

Stefanie Volz
DEA droit des affaires
Université Robert Schuman, Strasbourg III
année universitaire 2002/2003

Mémoire :

La surveillance des bourses en France et en
Allemagne
– une comparaison analytique

sous la direction de :
Professeur Michel Storck

Plan sommaire

Introduction	p. 4
I. Les différences dans l'organisation des autorités de surveillance	p. 7
A. L'organisation des autorités de surveillance en Allemagne	p. 7
1. L'autorité au niveau fédéral : La « Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, (BAFin)» (Office fédéral pour la surveillance des prestations de services financiers)	p. 7
2. L'autorité au niveau des pays fédéraux : La « Börsenaufsichtsbehörde », (service de surveillance de bourse)	p. 10
3. L'autorité de coordination entre le niveau fédéral et les pays fédéraux : le « Wertpapierrat » (Conseil des valeurs mobilières)	p. 12
4. La surveillance par les organismes d'auto-gestion au sein de chaque bourse: les « Selbstverwaltungsorgane » (organismes d'auto-gestion)	p. 13
5. Le lien entre auto-gestion et contrôle de l'Etat : La « Handelsüberwachungsstelle » au sein de chaque bourse, (département de surveillance des transactions)	p. 14
B. La discussion sur la réforme des structures en Allemagne	p. 17
1. Les arguments en faveur d'une réforme	p. 17
2. Les raisons qui ne permettent pas la réforme	p. 18
3. La réforme au niveau fédéral seulement : la création de la BAFin	p. 19
C. Comparaison entre les modèles français et allemands	p. 22
1. Les différences d'organisation des systèmes	p. 22
2. Les différences dans la mission et les pouvoirs	p. 24
II. Les similarités dans les méthodes	p. 29
A. L'obligation des sociétés d'informer le marché et les investisseurs	p. 29
1. L'information préalable	p. 29
2. L'information lors de la cotation en bourse	p. 32
3. Le rôle des autorités de surveillance	p. 35
B. La sanction d'un comportement préjudiciable au marché	p. 36
1. L'utilisation des informations privilégiées: le délit d'initiés	p. 36
2. Les manœuvres sur le cours	p. 41
Conclusion	p. 46

Liste des abréviations principales

AFM	Autorité des marchés financiers
AktG	Aktiengesetz, (loi sur les SA)
BAFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, (Office fédéral pour la surveillance des prestations de services financiers)
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel, (Commission fédérale de surveillance du commerce des valeurs mobilières)
BörsG	Börsengesetz, (loi boursière)
BörsZulVO	Börsenzulassungsverordnung, (règlement sur l'admission en bourse)
CCA	Commission de contrôle des assurances
CCMIP	Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance
CCAMIP	Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance
CECEI	Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissements
CESR	Committee of European Securities Regulators
CMF	Conseil des marchés financiers
COB	Commission des opérations de bourse
DTB	Deutsche Terminbörse, (marché à terme)
FESCO	Forum of European Securities Commissions
FinDAG	Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz, (loi sur la surveillance de prestation des services financiers)
FMFG	Finanzmarktförderungsgesetz, (loi sur les valeurs mobilières)
GG	Grundgesetz , (Loi fondamentale)
IASB	International Accounting Standard Board
IOSCO	International Organisation of Securities Commissions
UE	Union Européenne
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz, (loi sur le commerce des valeurs mobilières)

Introduction

A la veille des derniers scandales boursiers, notamment aux Etats-Unis avec les affaires ENRON ou WORLD COM, mais également en Europe, avec VIVENDI par exemple, il devient essentiel de rassurer des investisseurs, institutionnels ou privés, sur la sécurité des fonds investis. Plusieurs mesures ont été prises afin d'améliorer les conditions d'encadrement des marchés financiers, de façon à assurer la transparence et un contrôle renforcé qui aura ses conséquences sur les opérations et sur les acteurs. Cependant, ces événements ont aussi démontré que la surveillance au sens traditionnel du terme est aujourd'hui complétée par les médias qui permettent au public d'être informé non seulement par voix officielles mais aussi par voix critiques, indépendamment des contrôleurs classiques. Grâce à cela, les investisseurs disposent de la meilleure information qu'ils n'aient jamais eue.

De plus, à côté de cette crise de confiance, aujourd'hui un profond changement du domaine boursier est en train de se réaliser. A l'âge de la globalisation, de nouveaux systèmes électroniques, de nouveaux objets du marché et différentes techniques de commerce boursier ont modifié de façon importante le contexte des bourses, de ses acteurs et des contrôleurs. La mission des bourses est de garantir une allocation efficace des capitaux et la transformation de l'épargne en investissements, participant ainsi au développement économique et structurel d'une nation. Cette fonction vitale pour l'économie nationale n'est exercée que dans le cas où la confiance des investisseurs potentiels est encouragée par des mécanismes de régulation qui mettent en place un système garantissant un traitement égal et une protection contre les abus, comme par exemple l'utilisation illégale des informations. Ce sont principalement les investisseurs étrangers – bien informés et utilisant ces informations – qui décident d'investir, ou non, après une étude poussée de la sécurité que les lois et les autorités du pays peuvent leur offrir.

Dans ce contexte, les standards de contrôle et de surveillance qui régissent les marchés financiers nationaux deviennent des paramètres de concurrence de plus en plus importants. La surveillance des bourses et des valeurs mobilières est l'une des facettes les plus importantes pour l'image d'une place financière : de sa qualité ainsi que de la structure de la bourse va dépendre l'attractivité de la place financière pour les concurrents nationaux et internationaux.

De plus, l'influence des développements aux Etats-Unis ne peut être ignorée. En effet, les solutions adoptées ont très souvent des répercussions en Europe. Ceci est le cas pour les principes du gouvernement d'entreprise, mesures destinées à restaurer la sécurité du marché par le biais de la restructuration du droit, notamment du droit des sociétés, avec plus de transparence grâce aux règles établies, telles que le re-équilibre des pouvoirs au sein de la société. Un autre exemple est celui du délit d'initié qui est – selon le modèle américain – introduit dans les droits nationaux des Etats-membres de l'UE par la transposition d'une directive européenne.

Dernièrement, le «Sarbanes-Oxley Act» du 30 juillet 2002 vise toutes les sociétés cotées aux bourses américaines, ce qui implique un effet territorial envers les sociétés européennes. Il faut maintenant attendre les conséquences de cette législation sur le droit des sociétés en Europe.

Mais, pour arriver à une surveillance efficace du marché, les structures des autorités de surveillance et de contrôle peuvent être organisées de différentes façons. Dans les pays de l'UE, la situation témoigne d'une grande variété de solutions. Aussi, la question qui se pose est de savoir quels modèles garantissent un contrôle efficace ; ou plutôt si – avec l'harmonisation grandissante des différents aspects du marché des capitaux – une solution au niveau européen ne doit pas être à l'ordre du jour. Cela a déjà l'objet de nombreuses discussions, mais l'actualité, telle que l'introduction de l'Euro, la coopération ou encore la fusion des bourses transfrontalières comme dans l'exemple d'Euronext, contraint à nous demander si la solution nationale de contrôle du marché est encore adaptée aux défis d'aujourd'hui et de demain.

Il existe des comités de coopération internationale qui permettent l'échange des informations. La IOSCO (International Organisation of Securities Commissions) y joue un rôle important ; il s'agit du forum international des autorités de surveillance des valeurs mobilières où les principes et les standards de la surveillance des marchés boursiers sont élaborés et où une coopération plus étroite est envisagée. L'IOSCO est constitué de plus de 150 membres ce qui confirme l'intérêt des différentes nations dans l'internationalisation.

Cependant, l'intégration croissante des marchés financiers dans l'UE nécessite, en plus d'une coopération mondiale, le renforcement de cette coopération au niveau européen. Le 6 juin 2001, la Commission a décidé de créer un comité indépendant des autorités de surveillance des valeurs mobilières, la CESR, après proposition dans le rapport « Lamfalussy ». Son but est d'améliorer la coordination et la coopération entre les autorités des pays-membres, de conseiller la Commission en matière de valeurs mobilières et de réaliser une transposition plus rapide et plus efficace du droit européen dans le domaine des droits nationaux. Ainsi la CESR contribuera à la protection des investisseurs en garantissant un traitement égal et la transparence des marchés. Les membres échangeront également des informations et s'assisteront dans leurs missions. De plus, ils travailleront en vue réaliser une harmonisation plus forte des standards de surveillance.

La CESR englobe aussi le FESCO (Forum of European Securities Commissions), organisme créé en 1997 par dix-sept autorités européennes de surveillance et comprenant, en plus des membres de l'UE, des membres de l'Islande et de la Norvège.

