meilleurs auteurs⁴. On comprend difficilement la raison pour laquelle le législateur n'a pas englobé le cas d'omission de l'émetteur d'informer le public, malgré les privilèges que porte cette incrimination.

Néanmoins, la notion d'omission de l'émetteur d'informer le public nous rappelle l'obligation d'information continue selon laquelle, tout émetteur doit informer le public de toute information privilégiée susceptible d'avoir une influence sur le cours de ses instruments financiers⁵. Or, ce dispositif ne concerne que l'omission de diffusion d'une information privilégiée ayant des caractéristiques spécifiques et dans des conditions données, tandis que le dispositif écarté de l'omission d'informer le public est plus vague et général, et était destiné à réprimer le manquement à la bonne information du public.

Dans cette optique, des auteurs estiment qu'en vue des outils disposés par l'AMF en matière du contrôle de l'information diffusée, notamment les injonctions et les communiqués, l'abolition de la répression de la mauvaise information du public par abstention peut être admissible et convaincante⁶. L'objectif poursuivi est de montrer au contraire une volonté de « privilégier sur les infractions la répression des fautes de

¹ V. Lamy Droit pénal des affaires, n°1281.

² Déjà dit que le titre VI du règlement général de l'AMF a été abrogé par le règlement européen UE 2014/596.

³ V. sur cette question : La jurisprudence Oztürk de la Cour européenne des droits de l'Homme ; Aussi S. Janin, in actes du colloque La criminalité d'argent, LGDJ, 2004, p.45.

⁴ H. de Vauplane et O. Simart, Délits boursiers, RD bancaire et bourse 1997, p.85.

⁵ Infra p. 81.

⁶ Claude Ducouloux-Favard, Allègement de la répression au manquement à la bonne information financière, Dalloz 2005, p.946.

comportement de l'ensemble des acteurs de la place boursière »¹. Malgré la notoriété de cette opinion, on voit que la consécration d'une disposition portant sur l'abstention de communiquer une information déterminée a pour conséquence d'éviter le débat provoqué, et de faciliter la tâche de l'autorité dans son contrôle. Ce qui signifie de plus une protection des droits du public et une préservation du bon fonctionnement du marché.

Section 3_ Répression des manipulations de cours

La manipulation de cours consiste à une manœuvre destinée à tirer un bénéfice personnel, et susceptible d'entraver le fonctionnement régulier du marché². C'est « une déviance du jeu spéculatif qui conduit les opérateurs à agir en fonction des fluctuations de prix nées notamment du libre jeu de l'offre et de la demande »³. L'auteur de la manipulation vise concrètement à réduire voire éliminer le risque spéculatif. C'est ce type de comportement illicite qui se trouve sanctionné par l'autorité financière⁴.

Pour cela, il est indispensable, à l'instar des deux manquements précédents, d'exposer le rôle de l'AMF dans l'appréciation des éléments du manquement de manipulation de cours (§ 1), avant d'étudier la position de l'AMF face au manquement (§ 2).

§ 1_ L'appréciation par l'AMF des éléments de la manipulation de cours

S'agissant du droit libanais, l'article 5-c de la loi 161/2011 a prévu la compétence de l'autorité à protéger les investisseurs de tout comportement illicite, illégal ou inéquitable. Or, il n'est consacré aucune disposition pour régir et réprimer la manipulation de cours de façon spécialisée malheureusement.

S'agissant du droit français, l'article L. 4665-2 alinéa 1^{er} du code monétaire et financier a réprimé le fait pour toute personne, de réaliser ou de tenter de réaliser, directement ou

¹ *Ibidem*.

² Mounir Ibrahim Al-Hindi, Les titres financiers et les marchés financiers, *op. cit.* p.179.

³ A. Couret, Droit financier, *op. cit.* n°1566.

⁴ V. Paulin Pailler, Manipulations de cours, *Revue de Droit Bancaire et Financier*, 7/2018, n°4, p.48.

par personne interposée, une manœuvre qui tend à entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur. Concernant le manquement, les articles 38 et suivants du règlement UE 596/2014 ont prévu la manipulation du cours.

Il est indispensable pour étudier le rôle de l'AMF dans l'appréciation des éléments, d'exposer la manœuvre encourue ou tentée (A) avant de cerner l'élément moral au sein du délit et du comportement (B).

A_ Sur la manœuvre encourue ou tentée

Le règlement COB 90-04 a élaboré le manquement relatif à la manipulation de cours de façon générale. Avant de présenter le manquement, l'idée essentielle en cette matière se manifeste par l'exigence de la libre confrontation des ordres d'achat et de vente pour établir le cours sur le marché¹. Pour cela, tout comportement intervenant sur le marché qui vise à ébranler la fixation du prix sur ce marché ou à induire les investisseurs en erreur afin de profiter d'un avantage ou de minimiser le risque spéculatif est sanctionné par les dispositions du règlement.

Le règlement a également ajouté que l'autorité de marché est en mesure de vérifier que les ordres transmis au public sont conformes aux objectifs et aux politiques poursuivis par l'émetteur. Il a imposé à la charge de l'émetteur l'obligation d'expliquer publiquement, lorsque l'autorité boursière l'estime, les raisons et les modalités de ses comportements et de ses communications.

C'est dans cette politique que se situe la répression des manœuvres de manipulation de cours et qu'ainsi se manifeste l'importance de cette répression. À noter que le règlement UE 2014/596 a repris dans les articles 38 et suivants l'ensemble de ces dispositions déjà prévues par le règlement COB.

Alors, afin de relever le manquement, l'autorité financière doit montrer une manœuvre ou une tentative de manœuvre destinée à éliminer le risque spéculatif ou à entraver le fonctionnement régulier du marché². Il importe peu donc de prouver que la manœuvre soit arrivée à son but³. Cette solution est très importante parce qu'elle permet à l'autorité d'élargir le volet des comportements fautifs retenus, sans être tenue de prouver un

¹ A.D. Merville, *Droit financier, op. cit.* n°807.

² V. Crim. 28 janvier 2009, n° 07-81674, JCP 2009, p.1400, note J. Robert ; RTD com. 2009, p.409, note N. Rontchevsky.

³ V. CA Paris, 30 nov. 2004, Dr. Sociétés 2005, commentaire 203, obs. R. Salomon.

dommage précis. Ce qui facilite la tâche de cette dernière et constitue un élément de protection des investisseurs contre les détournements.

A titre d'illustration, le fait d'entraîner une baisse très importante du cours des actions d'une société par l'effet des ordres de vente, puis de profiter de la remontée de cours à la suite des ordres d'achat constitue une manœuvre de manipulation de cours¹. Une autre manœuvre consiste à passer beaucoup d'ordres d'achat avant d'annuler les ordres et ensuite de les renouveler².

Un rapport dit Auberge³ a prévu plusieurs cas de manœuvre afin d'éclairer le public de ses comportements et de les inciter à se prévenir contre eux. Est particulièrement prévu la diffusion des rumeurs pour faire baisser le cours en vendant simultanément à découvert. De même le fait de faire monter par rachat ou procédé équivalent à la hausse les cours d'un titre.

En résumé, l'autorité financière doit relever la présence d'un comportement délictuel, illicite : la manipulation, qui se manifeste par l'un des cas susvisés ou des cas similaires dont ils portent la même finalité de tirer un profit illicite ou minimiser le risque spéculatif en détournant le cours des marchés.

B_ Sur l'élément moral

Contrairement au délit de manipulation de cours, l'AMF n'est pas tenue de relever que l'auteur a agi sciemment dans le but d'entraver le marché en induisant autrui en erreur⁴. Le manquement est alors apprécié de manière objective. Cette solution se situe aussi dans une politique de protection des investisseurs et du marché.

C'est ainsi que la décision de la Cour de cassation a considéré qu'il n'est pas nécessaire de rapporter la preuve que le comportement illicite avait pour objet d'entraver le fonctionnement d'un marché réglementé ou d'induire autrui en erreur⁵. L'AMF et la cour d'appel de Paris envisagent la même solution.

¹ _ A. Couret, *Droit financier, op. cit.* n°1569.

² _ Déc. AMF 9 mars 2006, M Z...RTDF, 2006/ 2, p.131, obs. E. Dezeuze.

³ _ Rapport Auberge, n° 1073, p. 113, Doc AN 1987-1988, 1^{er} section.

⁴ _ Art. 38 du règlement UE 596/2014.

⁵ _ Com. 10 nov., 2009, n° 08-21073, RTDF 2010-1, p.129, obs. E. Dezeuze.

Néanmoins, malgré le fait que cette solution paraisse évidente par rapport au régime juridique du manquement, il reste que la caractérisation de l'intention du prévenu d'entraver le marché semble indispensable pour établir le manquement dans la mesure où il paraît impossible de commettre des manœuvres, le plus souvent techniques et sophistiquées, de manière involontaire¹.