Ce développement illustre le rapprochement des économies des Etats-membres de l'Union Européenne, rapprochement dans lequel il est difficile d'ignorer les voisins dans la surveillance du marché et dans le renforcement des règles au sein des places financières. La création de ces organismes internationaux témoigne de la réalisation de cette situation par les gouvernements, surtout européens, et de leur volonté de renforcer la coopération supra-nationale. Mais, en vue de pouvoir coopérer avec un système de surveillance mis en place ailleurs, il faut le connaître et le comprendre avant tout. Il devient ainsi de plus en plus important de s'intéresser aux solutions choisies pour contrôler le marché dans les autres pays, à la structure des autorités en charge et aux dispositions législatives qui régulent ce domaine. Ainsi les points forts de chaque système peuvent être mis en évidence et, parfois, les solutions trouvées inspirent des idées d'amélioration du modèle. C'est en cela que se trouve l'intérêt de ce mémoire. Son objectif sera de présenter les différences et les similarités des systèmes de surveillance en France et en Allemagne en vue d'éclairer et d'expliquer les différences dans l'appréciation dans certains aspects, mais aussi de présenter les points communs.

Ainsi, les modalités de surveillance des bourses, en France et en Allemagne, seront comparées. Deux points seront étudiés avec intérêt : l'organisation de cette surveillance et sa mise en application. Dans un premier temps, il semble évident que dans deux pays aux systèmes politiques différemment organisés, les structures de base de ces autorités répondent à un modèle global.

La première partie (I.) mettra en évidence les différences d'organisation des autorités de surveillance françaises et allemandes. Pour réaliser cette comparaison, après la présentation de la situation et des structures choisies en Allemagne, des explications seront données sur le maintien de ce système – en dépit des inconvénients – et sur le caractère improbable d'une réforme profonde. Néanmoins, les quelques changements apportés permettront une comparaison de base avec la récente réforme française. Enfin, après l'établissement des conséquences des quelques changements, les plus grandes différences avec le système français seront présentées, tant au niveau de la philosophie de base et de l'organisation, que dans certains points méritant d'être explorés comme les missions et les pouvoirs des autorités existantes.

La deuxième partie (II.) montrera que les méthodes et les mécanismes législatifs appliqués à la surveillance des bourses au sein des deux nations ne sont pas si profondément différentes des structures de bases, comme il a été démontré dans la première partie, mais paraissent au contraire très similaires. Ceci découle probablement de règles de base qui sont nécessaires au fonctionnement et au succès d'un marché. Dans un tel contexte, les influences américaines ne doivent pas non plus être négligées : de nombreuses règles de droit dans ce domaine en sont issues.

En étudiant cette question sous l'angle franco-allemand, la raison la plus importante d'une similarité non négligeable des instruments légaux est l'harmonisation européenne du droit des marchés financiers, une évolution qui a mis le droit européen et une directive communautaire à l'origine de la plupart des récentes lois nationales. Il est certain que les exemples dans ce domaine sont nombreux ; aussi, ce mémoire se limitera à la présentation de certains cas ayant un intérêt dans l'actualité. Dans ce contexte, les approches en France et en Allemagne, en vue de transposer des directives et d'introduire de nouvelles règles dans le droit national, seront comparées. Il en sera de même pour les résultats. Il semble intéressant de s'interroger sur les dispositions, éventuellement différentes, qui pourraient être le produit d'une source et d'un objectif commun.

Cependant, il est nécessaire d'accepter que la diversité des cultures et des évolutions nationales en Europe ait fait apparaître des traditions légales divergentes. Les spécificités régionales subsistent – et il est souhaitable, dans la volonté de sauvegarder un patrimoine national propre des lois des Etats membres de l'UE, qu'une uniformisation totale en la matière ne soit pas achevée. Trouver un équilibre entre un minimum d'harmonisation des standards de surveillance d'une part et la préservation des compétences ou des spécificités nationales d'autre part sera une des missions les plus intéressantes mais aussi les plus provocantes de notre temps. Une compréhension des systèmes en place, de leurs points forts et de leurs points faibles, est une condition indispensable à l'élaboration d'un compromis nécessaire pour réaliser cette balance.

I. Les différences dans l'organisation des autorités de surveillance

Dans cette première partie, seront examinées les différences de structure et d'organisation des autorités boursières en France et en Allemagne. Après la présentation des autorités mise en place en Allemagne (A) et des raisons pour lesquelles ces structures, parfois contestables, continuent à subsister (B), la situation allemande sera comparée à celle de la France (C).

A. L'organisation des autorités de surveillance en Allemagne

L'organisation des autorités chargées de contrôler les bourses en Allemagne se base sur un modèle de politique fédérale. Dans cette structure verticale, l'autorité fédérale se place au sommet mais ne détient pas l'exclusivité des pouvoirs. En effet, ces derniers sont partagés avec les pays fédéraux ainsi qu'avec les autorités nouvellement créées au sein de chaque bourse. L'existence de cette structure, tout à fait différente de la situation en France, repose sur un dialogue établi entre état fédéral et pays fédéraux qui souhaitent tous conserver un rôle important dans les missions de contrôle et de surveillance en droit boursier.¹

En 1994 s'est opéré un changement essentiel dans l'organisation des autorités en Allemagne : l'entrée en vigueur de la seconde loi sur les valeurs mobilières qui réforma la surveillance des bourses en Allemagne. Cette réforme a profondément élargi les missions et les compétences des organismes de surveillance du marché financier et des bourses.² Ces organismes se répartissent sur trois niveaux : la « Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht » (BAFin) au niveau fédéral, les « Börsenaufsichtsbehörden » au niveau des pays fédéraux et une « Handelsüberwachungsstelle » au sein de chaque bourse. Généralement le contrôle des opérations de bourse, des intervenants au marché et des segments électroniques du marché est attribué aux pays fédéraux, alors que la surveillance des délits d'initiés et l'information du marché et de la transparence relève de la compétence fédérale.

1. L'autorité au niveau fédéral : La « Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, (BAFin) » (Office fédéral pour la surveillance des prestations de services financiers)

Avec l'entrée en vigueur de la loi sur la surveillance intégrée des prestations de services financiers (« Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht »), la « Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht », BAFin, a été créée le 1^{er} mai 2002. Son organisation est réglée dans la loi sur la surveillance de prestation des services financiers, (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz), FinDAG. Cette nouvelle autorité réunit

¹ Carsten Claussen, « Bank- und Börsenrecht », 3. Auflage 2003, § 9, n° 24, p. 365

² Hartmut Bieg, « Börsenaufsicht, Börsenorganisation und Börsenhandel », Der Steuerberater 2000, p. 256

les missions et pouvoirs des trois anciens organes fédéraux de contrôle sur tout le secteur des marchés financiers et de l'investissement: le « BAKred » compétent pour le crédit et les banques, le « BAV » qui s'occupait des assurances et le « BAWe » en charge de la matière des valeurs mobilières. Après cette fusion, pour la première fois en Allemagne existe une surveillance fédérale intégrée sur les banques, les prestataires de services d'investissement et des assurances, surveillance compétente en ce qui concerne les marchés financiers à travers les secteurs anciennement divisés.³

a. L'organisation

A l'intérieur de la BAFin, on parle d'une division en trois « colonnes » reprenant les missions et pouvoirs de chacune des trois autorités avant la fusion. La troisième colonne, compétente pour la surveillance des valeurs mobilières, reprend en principe l'activité de l'ancien BAWe avec un élargissement du champ de compétences qui inclut maintenant aussi les fusions et achats de participations aux sociétés. Pour cette raison, il sera, dans les réflexions qui suivent, aussi fait référence au BAWe, instauré par la seconde loi sur les valeurs mobilières du 26 juillet 1994. Il s'agissait d'une autorité administrative indépendante sans personnalité morale sous la tutelle du Ministère fédéral des finances. Sa création était à l'époque une étape nécessaire pour améliorer la confiance dans le fonctionnement des marchés financiers en Allemagne.⁴

Aujourd'hui, la BAFin est une autorité administrative fédérale avec capacité juridique sous la tutelle du Ministère fédéral des finances, art. 1 al. 1 FinDAG. La direction est confiée à un président. Chacune des trois « colonnes » est gérée par un « premier directeur ». Il y a maintenant environ 1300 employés.⁵ Le double-siège se trouve à Frankfurt/Main et à Bonn, art. 1 al. 2 FinDAG.

Le financement de l'ancien BAFin, réglé dans les arts. 12 à 16 FinDAG, contrairement à celui de l'ancien BAWe⁶, est assumé non plus par le budget fédéral, mais totalement par les institutions surveillées et les acteurs du marché⁷, une décision qui se base sur l'idée que la surveillance du marché financier augmente la confiance des investisseurs nationaux et internationaux, et par conséquent sert au profit professionnel de ces intervenants.⁸

Les missions et pouvoirs, d'abord du BAWe et maintenant de la « colonne » compétente de la BAFin, sont essentiellement réglés dans le « Wertpapierhandelsgesetz », WpHG, (Loi sur le commerce des valeurs mobilières).

b. La mission

La BAFin poursuit trois grands objectifs : garantir le fonctionnement des marchés financiers, ce qui implique les deux autres objectifs qui sont la solvabilité des banques,

³ Martin Weber, « Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002 », NJW 2003, p. 23

⁴ Georg Wittich, « Knapps enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens », sous: « Bundesaufsichtsamt für das Wertpapierwesen », 4e édition 1999, p. 278

⁵ www.bafin.de, voir sous: « Wir über uns »

⁶ voir le budget: www.bafin.de/bafin/bafin_haushalt03.pdf

⁷ voir: http://www.bafin.de/jahresbericht/jb02_TeilA.pdf, p. 180

⁸ Georg Wittich, « Knapps enzyklopädisches Lexikon des... » préc., sous: « Bundesaufsichtsamt für das Wertpapierwesen », p. 278

assurances et prestataires des services d'investissement ainsi que la protection des clients et des investisseurs.⁹ Selon l'art. 4 WpHG, la mission est définie afin de prévenir et de remédier aux abus susceptibles de porter atteinte à l'exécution régulière des transactions en valeurs mobilières ou des prestations de service sur les valeurs mobilières ou susceptibles de provoquer des désavantages considérables pour le marché financier.