Dans le même contexte, certains estiment que si le principe d'objectivité du manquement doit être admis, ceci est difficile à comprendre dans les situations concernant des procédés donnant « une image fictive du marché ou à toute autre tromperie ou artifice dont on peut difficilement imaginer qu'ils n'étaient pas voulus »². Or, il reste que l'écart de l'élément moral dans la preuve du manquement de la manipulation du cours est la solution convenable qui doit être favorisée à notre avis. C'est parce que la preuve de l'élément moral en général ne se fait que par déduction des présomptions du comportement de l'intéressé, à ne pas oublier la difficulté et la finesse de cet exercice au vu des exigences des textes de preuve et de contradiction, même dans les cas susvisés.

En conclusion, l'autorité financière n'est pas tenue de prouver l'intention du prévenu de perturber le cours de marché, malgré le fait qu'elle puisse être déduite des manœuvres recourues par lui. Ce qui facilite évidemment la tâche de l'AMF et tend à responsabiliser les émetteurs dans leurs activités sur le marché.

§ 2_ Position de l'AMF face au manquement

Un auteur parmi d'autres a souligné que les décisions rendues en matière de manipulation de cours sont rares, qu'il s'agisse de manquement administratif ou de délit pénal³. Un autre auteur a eu l'occasion de préciser l'enjeu des interventions sur le marché, en affirmant que si elles présentent la caractéristique commune d'engendrer une influence sur les cours du marché, celles-ci « ne doivent pas, par leur volume, ni par les moyens

¹ V. en ce sens E. Dezeuze, note sous Décision AMF 9 mars 2006, RTDF 2006/2, p.131.

² A. Couret, *Droit financier*, *op. cit.* n°1574.

³ J. Lasserre Capdeville, *Le délit de manipulation de cours : 20 ans d'évolutions légales et de précisions jurisprudentielles*, Bulletin Joly Bourse déc. 2012, p.560, n°224.

utilisés, fausser la libre confrontation des demandes et des offres et ainsi entraver le fonctionnement régulier du marché»¹.

Sous ce prétexte-là, et au vu de la liberté conférée aux investisseurs d'agir sur le marché, de spéculer et de conclure des opérations spéculatives ou risquées, il est légitime de se demander ce qui distingue la spéculation légitime non incriminée de la manipulation de cours réprimée pénalement et administrativement ?

Cette question est fondamentale puisque l'on se charge d'une mission de délimitation des frontières entre des comportements licites et autres incriminés qui peuvent être poursuivis autant qu'un délit et un manquement. Il est alors clair l'importance de cette mission sur les investisseurs ainsi que sur le marché. En constatant les décisions de l'AMF sur cette question, il paraît que la mission de l'autorité est délicate et ne cesse de montrer de grandes difficultés en pratique.

À titre d'illustration, l'autorité financière a eu l'occasion de se prononcer sur plusieurs comportements ou procédés encourus, tels que les pratiques de bourrage d'ordres (*quotestuffing*), d'empilage d'ordres (*quotelayering*) ou d'émission d'ordres trompeurs (*spoofing*)². L'autorité suite aux enquêtes menées en l'espèce a considéré qu'il s'agissait des manœuvres constitutives de manipulation de cours³. Ces pratiques renvoient au fait de transmettre des indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, en présence d'ordres annulés ou placés à des niveaux ne permettant pas leur exécution, puisque « de tels ordres n'ont alors de raison d'être que de favoriser l'exécution des ordres passés en sens opposé »⁴.

Néanmoins, l'autorité a précisé que ces procédés diffèrent de l'opération de « *momentum ignition* », qui renvoie à une pratique de spéculation, et qui n'est pas sanctionnée⁵. Il ressort à l'évidence que la question est celle de qualifier les comportements en espèce par l'autorité financière.

Pour cette raison, c'est-à-dire celle de qualifier les comportements de l'intéressé, et afin de fonder sa décision, l'AMF procède à tirer des indices en espèce de façon pragmatique pour qualifier le comportement en question. On peut tirer quelques indices essentiels

¹ _ N. Rontchevsky, Nouvelle sanction exemplaire d'un manquement de manipulation de cours, note sous AMF sanct., 20 déc. 2007, M. A. Nodet : Bulletin Joly Bourse août 2008, p.290, n°33,

² _ AMF sanction du 9 avril 2009, société SAFE s.p.a.

³ _ *Ibidem*.

⁴ _ N. Rontchevsky, Manipulation de cours par exploitation d'une position dominante sur des marchés de *penny stocks*, Bulletin Joly Bourse juillet 2009, p.264, n°37.

⁵ _ AMF décision précitée.

prévus dans les décisions de la commission de sanctions française, qu'il paraît indispensable d'exposer :

1_ Déjà vu la transmission d'indications trompeuses sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, en présence d'ordres annulés ou placés à des niveaux ne permettant pas leur exécution, dans la mesure où ces ordres n'ont pas pour objet que de favoriser l'exécution des ordres passés en sens opposé. C'est pour cela que la commission des sanctions n'a pas caractérisé dans une affaire la manipulation de cours, parce que « les ordres d'achat agressifs et volumineux, n'avaient pas comme seule raison d'être le renversement de positions à venir, mais bien l'acquisition effective des titres demandés »¹.

2_ L'importance des volumes et la récurrence des achats agressifs et volumineux sur une même séance et sur une même valeur constitue un indice laissant suspecter une manipulation de cours selon l'autorité². Au contraire, si l'autorité de marché relève que la pratique en question se situe dans le cadre des pratiques usuelles et coutumières réalisées sur le marché dont se reposent sur une pure spéculation (day trading)³, elle n'a pas solution que de valider cette pratique. Cette décision peut être expliquée en plus si cette pratique visait essentiellement des acteurs visiblement professionnalisés intervenant sur le marché.

3_ Le renversement rapide de positions des achats agressifs et volumineux au cours de marché peut être assimilé à une manœuvre de manipulation⁴. L'objectif poursuivi réside dans l'établissement d'un moment idéal d'achat ou de vente, en intervenant sur les positions et les valeurs des titres visés. Néanmoins, lorsque l'autorité financière trouve que ces renversements rapides renvoient à des opérations usuelles retenues par l'intéressé, sachant aussi que « ces renversements de positions ont eu lieu dans une tendance déjà haussière qui a perduré à la suite de ces renversements »⁵, elle n'est pas en droit dans ce cas-là de prononcer le manquement, puisque ces renversements n'ont pas vocation à engendrer des variations sensibles de cours.

4_ Dans un marché haussier, « la manière d'acheter est souvent agressive, tandis que la manière de vendre est souvent passive »⁶. Autrement dit, les auteurs de la manipulations ont tendance à acheter des titres qu'ils n'avaient pas à vendre avant qu'ils n'entrent son

¹ _ AMF sanction 14 mars 2014, n° 2014 -01.

² _ *Ibidem*.

³ _ F. M. Laprade, Manipulation de cours : quelle différence avec le principe même de la spéculation?, Bulletin Joly Bourse n° 5 p. 257, 2014, § I p.2.

⁴ _ *Ibidem*.

⁵ _ AMF sanction 14 mars 2014, n° 2014 -01.

⁶ _ *Ibidem*.

ordre d'achat, puis à vendre ces titres à la nouvelle meilleure prix, ou proche de celle-ci. Ils visent alors à tirer un profit personnel illicite de la structure du carnet d'ordres¹.

En conclusion, la mission de l'AMF ne s'apparaît pas facile, surtout avec l'émergence des procédés techniques (représentant plus de 30% des échanges en Europe et 60% aux États-Unis) qui peuvent conduire ceux qui les maîtrisent à abuser du marché². En conséquence, l'autorité financière procède à une analyse pragmatique du comportement, en déduisant les indices susvisés afin de montrer la manipulation. On estime alors qu'il convient à l'autorité d'utiliser les demandes et les injonctions auprès de l'intéressé dans le but de clarifier les ambiguïtés de la situation, de comprendre les intentions de l'intéressé ainsi que sa position vis-à-vis du comportement. On voit alors que la rigueur de l'exercice de l'autorité peut être comprise sous l'empire de la finesse et de la difficulté de son rôle dans la qualification de la manipulation des cours du marché.

¹ _ L. Ruet, Manipulation de cours : comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées afin de provoquer des baisses artificielles, note AMF, sanction 9 mars 2006 : LPA 27 déc. 2006, n°258, p.3.

² _ F. M. Laprade, Manipulation de cours : quelle différence avec le principe même de la spéculation?, *art. cit.* § II p.4.

Conclusion

Nous avons tenté dans ces pages d'étudier et de comprendre le rôle de l'autorité des marchés financiers lors de son contrôle des opérations financières. En effet, ce contrôle se présente dès la première intervention des titres financiers sur les marchés, manifesté par le contrôle à l'admission et l'introduction en bourse des titres. Ensuite, l'autorité de marché mène son contrôle sur l'activité des investisseurs, en veillant sur l'offre au public et l'offre publique des titres, l'exécution des ordres boursiers, l'information publicitaire et en réprimant les abus de marché. Pour cela, l'étude a élaboré le contrôle de l'AMF de chaque phase d'opérations.