La branche de la BAFin s'occupant des valeurs mobilières et des marchés boursiers a essentiellement repris la mission du BAWe et exerce le contrôle sur tout le commerce des valeurs mobilières en Allemagne. Cependant, elle ne détient pas de pouvoirs sur les différentes bourses régionales ceci relevant du domaine de compétence des pays fédéraux. La BAFin a cinq fonctions principales en la matière : la prévention des délits d'initiés, arts. 12 à 20 WpHG, le contrôle de l'information donnée par les sociétés admises à la cote sur les marchés réglementés, arts. 9, 37b et 37c WpHG, le contrôle de la publicité lors des transactions concernant des participations importantes dans des sociétés cotées en bourse, arts. 21 à 30 WpHG, la surveillance du respect des règles déontologiques par les prestataires des services d'investissements, arts. 31 à 37a WpHG, et enfin la coopération nationale et internationale sur les questions de contrôle des marchés de valeurs mobilières, arts. 7 et 8 WpHG.

c. Les pouvoirs

La BAFin s'est vu attribuer différents pouvoirs afin d'accomplir sa mission : selon l'art. 4 WpHG, elle peut donner des injonctions et prendre des décisions isolées reconnues efficaces et nécessaires pour prévenir ou remédier à d'éventuels abus, susceptibles de nuire aux opérations sur les marchés financiers ou d'y causer des injustices considérables.

Pour l'accomplissement de la mission de prévention et de poursuite des délits d'initiés, la BAFin dispose du pouvoir d'enquête orienté vers la recherche de ces infractions. Pour parvenir à un contrôle efficace, il existe une obligation d'information et de transmission des données du marché en faveur de la BAFin. Il est nécessaire de rapporter chaque transaction en valeurs mobilières, art. 9 WpHG. Un centre de calcul avec des logiciels d'analyse permet l'exploitation systématique de toutes les informations ainsi reçues.¹⁰ De plus, au cours des enquêtes, le WpHG confère à la BAFin le pouvoir de se faire communiquer, par les acteurs du marché, tous les documents utiles et d'effectuer des visites domiciliaires, qui peuvent, en cas d'urgence avoir lieu à toute heure, art. 16 al. 1-3 WpHG. Lors de l'exécution des recherches s'opère une coopération étroite entre la BAFin et les autorités des pays fédéraux : leurs agents agissent au nom et sous la responsabilité de la BAFin, appelé « Organleihe » pendant les procédures d'enquête, art. 6 al. 2 WpHG.

Les résultats de ces procédures d'enquêtes seront transmis au parquet, art. 18 WpHG, et le délit d'initié est ainsi sanctionné sur le terrain judiciaire pénal. A cette occasion, il faut mentionner que la BAFin n'est pas une police boursière, n'ayant pas un contrôle direct sur les bourses. Il s'agit en réalité d'une surveillance de toutes les opérations aux valeurs mobilières, soit en bourse ou hors bourse, en Allemagne – la BAFin ne se voyant pas

⁹ www.bafin.de, voir sous: « Wir über uns »

¹⁰ Georg Wittich, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel », p. 278

comme autorité de répression mais plutôt comme garant des transactions régulières et équitables.¹¹

Cependant, la BAFin est autorisée, art. 39 WpHG, à prononcer des amendes en cas d'infractions commises par les entreprises. Celles-ci ont l'obligation réglementaire de lui remettre leurs rapports ou déclarations, ou de lui déclarer des franchissements de seuils dans le cas où ceux-ci seraient destinés à influencer la direction de la société.

2. L'autorité au niveau des pays fédéraux : La « Börsenaufsichtsbehörde », (service de surveillance de bourse)

Tous les pays fédéraux disposant d'une bourse sur le territoire surveillent cette bourse par une « Börsenaufsichtsbehörde » (autorité de surveillance de bourse). Celle-ci fait partie de l'exécutif de ce pays, normalement incorporée au ministère de l'économie. Il existe en Allemagne 8 bourses et par conséquent 8 « Börsenaufsichtsbehörden » : la bourse de Frankfurt (Hessen), celle de Düsseldorf (Nordrhein-Westfalen), celle de Hamburg (Hamburg), celle de München (Bayern), celle de Berlin (Berlin), celle de Stuttgart (Baden-Württemberg), celle de Hannover (Niedersachsen) et enfin la bourse de Bremen (Bremen). Ensuite, toute référence à une « Börsenaufsichtsbehörde » sera fait par rapport à celle de Hessen, autorité de contrôle de la bourse de Frankfurt la plus grande et la plus importante d'Allemagne.

La compétence locale d'une « Börsenaufsichtsbehörde » s'arrête à la frontière de son pays, sans aucune possibilité d'agir en dehors.¹²

a. La mission

Les autorités des pays fédéraux pratiquent à la fois une surveillance de droit (tutelle) et une surveillance du marché et des affaires.¹³ Cette surveillance de droit a été élargie avec la seconde loi sur les valeurs mobilières du 26 juillet 1994 (« 2. Finanzmarktförderungsgesetz ») et permet aujourd'hui aux autorités des pays fédéraux de contrôler toutes les activités des organes boursiers et particulièrement la gérance des opérations en bourse.¹⁴ Leur mission est de faire en sorte que les organismes d'auto-gestion des bourses et leurs autres installations respectent les lois et les règlements.¹⁵ Elles vérifient aussi si les pratiques appliquées correspondent aux exigences de légalité et régularité du marché.¹⁶ Dans le cadre d'une surveillance générale du marché, l'essentiel est le contrôle de l'exécution régulière des opérations de bourse et l'assurance que les acteurs respectent des décisions prises par toutes les autorités, art. 1 al. 4 BörsG, (loi boursière).

¹¹ Matthias Kurth, « Knapps enzyklopädisches Lexikon ... », préc., sous: « Börsenaufsicht », p. 244

¹² Jürgen Brockhausen, « Kapitalmarktaufsicht in Selbstverwaltung », WM 1997, p. 1926

¹³ Amtliche Begründung der Reform des Börsengesetzes durch das 2. Finanzmarktförderungsgesetz, BT-Drucks. 12/ 6679, p. 59

¹⁴ Hans Büschgen, « Börsenlexikon », 22. Auflage 2001, sous: « Börsenaufsicht », p. 208

¹⁵ Matthias Kurth, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Börsenaufsicht », p. 244

¹⁶ Claussen, préc., § 9, n° 27, p. 367

La mission essentielle de la « Börsenaufsichtsbehörde » est de permettre la création d'une bourse et éventuellement de mettre fin à des activités boursières, art. 1 al. 1 BörsG.

La « Börsenaufsichtsbehörde » est l'autorité compétente pour la surveillance des courtiers en bourse et de la détermination des cours. La base légale de cette mission est réglée dans les arts. 24 à 29 BörsG.

Avant la réforme établie par la seconde loi sur les valeurs mobilières, le gouvernement du pays fédéral avait l'obligation de nommer un « commissaire de bourse » (appelé « Staatskommissar an der Börse ») ayant le statut d'organe de cet exécutif et devant se trouver à la bourse pendant les heures de marché permanent.¹⁷ Ce commissaire a maintenant perdu ce statut et l'obligation de sa nomination n'est plus que facultative, art. 5 BörsG. Désormais, il s'agit d'un agent de la « Börsenaufsichtsbehörde » dont seul le titre professionnel signifie sa fonction.

b. Les pouvoirs

Les nombreux pouvoirs attribués aux pays fédéraux dans la surveillance des bourses découlent de la loi boursière. Les plus importants se trouvent dans l'art. 2 et dans les articles qui suivent.

L'art. 2 al. 1 BörsG présente les dispositions réglant les pouvoirs de la « Börsenaufsichtsbehörde » qui, en vue d'accomplir sa mission, peut demander la présentation de documents par les acteurs du marché, conduire des interrogations, demander des détails sur les transactions et même l'identité de ses clients dans certaines situations. En plus, elle est autorisée à pénétrer les locaux de ces personnes pendant les heures habituelles de travail. En cas d'urgence, ce droit s'étend aussi en dehors de ces heures.

Selon l'art. 2 al. 2 BörsG, la « Börsenaufsichtsbehörde » peut prendre des décisions isolées et des injonctions applicables à la bourse et à tous ses acteurs en vue de prévenir ou de remédier aux infractions et abus susceptibles de porter atteinte au fonctionnement de la bourse et des opérations de bourse.

Dans le cadre de l'exercice de la « Börsenaufsichtsbehörde », entre aussi la fonction d'accorder le règlement de bourse élaboré par les organismes d'auto-gestion et de demander éventuellement des compléments de lacunes par l'adoption de dispositions supplémentaires, art. 13 al. 5 BörsG. Ainsi, la « Börsenaufsichtsbehörde » et les gouvernements des pays fédéraux détiennent une influence non-négligeable sur le contenu de ce règlement et par conséquent aussi sur la structure de la bourse en question.¹⁸

L'art. 18 al. 1 BörsG donne à la « Börsenaufsichtsbehörde » le pouvoir de donner des instructions en vue de maintenir l'ordre et l'activité boursière. De plus, selon les alinéas 2 et 3 du même article, elle détient le droit de propriétaire des locaux boursiers et peut ainsi énoncer des interdictions formelles d'entrée aux personnes susceptibles de nuisance.

¹⁷ Böschgen, « Börsenlexikon », préc., sous: « Staatskommissar an der Börse », p. 1366

¹⁸ Hartmut Bieg, « Börsenaufsicht, Börsenorganisation und Börsenhandel », Der Steuerberater 2000, p. 257

A l'intérieur de chaque bourse, le comité de sanctions, (« Sanktionsausschuss »), installé selon le règlement par l'exécutif du pays fédéral, détient un pouvoir de sanctions. Ce pouvoir d'installation peut-être délégué, à la Börsenaufsichtsbehörde, art. 20 al. 1 BörsG, une possibilité souvent mise en pratique.¹⁹ Le comité peut sanctionner la violation des règlements et instructions boursières, art. 20 al. 2 n° 1 BörsG, et la violation de la confiance professionnelle ou de l'honneur d'un autre acteur sur le marché, art. 20 al. 2 n° 2 BörsG. Les sanctions peuvent être des blâmes, des astreintes de 250.000 € au plus ou des exclusions de la bourse d'une durée de 30 jours maximum, art. 20 al. 2 phrase 1 BörsG. Une astreinte peut également être prononcée contre l'émetteur qui méconnaît les obligations suite à son admission, art. 20 al. 1 phrase 1 BörsG.

3. L'autorité de coordination entre le niveau fédéral et les pays fédéraux : le « Wertpapierrat » (Conseil des valeurs mobilières)

Les relations et la limitation entre la surveillance des bourses au niveau fédéral et au niveau des Länder ne pouvant être exactement définies, un conseil des valeurs mobilières a été créé dans l'art. 5 WpHG (par la seconde loi sur les valeurs mobilières du 26 juillet 1994)²⁰. En effet, la collaboration entre les différentes autorités doit être fiable²¹. En outre, la création de ce conseil était motivée par la volonté d'utiliser l'expérience et l'expertise des pays fédéraux en matière de surveillance de bourse, au travers des compétences respectives²², pour améliorer l'activité de la BAFin. Le conseil est convoqué au moins une fois par an par le Président de la BAFin et/ou suite à la demande d'au moins un tiers de ses membres, art. 5 al. 3 WpHG. Chaque membre du conseil a le droit de proposer des sujets de discussion, art. 5 al. 3 phrase 3 WpHG.

a. La composition

Le conseil des valeurs mobilières est composé d'un représentant de chacun des 16 pays fédéraux, art. 5 al. 1 phrase 4 WpHG, ainsi même les pays fédéraux sans bourse sur leur territoire ont une voix dans les délibérations. En effet, l'activité de la BAFin traverse les frontières des différents pays et touche donc aussi à ceux dans lesquels seuls des services d'investissement en valeurs mobilières hors bourse sont offerts et exécutés.²³ De plus, des représentants des Ministères des finances, de la justice et de l'économie et de la « Deutsche Bundesbank » (Banque Centrale) assistent aux délibérations du conseil qui est libre de décider de la consultation d'experts sur les questions posées, art. 5 al. 1 phrases 5 et 6 WpHG.

¹⁹ Büschgen, « Börsenlexikon », préc., sous: « Sanktionsausschuss », p. 1292

²⁰ Claussen, préc., § 9, n° 28, p. 368

²¹ Georg Wittich, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel », p. 278

²² Büschgen, « Börsenlexikon », préc., sous: « Wertpapierrat », p. 1636

²³ Amtliche Begründung zu BT-Drucks. 12/6679, p. 40

b. La mission

Le conseil des valeurs mobilières participe à la surveillance selon les modalités énoncées dans l'art. 5 al. 2 phrase 1 numéros 1 - 3 WpHG : Il donne des recommandations à la BAFin en ce qui concerne le développement des règlements et des instructions relatifs à l'activité de surveillance et à l'élaboration des règles de déontologie pour les prestataires de services d'investissement et de placement. Il conseille également l'autorité fédérale sur les conséquences qu'auront des décisions de surveillance sur la structure des marchés financiers et des bourses ainsi que sur la concurrence en la matière. Finalement, il a le rôle de conseil sur la limitation des compétences propres de la BAFin d'une part et des « Börsenaufsichtsbehörden » des pays fédéraux d'autre part.

Son objectif principal est de servir à la coopération entre l'Etat fédéral et les pays fédéraux. Afin d'y parvenir, chaque année la BAFin informe le conseil sur son activité de surveillance et sur le développement de cette activité dans la pratique, art. 5 al. 2 phrase 3 WpHG.

Les détails sur les délibérations du conseil concernant les valeurs mobilières ne sont pas révélés publiquement.²⁴

4. La surveillance par les organismes d'auto-gestion au sein de chaque bourse : les « Selbstverwaltungsorgane » (organismes d'auto-gestion)

Dans la plupart des nations, les opérations boursières organisées sont marquées d'une mesure d'autogestion et d'auto-régulation sous contrôle de l'Etat.²⁵

a. La mission et les membres

L'objectif politique du droit boursier en Allemagne est de mettre en relation une mesure d'autonomie avec une surveillance indispensable de l'Etat. L'autogestion et l'auto-régulation des bourses en Allemagne est en déclin depuis la seconde loi sur les valeurs mobilières du 26 juillet 1994.²⁶ Selon le droit actuel, l'organe d'autogestion de chaque bourse est le conseil de bourse (Börsenrat) qui a sa base légale dans l'art. 9 BörsG (loi boursière). Cet organe honorifique est chargé de la direction de la bourse.²⁷ Le conseil est composé de 24 personnes qui sont les représentants des tous les groupes des professionnels participant au commerce boursier, art. 9 al. 1 BörsG. Les membres sont élus pour une durée de 3 ans, art. 10 al. 1 BörsG.

b. Les pouvoirs

Le conseil de bourse n'a pas le pouvoir de prendre des décisions de principe, ni celui de diriger la bourse, ni la compétence de surveiller les opérations quotidiennes de bourse. Il

²⁴ Claussen, préc., § 9, n° 28, p. 368

²⁵ Claussen, préc., § 9, n° 27, p. 367

²⁶ Claussen, préc., § 9, n° 30, p. 369

²⁷ Büschgen, « Börsenlexikon », préc., sous: « Börsenrat », p. 228

est compétent pour la nomination et la démission des gérants de la bourse en accord avec la « Börsenaufsichtsbehörde », art. 9 al. 2 n° 2 BörsG. Il est aussi chargé de surveiller ses gérants, art. 9 al. 2 n° 4 BörsG et d'élaborer un règlement intérieur relatif à la gérance, art. 9 al. 2 n° 4 . Mais la compétence essentielle du conseil de bourse est d'édicter un règlement de bourse et des taxes, art. 9 al. 2 n° 1 BörsG ainsi que des conditions générales pour les opérations de bourses, art. 9 al. 2 n° 5 BörsG.

5. Le lien entre auto-gestion et contrôle de l'Etat : La « Handelsüberwachungsstelle » au sein de chaque bourse, (département de surveillance des transactions)

Lors de la réforme établie par la seconde loi sur les valeurs mobilières du 26 juillet 1994, une question fut soulevée : la surveillance du commerce en bourse devait-elle être à la charge de l'état ou à celle des bourses elles-mêmes ? Un compromis a alors été trouvé : les bourses surveillent les opérations boursières et leur exécution sous leur propre responsabilité, mais les autorités étatiques ont la possibilité d'influer fortement de façon à ce que la qualité de contrôle corresponde à celle qu'exercerait l'Etat.²⁸ La « Handelsüberwachungsstelle » a été créée dans le nouvel art. 4 de la loi boursière (BörsG) comme organisme boursier indépendant – c'est l'expression de la volonté de souligner l'autonomie administrative des bourses.²⁹

La « Handelsüberwachungsstelle » doit être instaurée au sein de chaque bourse, art. 4 al.1 phrase 1 BörsG, et a la fonction principale de surveiller les affaires en bourse et les transactions en valeurs mobilières, surtout leur exécution. Les coûts pour l'instauration et le maintien des « Handelsüberwachungsstellen » sont subis par les bourses où elles se trouvent.³⁰

a. La mission et les pouvoirs

La « Handelsüberwachungsstelle » surveille sous sa propre responsabilité les opérations quotidiennes de bourse et leur exécution, ainsi que les activités déléguées aux organismes d'auto-gestion des bourses.³¹ Dans le cadre de l'accomplissement de sa mission l'art. 4 al. 3 BörsG lui donne le droit – à côté des « Börsenaufsichtsbehörden » – de demander des renseignements et la présentation de documents auprès des sociétés cotées en bourses, des courtiers et des agents. Selon cet article, elle peut également pénétrer dans les locaux de la bourse et des acteurs durant les heures de travail. Enfin, elle a le pouvoir d'obtenir, sous certaines conditions, des informations sur l'identité des mandants ayant donné des ordres ou des personnes ayant tiré profit suite à une transaction des titres.