Cet exposé nous a conduit à formuler plusieurs conclusions. D'abord, la portée et l'importance du contrôle de l'AMF, voire son existence même, sont indiscutables. Ensuite, l'autorité a réussi à bénéficier d'une portée internationale suite à l'émergence des marchés financiers et à la confiance des acteurs de marché en l'autorité. Nous avons assisté aussi à l'expansion du contrôle tenue par l'autorité à plus de marché, des instruments financiers, des comportements qualifiés par l'autorité des opérations financières. C'est dans ce contexte que nous pourrions alors comprendre l'évolution continue de la réglementation en la matière.

En principe, nous pouvons évidemment déduire que le contrôle de l'AMF est hermétique, rigide et précis. Ceci par exemple a été clair lors de l'étude du contrôle de l'autorité à l'information publiée, soit en matière d'offre au public et d'offre publique soit en matière d'information continue : périodique et permanente. L'autorité était intransigeante dans l'application des dispositions législatives et réglementaires et dans la qualification de la violation de ces dispositions.

Néanmoins, les exigences de la pratique de finance des marchés ont incité l'autorité à admettre une autre politique moins sévère selon les circonstances en espèce. Cette position nous permet de relever une des plus importantes caractéristiques qui stigmatisent le contrôle de l'autorité : c'est le caractère in concreto de son contrôle. En effet, l'autorité procède lors de son contrôle à une étude de l'espèce, en analysant les intéressés, les comportements, les données et même les répercussions de sa décision sur le marché et les acteurs, ce qui reflète l'ampleur et la finesse de son contrôle.

De plus, nous pouvons déduire de l'étude que l'efficacité et la convenance du contrôle de l'AMF sont indiscutables. L'autorité par le biais de son contrôle a connu un succès dans la mise en place de sa politique visant à protéger les investissements et assurer le bon fonctionnement du marché. À cet égard, il est nécessaire de préciser que notre présente étude n'a pas expressément élaboré ce résultat à chaque fois que la décision de l'AMF ou de la commission de sanctions est rendue, mais cette conséquence peut être aisément relevée de l'évolution du contrôle et de la position de l'autorité, ce qui reflète l'importance de cette étude qui tend à exposer cette position. Autrement dit, la logique de traitement des sujets du contrôle de l'AMF dans cette étude constitue en soi la réponse à la question de l'efficacité et la convenance du contrôle de l'autorité de marché. Néanmoins, cette solution n'est pas absolue, et le contrôle de l'autorité a connu de carence en quelques matières, telles que le dispositif de franchissement de seuil.

À la lumière de ce qui précède, il paraît important de souligner que la distinction entre le contrôle antérieur et le contrôle postérieur de l'AMF ne constitue pas une simple méthode visant à répertorier les idées, mais une conséquence de la politique encourue par l'autorité, une politique qui doit répondre aux exigences de l'investissement réalisé sur les marchés financiers, telles que la transparence, la sécurité et le bon fonctionnement de marché.

En particulier, ce sont ces exigences qui justifient l'intervention de l'AMF a priori des opérations afin d'assurer la transparence des marchés, de protéger les investisseurs contre les détournements et d'éviter les conflits sur le marché, ainsi que l'intervention de l'autorité a posteriori des opérations dans le but de préserver le droit de négocier et de spéculer sur les marchés et pour ne pas porter atteinte à la liberté de commerce. Autrement dit, l'étude du contrôle antérieur et postérieur de l'AMF nous permet de comprendre la portée de ces exigences qui dominent la structure et le fonctionnement des marchés financiers et aussi la mise en œuvre du contrôle de l'autorité en conformité à ces exigences.

Il est évident que le marché financier tourne autour de deux pôles : la concurrence, qui est au cœur des marchés financiers, et la protection du marché et des investisseurs. À ce stade, on peut conclure que l'AMF assume la tâche de maintenir l'équilibre entre ces deux pôles par le biais de la politique du contrôle de l'AMF menée par l'autorité, soit préventive ou répressive¹.

¹ Il faut souligner que cette mission n'est pas prévue expressément par les dispositions réglementaires, V. une opinion contraire à cette démarche : Thierry Bonneau, Efficacité et avenir de la régulation financière, *art. cit.* p.2 n°3.

En ce qui concerne l'AMF libanaise, on constate que malgré la nouveauté que présente la loi 2011 qui a bien édicté la formation et la structure de l'autorité, et déterminé les contours généraux de son champ de compétence, il reste qu'elle n'est pas suffisante en la matière, et qu'il est indispensable d'élaborer un règlement général de l'autorité qui prévoit les détails du contrôle et l'étendue du rôle de l'autorité afin de répondre à l'innovation de marché. Néanmoins, toute demande de réglementation en dehors du renforcement de la situation politique, sociale et économique du pays reste insuffisante et inadéquate. C'est pourquoi il faut renforcer cette situation afin de déclencher l'évolution des marchés et de présenter les remèdes aux conflits intervenants sur le marché.

De plus, on rappelle que la loi libanaise 2011 a été adoptée en tenant compte des nouveautés des modèles mondiaux (FSA, SKA...)¹. A cet égard, il convient d'affirmer que la pratique française mérite d'être étudiée et prise en compte dans la rédaction inévitable et demandée du règlement général de l'AMF libanaise, puisqu'elle présente une riche expérience avec des solutions éminentes, et est adaptée à l'innovation des marchés financiers.

Finalement, nous déduisons que malgré les critiques non-négligeables dirigées à l'AMF², elle reste la pierre angulaire de la régulation financière, et le seul organe apte à maintenir la concurrence et préserver les droits du marché et des investisseurs. Le succès de cet organe, la confiance des acteurs et l'attention particulière et pertinente des pouvoirs publics témoignent de cette évidence.

¹ _ Les débats parlementaires sur le projet-Loi des marchés financiers libanais 2011/161, retenues dans les procès-verbaux du parlement libanais, p. 480.

² _ Thierry Bonneau, précitée, n° 6 : surtout les rapports dites : « les régulateurs déficients », « la faillite de la régulation » et « les failles dans la technologie de la régulation ».

Bibliographie

A_ Les ouvrages :

1_ En langue arabe :

_ ouvrages généraux :

1_ Al-Banna Mohammad, **les marchés monétaires et financiers : les bases théoriques et pratiques**, Maktabat Zahraa Ash-Shark, 1996.

2_ Al-Hindi Mounir Ibrahim, **Les outils de l'investissement dans les marchés financiers**, Al-Manama, Al-Mouassasa Al-Arabya Al-Massrifya, 1995.

3_ Al-Hindi Mounir Ibrahim, **Les fondements de l'investissement dans les titres financiers**, Alexandrie, Manchaât Al-Maaref, 1999.

4_ AL-Hinnawy Mohammad Saleh, **Les fondements de l'investissement dans la bourse**, Alexandrie, Ad-Dar Al-Jamiiya Lin-Nachr wat-Tawzii, 2^e édition, 1997.

5_ Ali Saleh Khaled, **La protection pénale spécifique des marchés des titres financiers**, Manchourat Al-Halaby Al-Houkouky, Beyrouth, 1^{er} édition, 2007.

6_ An-Naka Ahmad Abul-Futuh, **La théorie de la monnaie et des marchés financiers**, Alexandrie, Maktabat Al-Ishaa Al-Fannya, 2001.

_Ouvrages spécifiques :

- 1_ Al-Hindi Mounir Ibrahim, **Les titres financiers et les marchés financiers**, Alexandrie, Manchaât Al-Marâef, 1995.
- 2_ Al-Hindi Mounir Ibrahim, **Les marchés des titres financiers**, Aman, Al-Maahad Al-Araby Liddirasat Al-Maliya, 1994
- 3_ Hanafy Abd Al-Gaffâr, **Les bourses : Titres, obligations, fonds d'investissement**, Alexandrie : Maktab Al-Araby Al-Hadith, 1995.
- 4_ Hanafy Abd Al-Gaffâr, **Les marchés financiers et les institutions financières**, Alexandrie, Al-Maktab Al-Araby Al-Hadith, 1995.
- 5_ Toufic Hassan, **L'investissement des titres financiers**, Aman : Al-Mounazzama Al-Arabya Lil-Ulum Al-Idarya, pas de détermination de l'année.

2_ En langue française :

_ Ouvrages généraux :

- 1_ Ducouleux-Favard Claude, **Actes du colloque tenu à la Première Chambre de la Cour d'appel de Paris le 14 novembre 2003**, La criminalité d'argent, LGDJ, 2004.
- 2_ Jeandidier Wilfrid, **Droit pénal des affaires**, Dalloz, 6^{ème} éd. 2005.
- 3_ Loyrette Sibylle, **Le contentieux des abus de marché**, Joly éditions, 2007.
- 4_ Simon François-Luc, **Réflexions sur le délit et le manquement d'initié**, Dalloz, 2007.