Dans ses fonctions quotidiennes, la « Handelsüberwachungsstelle » contrôle la détermination des cours, le respect des usages de bourse. Elle observe le volume des ventes

²⁸ Siegfried Kumpel, « Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung », WM 1994, p. 231

²⁹ Jürgen Brockhausen, « Kapitalmarktaufsicht in Selbstverwaltung », WM 1997, p. 1924

³⁰ Büschgen, préc., sous: « Handelsüberwachungsstelle », p. 724

³¹ Claussen, préc., § 9, n° 29, p. 368/369

ainsi que le commerce et les opérations des courtiers à titre personnel. Enfin, elle compare les cours à ceux des autres places boursières.³²

Dans le cadre de son activité de surveillance du marché, la « Handelsüberwachungsstelle » doit recenser et exploiter les informations complètes sur toutes les opérations de bourse et l'exécution de ces opérations. De plus, en se basant sur cette documentation, elle doit exécuter indépendamment les recherches supplémentaires éventuellement nécessaires, art. 4 al. 1 BörsG. Si elle estime que les lois ou les règlements ont été violés de façon évidente, elle doit immédiatement en informer la direction de la bourse en question ainsi que la « Börsenaufsichtsbehörde » compétente, art. 4 al. 5 BörsG. Ici, le législateur a dissocié les missions de manière claire en attribuant aux « Handelsüberwachungsstellen » la tâche de faire des constatations et de les communiquer, mais en réservant le pouvoir de sanction aux autorités étatiques³³. Par contre, la surveillance permanente des transactions sur le marché est exercée par les « Handelsüberwachungsstellen » et une intervention des autorités étatiques ou leur prise en charge des enquêtes reste l'exception.³⁴

La « Handelsüberwachungsstelle » est aussi soumise à l'obligation d'information sur des faits laissant soupçonner des infractions envers la BAFin, si elle découvre des informations qui touchent à une des ses trois branches d'activité.

De plus, elle présente une section s'occupant des plaintes des investisseurs privés. Cependant, la loi précise expressément dans l'art. 4 al.6 BörsG qu'elle n'agit que dans l'intérêt public.

b. Le rôle dans la hiérarchie des autorités

La loi prévoit dans l'art. 4 al. 2 BörsG une coopération étroite entre la « Handelsüberwachungsstelle » et la « Börsenaufsichtsbehörde », laquelle ayant un pouvoir d'instruction envers la première. Dans ce cadre s'inscrit la nomination et la démission du directeur de la « Handelsüberwachungsstelle » ce qui, après proposition par la direction de bourse, nécessite l'accord de la « Börsenaufsichtsbehörde » et l'obligation du directeur ainsi nommé de faire des rapports réguliers à la dernière. La participation de la « Börsenaufsichtsbehörde » et de la direction de bourse dans la nomination du directeur trouve sa raison dans la volonté de prévenir les conflits d'intérêts.³⁵ Mais la « Börsenaufsichtsbehörde » a encore d'autres prérogatives : intervenir sur les décisions concernant les agents qui exercent les fonctions de surveillances, art. 4 al. 2 BörsG dans le but d'assurer la neutralité et l'objectivité du personnel dans la mission de surveillance.

On peut dire que la « Handelsüberwachungsstelle » a, dans les relations avec les acteurs et intervenants en bourse, les mêmes droits et prérogatives que la « Börsenaufsichtsbehörde », art. 4 al. 3 BörsG, à l'exception du pouvoir d'instruction. Il faut néanmoins remarquer que le contrôle de la « Handelsüberwachungsstelle » n'est qu'un contrôle sur les faits, un contrôle du marché et qu'elle n'exerce pas de contrôle de droit comme le fait la « Börsenaufsichtsbehörde ».³⁶

³² Bieg, préc., Der Steuerberater 2000, p. 257

³³ Brockhausen, préc., WM 1997, p. 1925

³⁴ Kümpel, préc., WM 1994, p. 231

³⁵ Brockhausen, préc., WM 1997, p. 1925

³⁶ Bieg, préc., Der Steuerberater 2000, p. 256

Globalement, la coopération entre les autorités des pays fédéraux et les « Handelsüberwachungsstellen » garantit de vérifier le contrôle (appelé « Vier-Augen-Prinzip », contrôle par quatre yeux) et met en place une surveillance des acteurs, des opérations boursières et des systèmes électroniques qui s'est montrée très efficace.³⁷

Dans le but d'une meilleure coopération internationale dans la surveillance des positions de risque, la « Handelsüberwachungsstelle » peut transmettre des informations sur la conclusion des opérations boursières aux institutions compétentes à l'étrangère, art. 4 al. 4 BörsG, à condition que celles-ci soient soumises aux mêmes règles de discrétion qu'en Allemagne, art. 7 BörsG.

Après la mise en place de ce système par les autorités chargées de la surveillance en Allemagne, la question qui se pose est la suivante : de quelle façon cette structure si complexe va-t-elle pouvoir perdurer sans réforme?

³⁷ Matthias Kurth, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Börsenaufsicht », p. 246

B. La discussion sur la réforme des structures en Allemagne

On vient de voir que les règles sur les différentes autorités du marché boursier en Allemagne sont établies dans différentes lois – la loi boursière (BörsG) et la loi sur les transactions des valeurs mobilières (WpHG). La complexité de ces normes et la superposition des diverses institutions a souvent été critiquée. Les propositions envisagent d'introduire une autorité centralisée chargée de la surveillance des bourses. Dans un premier temps seront abordés les arguments pour réaliser une telle réforme (1.), ensuite sera expliquée la raison pour laquelle une telle réforme n'a jamais été mise en place (2.) ; enfin, la lumière sera faite sur la récente réforme au niveau fédéral et sur la façon dont celle-ci peut être comparée aux dernières évolutions en France (3.).

1. Les arguments en faveur d'une réforme

La présence cumulée des institutions chargées de la surveillance du marché financier rend la structure de contrôle très difficile et n'offre pas une grande transparence. Une réforme de l'organisation et une réduction du nombre d'autorités qui interviennent pourrait changer cette situation.

La discussion n'est pas nouvelle. Elle a commencé lors de la création de la « Deutsche Terminbörse (DTB) » (marché à terme) en 1989 alors que l'attribution de son contrôle au pays fédéral, Hesse, où la bourse est résidente, a été critiquée. L'idée était que le champ d'activité englobe toute l'Allemagne avec alors une surveillance au moins conjointe.³⁸ Avec l'introduction du système électronique IBIS dans les années 1989-1991, la discussion est revenue « au goût du jour » et une centralisation de la surveillance a de nouveau été demandée.³⁹

L'existence de nombreuses autorités ayant pour mission de contrôler le marché financier ou l'une des bourses allemandes pose des problèmes de distinction et de délimitation des pouvoirs respectifs et de leur propre domaine d'intervention. Ceci entraîne des risques de conflits de compétences. De plus, cette superposition des institutions est préjudiciable pour la transparence ce qui tend à diminuer l'attractivité de la place financière allemande. Le modèle qui semble adaptable en Allemagne est celui d'une surveillance sur deux niveaux : une autorité fédérale compétente en dernier ressort combinée avec un contrôle sur place qui serait effectué par les « Handelsüberwachungsstellen ».⁴⁰

Même si toutes les propositions et recommandations faites en la matière ont été vouées à l'échec, les voix⁴¹ demandant un profond changement dans l'organisation des autorités en Allemagne subsistent, ceci en vue d'être apte à réagir aux évolutions du marché et de son

³⁸ Georg Dreyling, « Zur staatlichen Aufsicht über Börsen mit überregionalem Wirkungsbereich », WM 1990, p. 1529

³⁹ Ekkehard Kurth, « Überregionalität des deutschen Börsenhandels und die Kompetenzen der Aufsichtsbehörden der Länder », Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, p. 553

⁴⁰ Siegfried Kümpel, « Die öffentlichrechtliche Börsenorganisation im Lichte der Reformvorschläge », WM 1997, p. 1921

⁴¹ Hanno Merkt, Oliver Roszbach, « Zur Einführung: Kapitalmarktrecht », JuS 2003, p. 224

internationalisation croissante.⁴² Le rapport « Hopt/Rudolph/Baum » de 1997, relatif à une réforme de surveillance des bourses⁴³, propose de nouveau une surveillance centralisée de toutes les bourses allemandes. Ces idées ne semblent pas atteindre leur objectif, en effet, la législation la plus nouvelle, dans la 4^e loi sur les valeurs mobilières, n'a pas fait avancer la notion.