_ Ouvrages spécifiques :

1_ Bonneau Thierry et Drummound France, **Droit des marchés financiers**, Economica, 3^e éd, 2010.

2_ Couret Alain, le Nabasque Hervé, Coquelet Marie-Laure, Granier Thierry, Poracchia Didier, Raynouard Arnaud, Reygrobellet Arnaud, Robine David, **Droit financier**, Dalloz, 2^e édition, 2012.

3_ De Vauplane Hubert, Bornet Jean-Pierre, **Droit des marchés financiers**, Litec 3^o éd. 2001.

4_ Ducouloux-Favard Claude, **Allègement de la répression au manquement à la bonne information financière**, Dalloz 2005.

5_ Merville Anne-Dominique, **Droit financier**, Gualino une marque de Lextenso, 2^e édition, 2017.

6_ Ohl Daniel, **Droit des sociétés cotées**, Litec 2005.

7_ Viandier Alain, **OPA OPE et autres offres publiques**, Editions Francis Lefebvre, 2006, 4^eéd., 2010.

B_ Les articles :

_ En langue arabe :

1_ Abd Al-Hamid Salma Abd AL-Sattar, Muhadarat fi ttahlil Al-Iqtisadi Al-Kulli, Dar Annahda Al-arabya, 2004.

2_ Dar Ittihad Al-Masaref Al-Arabya, Beyrouth, Article publié, Les manquements financiers : les marchés des titres financiers, groupe des auteurs, 2002, pas de détermination de l'auteur.

3_ Issam Youssef Achour, Leçons sur la finance et le crédit dans les pays arabes, avec précision sur le marché financier de Beyrouth, Maahad Ad-Dirasat Al-Arabya wal-Alamyia, 1962.

_ En langue française :

- 1_ Arzouze Charles, observation sous AMF, déc. 7 juin 2007, Bull. Joly Bourse juill. 2007, n°108, p.468.
- 2_ Arsouze Charles, Libres propos sur le caractère perfectible de la transparence de l'AMF en matière répressive, RTDF 2010 n°2, p.48.
- 3_ Auckenthaler Franck, Pension, J-CL. Banque; Crédit, Bourse, n°5, 2002.
- 4_ Barban Pierre, Les entreprises de marché. Contribution à l'étude d'un modèle d'infrastructure de marché, préf. F. Drummond, Institut Universitaire Varenne, coll. des Thèses, 2015.
- 5_ Barrière François, la réforme des introductions en bourse, Bull. Joly Bourse n°3, 2015.
- 6_ Bine Pascal, Tomazi Sophie, Le réaménagement procédural des offres publiques, RTDF n°3, 2006.
- 7_ BénédicteFrançois, Fin de l'appel public à l'épargne, Bull. Joly Bourse et produits financiers, 10/2008, n°5.
- 8_ Boisseau Ludovic, Le bras de fer entre Radiall et ses minoritaires arrive à son terme, Les Échos du 31 janv. 2017, p.29.
- 9_ Bombrun Nicolas, le paiement en titres dans les offres publiques, RTDF n°2, 1/4/2010.
- 10_ Bonneau Thierry, la réforme 2006 des offres publiques d'acquisition, JCP 2006, p.134.
- 11_ Bonneau Thierry, commentaire de l'ordonnance n°2009/80 du 22 janvier 2009, relative à l'appel public à l'épargne et l'admission des titres, Droit des sociétés, 3/2009.
- 12_ Bonneau Thierry, Efficacité et avenir de la régulation financière, Revue de Droit bancaire et financier, n° 6, 2010, étude 35.
- 13_ Bonneau Thierry, La réforme des autorités bancaires et financières, Revue de Droit bancaire et financier, 11/2013, n° 6, p. 63.
- 14_ Bornet Jean Pierre, L'introduction en bourse, Revue Banque et Droit, 3/2015, n° 160.
- 15_ Boucheta Haroun, MIF II : premiers enseignements suite au vote du Parlement européen, Bull. Joly Bourse, juin 2014, n° 6, p. 293.

- 16_ Brigeant Jean Marie, Manipulation de cours, diffusion de fausse information et contrôle défaillant, RSC 2015, n°353.
- 17_ Bulletin rapide de Droit des affaires BRDA, Exécution des ordres de Bourse, 15/5/1995.
- 18_ Bulletin mensuelle COB, Les problèmes relatifs à la non-exécution des ordres, n°278.
- 19_ Canivet Guy, Martin Didier, Molfessis Nicolas, Le contentieux en matière d'offre publique, LexisNexis, 2009, p.49.
- 20_ Capdeville Jérôme Lasserre, Le délit de manipulation de cours : 20 ans d'évolutions légales et de précisions jurisprudentielles, Bull. Joly Bourse déc. 2012, p.560, n°224.
- 21_ Cardon Charles, Position AMF n°2013-03 : communication lors des opérations ne donnant pas lieu à l'établissement d'un prospectus, RTDF, n°3, 2013.
- 22_ Catherine Muller Anne, Obligation de meilleure exécution, Revue de droit bancaire et financier n°2.
- 23_ Catherine Muller Anne, Consultation publique de l'AMF sur un projet de guide relatif aux obligations de meilleure exécution et de meilleure sélection, Revue Droit Bancaire et financier n°3.
- 24_ Chronique Marché financier-Droit boursier et des marchés financiers, sous la direction de Bruno Dondero et autres, La Semaine Juridique Entreprise et Affaires n°12, 24 Mars 2016, 1179.
- 25_ Clerc Christophe, Les bons d'offre au cœur de la transposition de la directive OPA, RTDF. N°1, 2006, p.27.
- 26_ Clermontel Pierre, le droit de la communication financière, Pratiques des affaires, Joly éditions 2009, p.195.
- 27_ COB (commission des opérations de bourse), Simplification et harmonisation des modalités de publicité et de diffusion des documents d'information, Revue Bulletin mensuel COB, 6/2003.
- 28_ Communiqué Monceau Fleurs en date du 9 août 2012.
- 29_ Conac Pierre-Henri, Les bons de souscription d'actions Plavix et les principes généraux des offres publiques, Rev. Sociétés, 2005, p.321.
- 30_ Conac Pierre-Henri, Priorités de l'AMF en matière d'application des normes comptables pour les comptes de l'année 2018, Revue des sociétés 2019.

- 31_ Coquelet Marie-Laure, Brèves remarques à propos d'une fusion attendue : la création de l'autorité des marchés financiers, LPA 14 nov. 2003, n°228.
- 32_ Cuntz Nicolas, Euronext Paris fait évoluer ses règles de radiation du marché en cas de disparition de la liquidité, Bull. Joly Bourse oct. 2015, p.457.
- 33_ Cuntz Nicolas, l'affaire foncière de Paris et ses enseignements sur le retrait des décisions de l'AMF devenues définitives, Bulletin Joly Bourse, n°3, p.221, 2017.
- 34_ Daigre Jean-Jacques, Une nouvelle source de droit : le Communiqué ?, JCP G. p.1277, n°27, 1999.
- 35_ Daigre Jean Jacques, la création de l'autorité des marchés financiers, Revue Sociétés 2003.
- 36_ Daigre Jean-Jacques, la fin des bourses, RD bancaire et financière n°2, avril 2003, p.83.
- 37_ Daigre Jean-Jacques, Commentaire des aspects de droit des marchés financiers de la loi pour la confiance et la modernisation de l'économie (Titre V), Rev. Sociétés, 2005, p.559, n°40.
- 38_ Daigre Jean Jacques, note sous T. com. Paris, 7^e ch., 14 déc. 2012, Bull. Joly Bourse 2013.
- 39_ Daniel Labetoulle, la diversité des initiés, Bull. Joly Bourse 2011, p.460.
- 40_ De Ravel D'Esclapon Thribault, Encadrement de la décision de radiation et de cotation d'un instrument financier, Recueil Dalloz 2017, p.691.
- 41_ Descours Bettina, Note sous CA Paris, 16 juin 2009, Léon de Bruxelles, n° RG : 2009/02354, BJB 1 septembre 2009 n°5, p.370.
- 42_ De Vauplane Hubert, Commentaire du règlement COB n°96-01 relatif au droit d'opposition, Bull. Joly Bourse, 1997.
- 43_ De Vauplane Hubert et Simart Odile, Délits boursiers, RD bancaire et bourse 1997, p.85.
- 44_ De Vauplane Hubert, AMF : mauvaise information du marché, Revue Banquet et Droit, 9/2009, n°127.
- 45_ De Vauplane Hubert, Note sous l'autorité des marchés financiers, commission de sanctions, 8/2012, Arkéon, Revue Banque et Droit, 9/2012, p. 60.
- 46_ De Watrignant Christophe, Commentaire sur le cas POWEO nommé : L'introduction sauvage en Bourse-Le cas POWEO, actes pratiques et ingénierie sociétaire, p. 27, 1 janvier 2005.
- 47_ De Watrignant Christophe, l'information financière réglementée à l'heure de la communication électronique, Revue de Droit bancaire et financier n°4, juillet 2008, étude 16.

- 48_ Dezeuze Éric, note sous Décision AMF 9 mars 2006, RTDF 2006/2, p.131.
- 49_ Dezeuze Éric, observation sous CE, 30 déc. 2010, n°326987, RTDF 2011.
- 50_ Dezeuze Éric, observation sous CE, 22 mai 2012, n°344589, RTDF 2012.
- 51_ Dezeuze Éric, observation sous AMF, déc. 11 janv. 2016, Bryan Garnier & Co, RTDF 2016, p.82.
- 52_ Dezeuze Éric, Bianchi Jenyfer, Ambiguïté de l'information délivrée au public à l'occasion de publication d'un prospectus, Revue Sociétés, p.383, 2018.
- 53_ D'Hérouville Jean-Gaillaume, les marchés réglementé et de gré à gré, in La modernisation des activités financières dirigée par Thierry Bonneau, édition GLN Joly, 1996, p.49.
- 54_ Douvrelleur Olivier, un nouveau cas de retrait obligatoire : le retrait obligatoire dans la foulée d'une offre, RTDF n°3, 2006.
- 55_ Drummond Frank, Scmidt Yves, le prix dans les offres publiques, Litec 2009, p.379.
- 56_ Dufour Olivia, Les pièges multiples de l'information privilégiée, les petites affiches n°212, 10/2019.
- 57_ Frison-Roche Marie-Anne et Nussembaum Martha, Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré, RJDA 8-9, 1997, p.679.
- 58_ Gauvain Alain, Brèves réflexions sur le droit financier, Banque et Droit, n°61, 1998.
- 59_ Granier Thierry, les conditions de placement et de commercialisation des titres subordonnés, Bulletin Joly Bourse n°5, p.402, 2008.
- 60_ Granier Thierry, La récupération des normes comptables internationales privées par les autorités publiques communautaires et nationales : Revue de la recherche juridique - Droit Prospectif, n°25, 2011, p.2297.
- 61_ Granier Thierry, les responsabilités de l'émetteur, des dirigeants et du commissaire aux comptes en cas de défaillance dans l'information financière, Bulletin Joly Bourse n°10 oct. 2012.
- 62_ Granier Thierry, Preuve du manquement à l'obligation d'abstention d'utilisation d'une information privilégiée, Bulletin Joly Bourse n°2 p.31, 2019.
- 63_ Granotier Julien, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, thèse Paris II, 2009, dir. D. Cohen.

- 64_ Grillier Frédéric, Franchissement de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables, RTDF n°4, 12/2007.
- 65_ Grillier Frédéric, Segain Hubert, Défense anti OPA au sein des sociétés cotées panorama 2012, RTDF n°2, 2013.
- 66_ Grosjean Orphée, la cour d'appel de Paris confirme la pratique de l'AMF en matière d'O.P.R., Bulletin Joly Bourse, n°11 p. 324, 2015.
- 67_ Gueguen Simon, Déclaration de franchissement de seuil et contrats d'*equity swap*, éléments de réflexion sur les évolutions en droit interne et communautaire, Bull. Joly Bourse, n°9, sept. 2013, L'introduction de l'article, n°2.
- 68_ Guyon Yves, le rôle de la commission des opérations de bourse dans l'évolution du droit des sociétés commerciales, RTD commerciale 1975, p.447.
- 69_ Guyon Yves, Le régime juridique des prêts de titres, RD bancaire et bourse n°29, janvier-février 1992.
- 70_ Henriot Loic, Etendue du devoir de contrôle de l'AMF en matière d'examen de conformité d'un projet d'O.P., Revue Lamy Droit des affaires, n°131, 1^{er} nov, 2017.
- 71_ Hyvernaud Anne, services d'investissement : Quel avenir pour l'exécution des ordres ? Les entretiens de l'AMF, jeudi 22 novembre 2007.
- 72_ Jobard Yves, le principe de transparence sur les marchés financiers : rempart contre les prises de contrôle rampantes, RTDF n°3, 2011.
- 73_ Jobert Laurent, les listes d'initiés, Actes pratiques et ingénierie sociétaire n°98, 3/2008.
- 74_ Lagrade Xavier, Le droit financier présente-t-il un particularisme ?, JCP 2005, p.140.
- 75_ Laprade Frank Martin, La politique de sanction du régulateur : Répression ou réparation ?, n°64, 2009, p.439.
- 76_ Laprade Frank Martin, LVMH/Hermès : quelle réglementation pour quelle transparence ?, Bull. Joly Bourse 2011, p.152.
- 77_ Laprade Frank Martin, Manipulation de cours : quelle différence avec le principe même de la spéculation?, Bull. Joly Bourse n°5 p.257, 2014.
- 78_ Le Cannu Paul, Le droit financier existe-t-il ?, LPA 26 avril 2004, n°83.

- 79_ Le Nabasque Hervé, Poitier Philippe, Note sur le règlement général de l'autorité des marchés financiers, Revue de droit bancaire et financier n°4, p.149, Juillet 2006.
- 80_ Le Nabasque Hervé, Les mesures de défense anti-OPA depuis la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006, Rev.sociétés, 2006, p.37.
- 81_ Le Nabasque Hervé, offres publiques d'acquisition, RDBF, 2006, p.41.
- 82_ Le Nabasque Hervé, Modification des dispositions relatives aux offres publiques, revue de droit bancaire et financier, n°2, 3/2013.
- 83_ Les débats parlementaires sur le projet-Loi des marchés financiers libanais 2011/161, retenues dans les procès-verbaux du parlement libanais, p.480.
- 84_ Létréguilly Hervé, la liste d'initiés : dernière pièce du dispositif de prévention des opérations d'initiés, RTDF n°2, 2006.
- 85_ Lunel-Jurgensen Aline, Le rémunéré, la pension, le prêt de titres, Revue Banque 1992.
- 86_ Marguénaud Jean-Paul, Le pouvoir de sanction des autorités administratives indépendantes à l'épreuve de l'article 6 de la convention européenne des droits de l'homme, LGDJ, 2001, p.213
- 87_ Martin Didier, l'offre publique de retrait, Option finance, n°162, 13 mai 1991, p.26.
- 88_ Martin Didier, Kanovitch Benjamin, Giuliani Guillaume, Commentaire sur l'affaire LEGUIDE, Chronique Public M et A, RTDF n°2, 2013.
- 89_ Martin Didier, Giuliani Guillaume, Affaire APRR : l'application de la procédure d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire des actions détenues par les personnes publiques – l'étendue du contrôle de conformité de l'AMF, Document: Revue de Droit bancaire et financier n°2, 2014, commentaire 79.
- 90_ Martin Didier, Kanovitch Benjamen, Public M&A – Offres publiques, RTDF 2014/2, p.131.
- 91_ Martin Laprade Frank, Giuliani Guillaume, La réforme des offres publiques d'acquisition, RDBF 2006, n°6, p.55.
- 92_ Martin Laprade Franc, Admission aux négociations, Bulletin Joly Bourse n°5, p.620 septembre 2007.
- 93_ Martin Laprade Frank, les ordres de bourse en attente d'exécution sont-ils des informations privilégiées ?, Bulletin Joly Bourse- n°01- p.15, 2018.

94_ Mason Alan, Aspects de droit boursier de restructurations, Revue trimestrielle de droit financier, 4/2010.

95_ Mazet Goguel, la défense anti-OPA, RD affaires internationales n°3, 1988, p.340.

96_ Merville Anne-Dominique, Des agents de change aux différentes professions des marchés financiers, in « **D'un code à l'autre : le droit commercial en mouvement** », ouvrage collectif sous la direction de P. Le Cannu, LGDJ, 2008, p. 289.

97_ Mittelette Olivier, l'obligation de déclaration des transactions des dirigeants, Banque et Droit juillet 2006, n°108.

98_ Moulin Jean Marc, Retour sur les bons dits "Plavix" émis dans le cadre de l'offre de Sanofi-Synthélabo sur Aventis, Bull. Joly Bourse, 2004, p.673.

99_ Moulin Jean-Marc, La loi n° 2006- 387 du 31 mars 2006 transposant la directive OPA du 21 avril 2004, JCP E, 2006, n°1651, p.757.

100_ MullerAnne Catherine, Les opérations de marché, Revue Droit et patrimoine, 6/2013, n°226.

101_ MullerAnne-Catherine, les acteurs des marchés financiers, Revue Droit et Patrimoine, 1/5/2014, p. 86, n°236.

102_ Muller Anne-Catherine, Rapport final sur les introductions en bourse, Revue sociétés p.61, 2015.