2. Les raisons qui ne permettent pas la réforme

Différents éléments n'ont pas encore permis de réaliser cette réforme si profonde des structures en Allemagne. Certaines personnes en faveur de l'organisation en place affirment qu'elle a su démontrer son fonctionnement et son efficacité et donc qu'elle mérite d'être conservée.⁴⁴

Tout d'abord, les pays fédéraux se montrent traditionnellement hostiles à l'idée d'abandonner des pouvoirs déjà acquis.⁴⁵ Leur poids politique ne peut être sous-estimé dans le choix d'une solution qu'ils considèrent désavantageuse. Le modèle actuel avec sa répartition des pouvoirs entre BAFin et « Börsenaufsichtsbehörden » est en fait le produit d'un compromis politique entre les pays fédéraux – favorables envers une solution conjointe sur leur propre niveau – et le gouvernement fédéral lors de la constitution de l'ancien « BAWe ».⁴⁶

Mais la raison la plus importante se trouve dans les règles du « Grundgesetz (GG) » (Loi fondamentale). La constitution distingue clairement les pouvoirs de l'État fédéral et ceux des pays fédéraux. L'art. 30 GG accorde une compétence générale aux pays fédéraux, sauf exception expresse dans ses autres articles. Ce principe est précisé dans l'art. 83 GG où il est prévu que des lois fédérales sont exécutées comme affaire propre et sous responsabilité propre des pays fédéraux. Cela veut dire qu'il n'existe pas de droit de direction de l'État fédéral. Cependant, celui-ci détient, selon l'art. 87 al. 3 phrase 1 GG, le pouvoir d'instaurer une entité administrative (appelé « Bundesoberbehörde ») dans les domaines où il dispose de la compétence législative. Ces institutions, parmi lesquelles se trouve la BAFin, sont des autorités centrales dont la compétence englobe tout le territoire allemand (contrairement aux autorités des pays fédéraux qui sont régionalement limitées), mais ne sont pas dotées d'infrastructure administrative régionale.⁴⁷ Selon l'art. 87 al. 3 phrase 2 GG, leur création ne serait possible que si de nouvelles tâches apparaissent et dans un cas d'urgence. La surveillance des bourses n'est pas nouvelle. De plus, le système fonctionne ce qui exclut la nécessité urgente.⁴⁸ La simple utilité ou opportunité d'une autre solution ne suffit pas selon la jurisprudence du « Bundesverfassungsgericht » pour admettre un tel cas.⁴⁹ Cependant, cette situation changerait si l'inefficacité de la surveillance était mise en évidence. Mais

⁴² p. e. Heinz-Dieter Assmann, Referat zum 64. Deutschen Juristentag 2002, dans: « Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages », Bd. F, p. 13

⁴³ Ekkehard Kurth, préc., « Überregionalität... », Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, p. 553

⁴⁴ Matthias Kurth, « EURO-Kapitalmarkt und regionale Börsenaufsicht – ein Widerspruch? », WM 1998, p. 1716

⁴⁵ Ekkehard Kurth, préc., « Überregionalität... », Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1998, p. 555

⁴⁶ Siegfried Kümpel, « Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung », WM 1994, p. 230 et 231

⁴⁷ Ekkehard Kurth, préc., « Überregionalität... », p. 558

⁴⁸ Matthias Kurth, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Börsenaufsicht », p. 248

⁴⁹ BVerfGE 12, 205 (205), « Deutschland-Fernsehen GmbH »

tant que ce cas ne se présente pas et que la Loi Fondamentale n'est pas modifiée, toute réforme reste impossible.

3. La réforme au niveau fédéral seulement : la création de la BAFin

La réforme qui vient de se réaliser a eu lieu au niveau de l'Etat fédéral seulement. Les autorités de surveillance sur les banques (« BAKred »), les assurances (« BAV ») et les valeurs mobilières (« BAWe ») ont fusionné le 1^{er} mai 2002 d'où la création de la BAFin.

a. Les changements survenus avec la création du BAFin en Allemagne

Les raisons principales de la création de la BAFin sont les suivantes :⁵⁰

La distinction de la surveillance du marché bancaire, du marché financier et des assurances ne correspondait plus à la réalité des produits offerts aux clients et au marché. Les critères de délimitation des frontières entre ces trois secteurs ne pouvaient plus être aisément appliqués: les assurances empiétaient sur le terrain classique des banques en offrant des services financiers globaux de l'«asset management». Et inversement, les banques entraient dans le secteur traditionnel des assurances. En conséquence, il se crée concentration croissante des sociétés à travers des secteurs différents, situation toujours d'actualité. Ainsi, il existe en Allemagne des conglomérats financiers qui agissent partout dans le monde, p. e. les groupes Allianz/Dresdner Bank ou Münchner Rück/Hypo Vereinsbank.

Ce développement a démontré que la séparation des compétences de surveillance entre les différentes autorités n'était plus une solution efficace. Aussi, l'Allemagne a adapté une structure moderne de surveillance en attribuant à la BAFin des compétences dans les trois secteurs. Elle est ainsi capable de contribuer à la stabilité de la place financière tout en effectuant une surveillance efficace. De cette façon, les conséquences néfastes pour la concurrence, imputables aux différentes régulations, vont disparaître tout en respectant les spécificités de chaque secteur qui constitue sa propre branche au sein de la BAFin. Dans ce contexte s'explique aussi la volonté du législateur de ne pas intervenir dans les trois lois principales régissant les secteurs, leur maintien souligne ce souci de ne pas bouleverser les règles et de seulement rendre plus efficace la surveillance. Les effets de synergie de la nouvelle organisation, recherchés avec la réforme, incluent l'utilisation avantageuse des connaissances et de l'expérience des anciennes autorités pour faire face à la convergence croissante des produits financiers et à la multiplication des activités sur le marché.

Avec la création de la BAFin, il existe une autorité centrale pour les acteurs qui autrefois devaient s'adresser à trois autorités différentes pour la réalisation d'une même opération. En vue de promouvoir le marché allemand autour des sociétés internationales, soit émetteur, soit investisseur, cette réforme va contribuer à une plus grande transparence et ainsi à une meilleure attractivité.

⁵⁰ voir: www.bafin.de , sous : « Wir über uns, Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht »

b. La comparaison des réformes en France et en Allemagne

Il semble très probable que le rapport « Lamfalussy » de 2001 au niveau de l'Union Européenne a influencé la volonté de réforme des législateurs nationaux. Ce rapport qui n'est pas contraignant propose, parmi les mesures de régulation du marché européen des valeurs mobilières, la limitation des autorités nationales pour faciliter la coopération au niveau européen.⁵¹ Les réformes vont dans ce sens en France et en Allemagne. Il est tout de même nécessaire de retenir que les récentes réformes sont en fait orientées vers des directions différentes.

En Allemagne tout enchevêtrement au niveau de l'Etat fédéral a pris fin. La concentration horizontale concernant la surveillance du marché financier, incluant les banques et les assurances, est parfaite. Toutefois, la répartition des pouvoirs concernant la surveillance des bourses se fait toujours verticalement. Une certaine complexité subsiste.

La situation est comparable en France. Bien que la fusion de la COB, du CMF et du Conseil de discipline de la gestion financière soit une étape vers une véritable unification horizontale de la surveillance du marché financier, il subsiste des autorités segmentées régissant des aspects non négligeables. Cependant, au sein de ces autorités segmentées, l'évolution tend également vers la réforme : La loi n° 2003-706 sur la sécurité financière du 1^{er} août introduit des changements.⁵² La CCAMIP (Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyance), produit de la fusion de la CCA (commission de contrôle des assurances) et de la CCMIP (commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance) a été créée. Egalement récemment créée, le Comité consultatif du secteur financier commun au secteur de la banque, de l'assurance et des entreprises d'investissements, va s'occuper des relations de ces acteurs avec leurs clients. Le CECEI, maintenant associé à l'instruction des opérations de concentration bancaire, et la Commission bancaire subsistent.

Le gouvernement français souhaite encore faire avancer la réforme par la mise en place d'une coopération plus étroite et ainsi d'un rapprochement des autorités chargées de la surveillance des banques et des assurances. Ces autorités seront liées par certains de leurs membres qui appartiennent aux deux institutions simultanément.⁵³

Toutefois, contrairement à la situation allemande, il n'existe pas de diversification des autorités dans le sens verticale. En France, les autorités chargées d'une mission disposent d'un pouvoir non-partagé et des moyens pour s'en occuper. Bien que la réforme appliquée en Allemagne n'ait pas encore conduit à la situation souhaitée, la tendance évolue de façon très nette dans ce sens. En outre, certains auteurs pensent que la réforme en France s'inspire beaucoup du modèle au Royaume-Uni avec un unique régulateur qui porte les traits forts d'une auto-régulation des professionnels sous surveillance de l'Etat.⁵⁴

⁵¹ Pierre-Henri Conac, « La fusion de la COB et du CMF », La fusion de la COB et du CMF, Mélanges AEDBF-France-III, banque éd. 2001, p. 67

⁵² <http://www.editions-legislatives.fr/aj/actualites/fiscal-affaires/epargne/2003/DP10-03-08-06-3.html>

⁵³ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, „Droit des marchés financiers », 3^e éd., Litec 2001, n° 110-3, p. 119

⁵⁴ Pierre-Henri Conac, „La fusion de la COB et du CMF », préc., p. 63

Après avoir vu les structures en Allemagne et les raisons de l'échec de la réforme profonde, on peut se baser sur la nouvelle réforme qui a créé la BAFin et comparer la situation en France et en Allemagne.