103_ Muller Anne Catherine, Modification des règles relatives à la radiation dans le marché réglementé, Revue Droit bancaire et financier, 11/ 2015.

104_ Note publiée par Euronext Paris, mise à jour le 1^{er} juin 2001, publiée sur : www.euronext.com.

105_ Note sous décision de sanction de l'AMF, 25 janvier 2007, société Etc Pollak, Rédaction, Bulletin Joly Bourse et produits financiers, 2007, n°6 p.741.

106_ Notté Gérard, Offre publique d'acquisition, JCP E semaine juridique n°6, 2/2011.

107_ Ohl Daniel, Les bons d'offre : la fin des OPA hostiles?, Bulletin Joly Bourse n°5 p.527, sept. 2006.

108_ Pailler Paulin, Manipulations de cours, Revue de Droit Bancaire et Financier, 7/2018, n°4, p.48.

- 109_ Penot Didier, les initiés occasionnels, RTDF n°2, 2006.
- 110_ Pietrancosta Alain, Le droit des sociétés sous l'effet des impératifs financiers et boursiers, thèse, Paris 1, 1999.
- 111_ Pietrancosta Alain, la rubrique « Appel public à l'épargne », Dictionnaire Joly Sociétés, mars 2002.
- 112_ Pietrancosta Alain, loi n°2006-387 relative aux offres publiques d'acquisition, RTDF 2006.
- 113_ Prat Bredin, commentaire sur l'affaire Club Méditerranée, RTDF n°4, 2014.
- 114_ Prosper Weill, Bruno Genevois et autres, Les grands arrêts de la jurisprudence administrative, Dalloz, p.818.
- 115_ Rameix Gérard, L'autorité des marchés financiers, LPA 14 nov. 2003.
- 116_ Rapport Auberger, n°1073, p.113, Doc AN 1987-1988, 1^{er} section.
- 117_ Rapport du cabinet Mazars 2009, IBID, p.145.
- 118_ Règles Euronext, publiée sur : www.euronext.com.
- 119_ Relmy Jean-Paul, Impartialité et autorité des marchés financiers : de l'impartialité personnelle à la partialité structurelle, RTD 2010, p.29.
- 120_ Riassetto Isabelle, L'affectation prévisionnelle des ordres émis par une société de gestion de portefeuille, bulletin Joly bourse, n°07-08-p.317.
- 121_ Ricard Louis-Nicolas, Actualisation de la doctrine de l'AMF sur l'information périodique des sociétés cotées, Revue Droit bancaire et financier n°2, 1/2019.
- 122_ Rolland Dumas, l'internalisation des ordres, Banque et Droit aout 2005, p.18.
- 123_ Rontchevsky Nicolas, observation du Com. 17 juill. 2001, RTD com. 2001, p.946.
- 124_ Rontchevsky Nicolas, L'information du marché par les émetteurs, RJ com. nov 2003, p.103.
- 125_ Rontchevsky Nicolas, le nouveau régime des offres publiques d'acquisition, RTD com. 2006, p. 437.
- 126_ Rontchevsky Nicolas, Nouvelle sanction exemplaire d'un manquement de manipulation de cours, note sous AMF sanct. 20 déc. 2007, M. A. Nodet : Bulletin Joly Bourse août 2008, p.290, n°33.

127_ Rontchevsky Nicolas, Manipulation de cours par exploitation d'une position dominante sur des marchés de *penny stocks*, Bulletin Joly Bourse juillet 2009, p.264, n°37.

128_ Rontchevsky Nicolas, obs. sous CA Paris, 8 avr. 2009, n°08/14851, RTDF 2009.

129_ Rontchevsky Nicolas, Manquement d'initié, Revue Trimestrielle de Droit financier n°4, 10/2017.

130_ Rontchevsky Nicolas, De la rumeur de marché à l'information privilégiée, Bulletin Joly Bourse n°2 p.22, 2019.

131_ Roy Sophie, Modification des règles relatives à la radiation du marché réglementé, RD banc. fin. nov. 2015. Comm. 207.

132_ Royer Guillaume, note sous Crim. 14 juin 2006, JCP E 2007, n°1146.

133_ Ruet Laurent, Ordres de bourse, Dictionnaire Joly Bourse, p. 458.

134_ Ruet Laurent, Manipulation de cours : comment un simple particulier peut fausser les cours de bourse de sociétés cotées afin de provoquer des baisses artificielles, note AMF, sanction 9 mars 2006 : LPA 27 déc. 2006, n°258.

135_ Ruet Laurent, Exécution des ordres : encadrement strict par l'AMF, Bulletin Joly Boursen°5, p.228, 2013.

136_ Salomon Renaud, Germain Maggi, offre publique de retrait et retrait obligatoire, Actes pratiques janv. Fév. 2002.

137_ Samuelliann Martine, Où sont les risques ?, Bulletin Joly Bourses 2011, p.446.

138_ Schiller Sophie, la procédure de retrait obligatoire, Revue Acte pratique et ingénierie sociétaire n°130, 7/2013.

139_ Schmidt Yves, Sallé Maxime, Artemis/Suez, première application du dispositif de gestion des rumeurs anti-OPA, Petites Affiches, 04 juin 2007 n°111.

140_ Stasiak Frédéric, L'utilisation et la communication illicites d'une information privilégiée, Le Lamy Droit pénal des affaires 2019, n°1952.

141_ Storck Michel, Le rôle et la portée de la publicité dans la commercialisation d'instruments financiers, bulletin Joly bourse, n°3, 1/3/2014.

142_ Sylvestre Stéphane, Les bons Plavix, LPA, 8 févr. 2005.

143_ Teller Mariana, l'AMF à l'heure des bilans : les résultats de 2005, les perspectives à compter de 2007, Bulletin Joly Bourse, n°5, p. 663, 2006, p.4.

144_ Torck Stéphane, De la suppression du droit d'opposition de l'AMF, suite et fin, Revue de Droit bancaire et financier n° 1, Janvier 2008.

145_ Torck Stéphane, La responsabilité du PSI en cas d'ordres de bourse initiés par Internet, Bulletin Joly Bourse, n°2, p.57, 2016.

146_ Uzan Carole, Les Entretiens de l'AMF, Transparence et opérations financières : le suivi du contrôle dans les sociétés cotées, 6 novembre 2008, p.27.

147_ Vabres Régis, Offre publique de retrait et retrait obligatoire, Revue Droit des sociétés n°10, 10/2019.

148_ Vasseur Michel, la commission des opérations de Bourse, Revue Banque février 1969, p.83.

149_ Vatinet Raymonde, les défenses anti-OPA, Rev. Sociétés 1987 p.593.

150_ Viandier Alain, Franck Martin-Laprade, Bull. Joly Sociétés, 1990.

151_ Zabala Bruno, moderniser les introductions en bourse, Revue option finance n°1019, p.29, 2009.

C_ Les articles de presse :

1_ « Club Med : soupçon de manipulation de l'OPA », Le Figaro du 6 janvier 2015.

2_ « Faux experts et manipulation d'opinion s'invitent dans le rachat du Club Med », Le Monde du 6 janvier 2015.

3_ « Hermès : LVMH se défend d'avoir contourné les règles de l'AMF » : Le Monde, 25 oct. 2010.

4_ « Lagardère-LEGUIDE, Pertes et profits : chronique Le juste prix », Le Monde, 10 juin 2012.

5_ « Soupçons de manipulation dans l'OPA sur le Club Med », Challenges du 5 janvier 2015.

D_ Les sites d'internet :

- 1_ Le site de l'AMF française :www.amf-france.org.
- 2_ Le site de l'AMF libanaise :<https://www.cma.gov.lb>.
- 3_ Le site de la bourse française :www.boursier.com/actions/paris.
- 4_ Le site de la bourse libanaise : www.bse.com.
- 5_ Le site de la bourse de Dubaï : www.dfm.ae.

E_ Les décisions juridiques :

1 _ Les décisions judiciaires :

_ De la 1ère instance :

- 1_ Paris, 5 mars 1990 : JCP E, 1990, II, 15838.
- 2_ Paris 27 Oct. 1993: Sommaire 200, obs. Y. Reinhard.
- 3_ Paris 7 juillet 1995 : Bulletin Joly Bourse 1995, p.157, note H. de Vauplane.
- 4_ Paris 13 nov. 1996: Bulletin Joly Bourse 2002, p.25, note N. Rontchevsky.
- 5_ Paris, 19 mai 1998 : Bulletin Joly Bourse 1998, p. 651, note A. Couret.
- 6_ Paris 17 juin 1999: Banque et Droit, Nov. 1999, p.38, obs. Th. Bonneau.
- 7_ Paris 17 juin 1999 : Bulletin Joly Bourse, 1999, p. 485, note N. Rontchevsky.
- 8_ Paris 23 Oct. 2001: RTD comm. 1999, p. 710, obs. Ch. Goyet.
- 9_ Paris 23 Oct. 2001 : Banque et Droit 2001, n°80, p. 24, obs. H. de Vauplane et J.-J Daigre.
- 10_ Paris 13 Nov. 2001 : RDBF 1/2004, note A. Couret.
- 11_ Paris 13 Nov. 2001 : Droit sociétés 2004, comm. n°31, obs. Th. Bonneau.