C. Comparaison entre les modèles français et allemands

Après avoir présenté les structures existant en Allemagne, il est maintenant possible de mettre en évidence les principales différences entre la France et l'Allemagne au niveau de l'organisation des systèmes (1.) et de l'attribution des pouvoirs et des missions (2.).

1. Les différences d'organisation des systèmes

La théorie sur laquelle est fondée l'organisation des autorités présente des conséquences pratiques, non seulement sur la structure, qui en est le résultat immédiat, mais aussi sur l'appréciation de l'idée de régionalité, inhérente au système.

a. Les différences d'organisation entre la France et l'Allemagne

Les plus grandes différences dans l'organisation des autorités de bourse en France et en Allemagne sont principalement dues au modèle politique de base du pays, modèle qui va influencer les institutions. En effet, alors que la France a mis en place des autorités centralisées, l'Allemagne, Etat fédéral, a réparti les pouvoirs entre les pays fédéraux et une autorité fédérale superposée ce qui correspond à une structure pyramidale, diversifiée verticalement et non pas horizontalement. Avec la récente création de la BaFin, cette impression s'est encore renforcée par la disparition d'autres autorités fédérales dont le champ de compétence empiétait sur celui de l'ancien BaWe. Il faut ajouter qu'avant la mise en place du BaWe, première autorité fédérale créée en 1995, les autorités des pays fédéraux disposaient de tous pouvoirs en la matière. La création d'une autorité fédérale de surveillance est donc un élément encore assez nouveau en Allemagne.

En revanche, en France le groupement des autorités est organisé de manière horizontale. La législation française a créé deux autorités chargées de contrôler le marché boursier : la COB, en 1967 et le CMF en 1996. Ces deux autorités se distinguent de par leurs membres, la COB étant l'organe de contrôle de l'Etat alors que le CMF représente la participation des professionnels. Avec la récente décision de fusionner ces deux autorités et de créer ainsi l'AMF, cette distinction va disparaître. Cela correspond à l'idée d'homogénéisation et de clarté : une plus grande transparence de la place financière par la réduction du nombre d'autorités et l'abolition des statuts trop dérogatoires. On arrive ainsi à une meilleure « lisibilité » de la place, notamment pour les investisseurs étrangers.⁵⁵

Un autre point marquant l'organisation des autorités en France est la volonté de rejeter une structure pyramidale qui, en Allemagne, est le résultat des vastes pouvoirs attribués aux pays fédéraux, pouvoirs nécessitant une coordination au niveau fédéral. Lors de la proposition de transformer le COB en une autorité supérieure, chargée de la protection de l'épargne et de l'investissement et qui aurait pris la place à la tête de l'édifice mise en place⁵⁶, on a craint que cette autorité soit trop éloignée de la réalité du marché. Aussi, la structure transversale de la COB a été maintenue. En vue d'une situation totalement transversale, il a été proposé de « raisonner en fonction d'une organisation par métiers

⁵⁵ Lamy droit du financement, édition 2003, n° 956, p. 590

⁵⁶ G. Lesguiller, « Proposition de loi du Sénat visant à simplifier l'organisation des marchés financiers », Bull. Joly Bourse 1995, p. 178

plutôt que d'une organisation par statuts »⁵⁷ Mais la mise en œuvre de ce principe s'est montré difficile à cause de la complexité des autorités multiples et du risque de soumettre les établissements développant des stratégies globales, dans les métiers du crédit, de l'investissement et des assurances, à une pluralité d'autorités.⁵⁸ La fusion de la COB et du CMF sera un premier pas vers une véritable réforme des structures de surveillance en France.

En conséquence, le fédéralisme appliqué aux autorités de surveillance en Allemagne rend encore plus complexe un domaine déjà difficile à organiser de façon simple. En revanche, de par son organisation autour d'une autorité centrale, l'AMF, le modèle français ne présente pas de positions ou d'autorités en double (voir plus), d'où une structure moins coûteuse, ce qui lui confère un avantage évident. De plus, les chemins au sein d'un même organisme sont plus courts comparés à la coopération entre différentes autorités, d'où une meilleure communication. L'instauration d'organismes en vue d'améliorer la communication et la coopération en Allemagne, tels que le Conseil des valeurs mobilières, ne fait que compliquer l'organisation et augmenter son coût. Une simplification de toute la structure serait finalement le seul moyen de remédier à ces inconvénients. Dans ce cas, on pourrait sans doute témoigner d'un certain effet de synergie au sein d'une autorité avec compétence globale.

b. La différence dans l'appréciation de la régionalité

Dans la plupart des pays du monde existe une bourse centrale. En Allemagne, en dehors de la bourse la plus importante à Francfort, existent 7 autres places financières à Düsseldorf, Hamburg, München, Berlin, Stuttgart, Hannover et Bremen. Ailleurs, un tel système des bourses régionales n'existe qu'aux Etats-Unis, en Suisse et avec une conception plus réduite en Italie.⁵⁹ Tenant compte du fait que les systèmes politiques des Etats-Unis et de la Suisse reposent sur un modèle fédéral, il semble que ce type d'organisation de l'Etat soit plus favorable à une distribution régionale, non seulement du pouvoir mais également des poids économiques. Mais c'est surtout le pouvoir politique attribué aux pays fédéraux qui leur permet de promouvoir activement leur bourse propre. On a déjà vu qu'une partie essentielle de la surveillance en Allemagne est exercée par les autorités inhérentes à l'exécutif des pays fédéraux, ce qui leur permet poursuivre leur but : non seulement maintenir les bourses régionales mais aussi accroître leur importance.⁶⁰ Ainsi, le régionalisme dans la structure du marché financier en Allemagne prend une place importante dans la théorie de base et les pays fédéraux veillent à soutenir et assister le développement de leur bourse. Malgré ces efforts et ces conditions de base, en Allemagne les structures n'évoluent pas dans ce sens et la pratique le démontre par l'augmentation de l'importance de la bourse de Frankfurt, diminuant ainsi l'influence des autres places. Ce changement semble être dû à la diminution de l'importance de la bourse de présence et à la croissance des systèmes électroniques.⁶¹ Mais le caractère régional continuera d'être très marqué alors que l'autorité de l'Etat fédéral devra cohabiter avec celle des pays fédéraux.

⁵⁷ C. Merkin, B. de Saint Mars, « Projet de loi de modernisation des activités financières », RD bancaire et bourse 1996, n° 53, p. 5

⁵⁸ Thierry Bonneau, France Drummond, « Droit des marchés financiers », éd., Economica 2001

⁵⁹ Claussen, préc., § 9, n° 4, p. 353

⁶⁰ source: www.wm.baden-wuerttemberg.de/wirtschaftundmittelstand/börsenaufsicht.htm

⁶¹ Claussen, préc., § 9 n° 4, p. 353

L'évolution en France est différente. A coté de la bourse de Paris existaient 6 marchés en province : Lyon, Marseille, Bordeaux, Nantes, Lille et Nancy. Avec le décret n° 61-1168 du 30 octobre 1961, un principe de spécialisation interdisait la cotation d'une même valeur sur deux places différentes, ce qui signifiait qu'une même valeur ne pouvait plus être inscrite à la cote de plusieurs bourses.⁶² Cette décision a eu pour conséquence de diminuer l'importance des bourses de province et d'appauvrir ces places financières, tout en favorisant l'importance de la place financière de Paris.

Mais, le mouvement de rapprochement des bourses au niveau national et international s'est vu renforcé une nouvelle fois en France vers la fin des années 1990. Ce développement se base sur le souci de renforcer l'importance de la place financière de Paris en vue de la concurrence internationale. La prise de contrôle de MATIF SA sur ParisBourse SA a déclenché une réorganisation autour de cette dernière, en vue de « présenter un front uni ».⁶³ Mais, Euronext, issue de la fusion de la bourse de Paris avec celles d'Amsterdam et de Bruxelles et première bourse véritablement européenne considérée comme la continuité logique de cette évolution, peut-elle être un modèle pour une place financière unique en Europe?