12_ Paris, 16 juin 2009, Léon de Bruxelles, n° RG : 2009/02354.

13_ Paris, 16 sept. 2014, n° 13/02091.

14_ Tribunal commercial, Paris, 14 déc. 2012, SA Radiall c/ Euronext Paris et SAS Orfim, Bull. Joly Bourse 2013. 192, § 72, note J.-J. Daigre.

15_ Tribunal correctionnel, Paris, 13 février 2002, Dr. Social 2002, note M. Cohen.

16_ Tribunal correctionnel, Paris, 13 février 2002 : RTDF com. 2002, p.347, note Rontchevsky.

_ Deuxième instance :

1_ CA Paris, 13 juill. 1988, D. 1989, jurisdata p. 160, note P. Le Cannu.

2_ CA Paris, 10 mars 1992, n° 91/24720, Revue sociétés 1992, p. 229, note M. Vasseur.

3_ CA Paris, 15 janvier 1993 n°273.

4_ CA Paris, 13 nov. 1996, n° 96/20709 et 96/20710, Revue sociétés 1997, p. 817, note P. Le Cannu.

CA Paris 7 mai 1997, Banque et Droit juin 1997, n° 53, p. 40, note H. de Vauplane.

5_ CA Paris, ch. 1, sect. H, 3 juill. 1998, n° 98/10847: JurisData n° 1998-021923; JCP E 1998, 1980.

6_ CA Paris, ch. 1, sect. H, 17 juin 1999, n° 1999/06450 et n° 1999/06430 : JurisData n° 1999-023401 et n° 1999-023402.

7_ CA Paris, ch. 1, sect. H, 17 juin 1999, n° 1999/06450 et n° 1999/06430 : Bull. Joly Bourse 1999, p. 484, note N. Rontchevsky.

8_ CA Paris, 26 oct. 1999, Bulletin Joly Bourse avril 2000, p. 153 n° 34, note N. Rontchevsky.

9_ CA Paris, 1er févr. 2000, n° 1999/22682.

10_ CA Paris, ch. 1, sect. H, 23 oct. 2001, n° 2001/06034: JurisData n° 2001-154888.

11_ CA Paris, ch. 1, sect. H, 23 oct. 2001, n° 2001/06034 : Banque et droit 2001, n° 80, p. 24, note H. de Vauplane et J.-J. Daigre.

12_ CA Paris, 13 nov. 2001, n° 01/13003, RJDA 2002, n° 396, note A. Viandier.

- 13_ CA Paris, 1^{er} avril 2003, Banque et Droit juillet 2003, p. 44, obs. H. de Vauplaine.
- 14_ CA Paris, 1^{er} avril 2003 : RTDF 2003 p. 776, obs. N. Rontchevsky.
- 15_ CA Paris, 30 nov. 2004, Dr. Sociétés 2005, commentaire 203, obs. R. Salomon.
- 16_ CA Paris, fév. 2007, RTDF 2007/2, p. 112, obs. B. Garrigues et autres.
- 17_ CA Paris, 8 avr. 2009, n° 08/14851.
- 18_ CA Paris, 31 mai 2012, n° 2011/0537 : Affaire « Wendel ».
- 19_ CA Paris, P. 5, ch. 5-7, 8 janv. 2015, n° 2013/23300, SMAvie BTP c/ Silic et Icade.
- 20_ CA Paris, 12 janv. 2017, n° 16/17607.
- 21_ CA Paris, 5-7, 28 sept. 2017, n° 16/10468 : BJB déc. 2017, n° 117d2, p. 382, note F. Martin Laprade.
- 22_ CA Paris, 5-7, 28 sept. 2017, n° 16/10468 : RTDF 2017, p. 110, note N. Rontchevsky.

_ De la Haute cour :

- 1_ Criminelle, 26 juin 1995, n° 93-81646, Bulletin Crim. n° 233.
- 2_ Commerce 18 juin 1996, RD bancaire et bourse n° 56, 1996, p. 177, note M. Germain et M.-A. Frison Roche
- 3_ Commerce, 9 avril 1996, Banque et Droit 1996, n° 47, p. 31, note H. de Vauplane.
- 4_ Criminelle, 28 janvier 2009, n° 07-81674 : JCP 2009, p. 1400, note J. Robert.
- 5_ Criminelle, 28 janvier 2009, n° 07-81674 : RTD com. 2009, p. 409, note N. Rontchevsky.
- 6_ Commerciale, 10 nov. 2009, n° 08-21073, RTDF 2010-1, p. 129, obs. E. Dezeuze.
- 7_ Commerciale, 1^{er} juin 2010, n° 09-14684, Bulletin Joly Bourse 2010, p. 298, note D. Schmidt.
- 8_ Commerciale, 1^{er} juin 2010, n° 09-14684, RTDF 2010-2, p. 137, obs. B. G.
- 9_ Commerciale, 21 janv. 2014, n° 12-29.475: JurisData n° 2014-000574.
- 10_ Commerciale, 21 janv. 2014, n° 12-29.475 : RD bancaire et fin. 2014, comm. 79.
- 11_ Commerciale, 21 janv. 2014, n° 12-29.475 : Bull. Joly Bourse 2014, p. 229, note A. Delion.

12_ Commerciale, 17 nov. 2015, n° 14 -18673; F–PB.

13_ Commerciale, 5 juill. 2017, n° 15 - 25.121, P+B.

_ Du Conseil d'Etat :

1_ CE, ass. 1^{er} juill. 1988, n° 63263 ; CE, 3 avr. 2006, n°264633.

2_ CE, 30 déc. 2010, n°326987.

3_ CE, 22 mai 2012, n°344589.

2_ Les décisions de l'AMF :

_ Les lettres et les recommandations :

1_ Position de l'AMF relative à l'établissement des listes d'initiés, 18 janvier2006, disponible sur le site de l'AMF française.

2_ Rapport Décision AMF 14 sept. 2006, Fourtou et Levy, Dr. Sociétés 2007, comm. 34, note Th. Bonneau.

3_ Guide publié par l'AMF, relatif au dépôt de l'information réglementée auprès de l'AMF et à sa diffusion (version du 28 novembre 2007) : www.amf.org.

4_ Communiqué de l'AMF, 30 nov. 2007, publié sur : www.amf.org.

5_ Recommandation AMF n°2010-7 du 3 nov. 2010, Guide relatif à la prévention des manquements d'initiés imputables aux dirigeants des sociétés cotées, p.2.

6_ Lettre de l'AMF publiée sur le site d'internet, décembre 2012 sur l'observatoire de l'épargne.

7_ Position AMF n°2013-03 en date du 4 février 2013.

8_ Rapport du Groupe de travail présidé par Monique Cohen et Jean-Pierre Hellebuyck, membres du Collège de l'AMF, 25 sept. 2014.

9_ Recommandation AMF, 2018-12, Rapport financier annuel. États financiers 2018 et travaux de revues des états financiers 2016-2017.

_ Les décisions :

- 1_ AMF, 9 mars 2006, M Z...RTDF, 2006/ 2, p. 131, obs. E. Dezeuze.
- 2_ AMF, 9 mars 2006 : note L. Ruet, LPA 27 déc. 2006, n° 258.
- 3_ AMF, 6 avril 2006, Société Cofidur et M. Ch. Durat.
- 4_ AMF, 14 sept. 2006, Fourtou et Levy.
- 5_ AMF, 25 janvier 2007, société Etc Pollak.
- 6_ AMF, 24 mai 2007, société Rhodia.
- 7_ AMF, 20 déc. 2007, M. A. Nodet.
- 8_ AMF, 23 octobre 2008, M. Marc Bonnemoy.
- 9_ AMF, 26 févr. 2009, Edelweiss Gestion.
- 10_ AMF, 5 mars 2009, Société Nortène et autres, Bulletin Joly Bourse 2009, p.298, note H. Bouthinon-Dumas.
- 11_ AMF, 9 avril 2009, société SAFE s.p.a.
- 12_ AMF, D&I n° 209C0678, 15 mai 2009.
- 13_ AMF, 1^{er} octobre 2009, Bull. Joly Bourse 2010, p. 132, note E. Dezeuze.
- 14_ AMF, 12 nov. 2009, A B C Brice Mari et sociétés D et E, Bulletin Joly Bourse 2010, p. 126, note F. Martin Laprade.
- 15_ AMF, 1^{er} avril 2010, Société X et MM. A, B et C.
- 16_ AMF, 20 mai 2010 : BJB sept. 2010, p. 379, n° 50, note C. Cardon et L. Faugérolas.
- 17_ AMF, 27 mai 2010, MM. A B C.
- 18_ AMF, 13 décembre 2010, (publiée le 17 janvier 2011).
- 19_ AMF, 19 avril 2012, Caisse d'Epargne et de prévoyance Ile-de-France (affaire Doubl'O).
- 20_ AMF, D&I n°212C0605, 11 mai 2012.
- 21_ AMF, 29 juin 2012 Sté Bricorama SA, MM. Jean-Claude bourrelier, A, B et cabinet X.
- 22_ AMF, 8 févr. 2013, BNP Paribas Fin'ams.

23_ AMF, D&I n° 213C1217, 9 août 2013.

24_ AMF, D&I n° 213C1472, 2 oct. 2013.

25_ AMF, 14 mars 2014, n° 2014 -01.

26_ AMF, 11 janv. 2016, Bryan Garnier & Co.

27_ AMF, 11 janv. 2016 : Bulletin Joly Bourse févr. 2016, n° 113d5, p. 47, note Keita B.

28_ AMF, 2ème sect. 6 avril 2016, Stéaviva Investor France.

29_ AMF, le 2 novembre 2017, publiée sur le site d'internet de l'autorité.

30_ AMF, déc. 18 déc. 2017, no 14, S. Lemaire et M. A. Obadia.

31_ AMF, 24 oct. 2018, n°11, X et a

32_ AMF, 14 déc. 2018, n°15, Société Sofiro SARL et a.

F_ Lois et règlements :

1_ Droit Libanais :

1_ Code d'obligations et des contrats libanais, date 9/3/1932, journal officielle n°2642 publié le 11/4/1932.

2_ Décret-loi n° 1509 sur la constitution de la bourse libanaise.

3_ Loi n°234 du 10/6/2000 sur l'organisation de l'intermédiation financière.

4_ Loi n°160 du 17/8/2011 sur la prohibition de l'exploitation personnelle de l'information privilégiée sur les marchés financiers.

5_ Loi n°161 du 17/8/2011 sur les marchés financiers.

_ Droit Français :

- 1_ Arrêté d'homologation du 18 septembre 2006 publié au J.O. du 28 sept. 2006.
- 2_ Bulletin COB n°313, mai 1997.
- 3_ Code civil français ; Lamy Droit du financement 2011.
- 4_ Code monétaire et financier.
- 5_ Directive « Abus de marché » date : 2003/6 du Parlement sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché.
- 6_ Directive 2004/ 39 du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers.
- 7_ Directive n° 2004/109/CE du 15 décembre 2004, plus connue sous le nom de directive « Transparence ».
- 8_ Directive OPCVM, IV du 13 juillet 2009.
- 9_ Instruction n°2006- 5 du 3 fév. 2006 relatives aux opérations des dirigeants et des personnes mentionnées à l'art. L. 621-18-2 du Code monétaire et Financier sur les titres de la société.
- 10_ Loi n° 89-531 du 2 août 1989 relatives à la transparence et à la sécurité des marchés.
- 11_ Loi n° 96-547 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières.
- 12_ Loi n° 2003/706 du 1^{er} août 2003 de sécurité financière.
- 13_ Loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition.
- 14_ Loi n° 2008-776 du 4 août 2008de modernisation de l'économie (LME).
- 15_ Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives, dite loi « Warsmann IV ».
- 16_ Ordonnance n° 2007-544 du 24 avril 2007.
- 17_ Ordonnance n° 2015-1341 du 23 octobre 2015.
- 18_ Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Sénat, Séance du 20 octobre 2005.
- 19_ Règlement COB n° 90-02, pris en application de la loi du 2 août 1989 dotant la COB d'un pouvoir de sanctions propres.

20_ Règlement général de l'AMF française, en vigueur depuis le 21 juillet 2018, publié sur le site internet : www.amf.org.

21_ Règlement (CE) n°1606/2002 du Parlement européen et du Conseil.

22_ Règlement (CE) n° 809/2004, UE, 29 avril 2004 : JOUE n° L 149, 30 avril 2004.

23_ Règlement (CE) n°1126/2008 de la Commission du 3 novembre 2008.

24_ Règlement MAR N°596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, élaboré par l'UE.

25_ Règlement UE n° 2014/596 du parlement européen et du conseil du 16 avril 2014.

26_ Règlement UE n° 596-2014 du parlement européen et du conseil, 16 avril 2014.

Table des matières

Contents

Abréviations	5
Sommaire	7
Introduction	8
Première partie : Le contrôle antérieur de l'AMF des opérations financières	20
Chapitre 1- Le contrôle de l'AMF des opérations portant sur les titres financiers	21
Section 1_ Le contrôle de l'AMF sur l'introduction et la radiation des titres financiers ..	22
§ 1_ L'admission d'un titre financier sur un marché	22
§ 2_ Le contrôle de l'AMF sur l'introduction en bourse	24
A_ Le régime de l'introduction des titres financiers	25
B_ L'introduction sauvage des titres financiers	27
§ 3_ La suspension et la radiation des titres financiers	28
A_ Contrôle sur le processus des deux opérations	28
B_ Contrôle sur le cas spécifique : La demande de radiation par l'émetteur	29
Section 2_ Le contrôle sur le transfert définitif de la propriété des titres financiers	32
§ 1_ Le contrôle sur la négociation de titres financiers : L'offre au public	32
A_ Contrôle sur l'information publiée dans les documents légaux : Le visa.....	33
1_ La délimitation du contrôle de l'information publiée	33
2_ L'étendue du contrôle de l'information publiée	35
B_ Contrôle sur toute information publiée lors de l'offre au public	36
§ 2- Le contrôle sur l'exécution des ordres	38
A_ La notion d'exécution d'ordre	39
B_ Contrôle sur les obligations qui incombent sur les PSI.....	41
1_ L'obligation essentielle.....	41
2_ Les corollaires du principe de la meilleure exécution.....	42
Chapitre 2 : Le contrôle de l'AMF des offres publiques	45

Section 1 _ Contrôle des offres publiques d'acquisition ou d'échange	46
§ 1_ Le contrôle sur le lancement des offres publiques d'achat ou d'échange.....	46
§ 2_ La conformité du projet d'offre publique	49
§ 3_ Le contrôle du prix de l'O.P. A.	52
§ 4_ Le contrôle de l'AMF sur l'utilisation des mesures anti-O.P.A.....	55
Section 2 _ Contrôle de l'AMF des offres publiques de retrait et le retrait obligatoire	58
§ 1_ Contrôle de l'AMF aux offres publiques de retrait	58
A_ L'étendue du contrôle de conformité de l'AMF sur le projet d'O.P.R.	59
B_ L'application de l'AMF des règles autre que boursières en cas d'O.P.R.	61
§ 2_ Contrôle de l'AMF du retrait obligatoire	63
Deuxième partie : Contrôle postérieur de l'AMF des opérations financières	66
Chapitre 1 : Contrôle de l'AMF sur l'information continue	67
Section 1 : Contrôle sur l'information périodique	68
§ 1_ Contrôle sur les rapports financiers.....	68
A_ Contrôle sur le rapport financier annuel.....	69
B_ Contrôle sur le rapport financier semestriel.....	71
C _ Contrôle sur des informations spécifiques	72
§ 2_ Modalités du contrôle exercé par l'AMF sur l'information périodique	73
A_ Complément d'informations utiles	74
B_ Injonctions de l'AMF	75
C_ Contrôle sur les modalités techniques de diffusion	77
Section 2_ Contrôle sur les informations permanentes.....	80
§ 1_ Concernant l'information privilégiée	81
§ 2_ Concernant le cas de franchissement de seuil	84
A_ L'essence du franchissement du seuil	85
B_ Equity swap : Difficulté pratique	86
§ 3_ Le cas des opérations des dirigeants sur les titres de la société	89
§ 4_ Concernant la liste d'initiés	90
Chapitre 2_ Contrôle de l'AMF sur les abus de marché	92
Section 1 : Répression du manquement d'initiés	93
§ 1_ L'appréciation de l'AMF des éléments du manquement	93
§ 2_ Position de l'AMF face au manquement.....	96

Section 2_ Répression de la mauvaise information du public	<u>100</u>
§ 1_ L'appréciation des éléments de manquement par l'AMF	<u>100</u>
A_ Le champ d'application du manquement.....	<u>101</u>
B_ Les personnes concernées	<u>102</u>
C_ L'information inexacte, imprécise ou trompeuse	<u>102</u>
§ 2_ Position de l'AMF face au manquement	<u>104</u>
Section 3_ Répression des manipulations de cours	<u>106</u>
§ 1_ L'appréciation de l'AMF des éléments de la manipulation de cours	<u>106</u>
A_ Sur la manœuvre encourue ou tentée.....	<u>107</u>
B_ Sur l'élément moral	<u>108</u>
§ 2_ Position de l'AMF face au manquement	<u>109</u>
Conclusion	<u>112</u>
Bibliographie	<u>116</u>
Table des matières	<u>138</u>