2. Les différences dans la mission et les pouvoirs

La surveillance des bourses en France est réalisée par la COB. Ses missions sont réparties en trois secteurs : la surveillance des bourses et leur organisation, le contrôle de l'information du marché financier et enfin la surveillance sur la gestion des investissements collectifs.⁶⁴ Le CMF, autorité professionnelle, veille à l'activité et aux opérations effectuées par les acteurs des marchés réglementés. Ces deux fonctions et ces missions seront ont été reprises par l'AMF à la suite de la fusion.⁶⁵

En ce qui concerne la surveillance de l'activité boursière, la comparaison de la COB avec la BAFin montre que cette dernière joue un rôle beaucoup plus restreint, souvent dû à la répartition des ses pouvoirs avec les pays fédéraux. Mais on peut se demander si sa « jeunesse », ainsi que celle de son prédécesseur, le BAWe, ne contribue à cette limitation. En effet, la COB n'avait acquis une grande partie de ses attributions que bien après sa création.⁶⁶

a. Le pouvoir réglementaire

Concernant le pouvoir d'édicter les règles et les normes, le champ d'intervention de la COB dans l'art. L. 621- 6 C. mon. et fin. est plus large que celui de la BAFin dans l'art. 4 WpHG. La COB peut « prendre des règlements concernant le fonctionnement des marchés placés sous son contrôle ou prescrivant des règles de pratique professionnelle qui s'imposent aux personnes faisant publiquement appel à l'épargne [...] ». Ainsi la COB dispose d'un pouvoir d'intervention sur les marchés assez vaste. Inversement, les

⁶² Lamy droit du financement, édition 2003, n° 832, p.

⁶³ Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, « Droit des marchés financiers », 3^e édition, Litec 2001, n° 8-1, p.8

⁶⁴ voir : www.cob.fr

⁶⁵ Olivia Dufour, « Bercy prépare la fusion de la COB et du CMF », PA 2002, n° 193, p. 3

⁶⁶ Marie-Danielle Schödermeier, « Le contrôle du marché financier en Allemagne », PA 1998, n° 124, p. 14

compétences de réglementation du CMF précisées dans l'art. L. 622-7 C, sont très détaillées et. mon. et fin., mais restent tout de même plus large que le pouvoir attribué à la BAFin en Allemagne.

La BAFin ne peut édicter des règlements généraux, même dans le cadre strict de sa mission. L'art. 4 WpHG lui confère le pouvoir de prendre des « Anordnungen », décisions individuelles ou injonctions, uniquement lorsque cela est nécessaire c'est à dire pour prévenir d'éventuels abus ou pour remédier aux abus susceptibles de nuire au marché financier ou de lui causer des pertes considérables. Cette autorité ne dispose pas e vrais pouvoirs réglementaires. Même son règlement intérieur est édicté par le ministère des finances, art. 5 al. 3 FinDAG. Le même principe s'applique aux règlements des taxes et frais, mais le ministère a la faculté de transférer ce pouvoir à la BAFin, art. 14 al. 2 FinDAG.

De plus, la BAFin, contrairement à la COB, ne détient pas de la possibilité du rescrit.

b. Le pouvoir de sanctionner

Les autorités en France et en Allemagne disposent du pouvoir d'enquête en vue de vérifier si des irrégularités ou infractions ont été commises. Mais des différences sont mises en évidence dans les situations où il faut utiliser ces informations et procéder à une sanction.

Pour la COB, existent trois alternatives : adresser une injonction administrative, art. L.621-14 C. mon. et fin., ouvrir une procédure de sanction, soit administrative, art. L.621-15 C. mon. et fin., soit disciplinaire, art. L. 621-25 C. mon. et fin. ou transmettre l'affaire au parquet dans le cas où les faits paraissent constitutifs d'un délit. Une même enquête peut déboucher sur plusieurs procédures.⁶⁷ Cette situation est compliquée, renforcée encore par le pouvoir de sanction du CMF qui n'est pas clairement distingué de celui de la COB. Il en résulte un manque de transparence. De plus, depuis ces dernières années, les procédures engagées devant le CMF et la COB ont été accusées de violer les droits de la défense ce qui a autorisé la CAParis à faire appel contre les décisions de sanction de ces autorités. La création de l'AMF avec l'introduction d'une nouvelle procédure et d'une commission des sanctions, distincte du collègue et exclusivement compétente pour prononcer des sanctions⁶⁸, sera une réforme bienvenue et nécessaire dans le secteur.

En Allemagne, la situation paraît plus claire : des règles du WpHG indiquent quand les astreintes administratives peuvent être prononcées par la BAFin, art. § 39 WpHG, quand il s'agit d'un délit pénal avec compétence unique du juge pénal, § 38 WpHG, ainsi que les cas où il faut transmettre les informations sur l'affaire au parquet, arts. 18, 20 b al. 6 WpHG, qui, le cas échéant, informe la BAFin sur des procédures non initiées par celle-ci, mais touchant son champ de compétence, art. 40 WpHG.

Mais en même temps existent les cas où la sanction relève du pouvoir des autorités au niveau des pays fédéraux. Comme cela a été vu précédemment, c'est le comité des sanctions (Sanktionsausschuss) de chaque bourse qui est compétent pour les infractions mineures, § 20 BörsG. Mais le BörsG contient, comme le WpHG, des articles qui énoncent les conséquences de la violation des obligations qui y sont détaillées : l'art. 61 BörsG

⁶⁷ voir : www.cob.fr/Styles/Default/affiche_page.asp?urldoc=presentation.htm&lang=fr

⁶⁸ Olivia Dufour, préc., PA 2002, n° 193, p. 4

s'occupe des délits pénaux et art. 62 BörsG traite le cas des astreintes administratives sous compétence de la « Börsenaufsichtsbehörde ».

Même si cette construction laisse soupçonner une superposition éventuelle, la législation a été très précise dans la rédaction des articles de façon à ce que la concurrence sur ces procédures ou ces compétences ne soit pas possible.

c. Les missions impliquant une surveillance des sociétés cotées

La 4. FMFG de 2002 a considérablement élargi les compétences de la BAFin, contrairement au rôle autrefois plus restreint du BAWe. Concernant l'obligation de donner une notification du franchissement des seuils de participation, elle peut sanctionner le non-respect par des astreintes. Mais les questions de suspension des droits de vote relèvent encore de la compétence des pays fédéraux, art.

Toute la procédure des offres publiques a été complètement réformée et les pouvoirs de la BAFin – contrairement aux pouvoirs pratiquement inexistant du BAWe – sont essentiels. Selon le « Wertpapierübernahmegesetz », loi sur les offres publiques, elle intervient à toutes les étapes de l'offre en disposant des moyens de la rejeter et de protéger les intérêts des minoritaires pendant l'offre. Toutefois, elle est encore loin des larges pouvoirs d'intervention dans la vie des sociétés cotées dont disposent les autorités françaises, comme par exemple la demande de la récusation d'un commissaire aux comptes, art. L. 225-230 C. com,⁶⁹ la réclamation d'une expertise de gestion, art. L. 225-231 C. com,⁷⁰ ou réglementation des mandats de vote dans son règlement COB.

d. L'influence de l'Etat sur les autorités

En France, l'influence du gouvernement sur les autorités prend plusieurs formes⁷¹ : Ceci passe par la désignation des membres des organes de surveillance (tous membres du CMF, art. 622-1 C. mon. et fin., et le président de la COB,), par la représentation de l'exécutif auprès du CMF par un commissaire du Gouvernement, art. 622-2 C. mon. et fin., et celle d'un représentant du ministère de l'économie auprès de la COB, également par l'homologation des règlements COB et CMF (arts. 621-6 et 622-7 C. mon. et fin.), par le pouvoir de saisir le CMF pour toute question relevant de ses attributions (art. 622-23 C. mon. et fin.) et enfin par le pouvoir de décision en cas de carence du CMF (art. 622-23 C. mon. et fin.). Ces éléments montrent la méfiance installée envers une autorité professionnelle et d'où le souhait d'encadrer ses attributions dans un contrôle assez strict. Avec la création de l'AMF, ces précautions deviendront inutiles.

En Allemagne, l'influence de l'Etat est totale au niveau des « Börsenaufsichtsbehörden » qui font partie de l'exécutif du pays fédéral. La BAFin par contre ne fait pas partie du gouvernement fédéral. Mais elle se trouve selon l'art. 2 FinDAG sous « Rechts- und Fachaufsicht » du ministère des finances. Ceci signifie que ce n'est pas seulement la légalité mais aussi l'opportunité de ses décisions qui est contrôlée. En ce qui concerne le personnel, le président et le vice-président de la BAFin sont nommés par le président de la République Fédérale après proposition du gouvernement, art. 9 al. 2 FinDAG. Il appartient

⁶⁹ ancien art. 225 de la loi du 24 juillet 1966

⁷⁰ ancien art. 226 de la loi du 24 juillet 1966

⁷¹ Lamy droit du financement, préc., n° 999, p. 618

à la BAFin elle-même de nommer le reste du personnel, soit des fonctionnaires, soit des employés, arts 9 et 10 FinDAG.

L'influence de l'exécutif se manifeste aussi dans le « Verwaltungsrat » (conseil administratif), organe chargé de contrôler les directeurs et de les assister dans le cadre de leurs fonctions, art. 7 al.1 FinDAG. Ce conseil comprend 21 membres représentant le rôle du BAFin au carrefour du pouvoir législatif, exécutif et judiciaire :⁷² Parmi eux, quatre viennent du Ministère des finances, un du Ministère de justice, un du Ministère de l'économie, cinq représentent le Parlement et enfin 10 sont issus des sociétés surveillées – banques, sociétés d'investissement et assurances – art. 7 al 2 FinDAG. C'est dans ce cadre que se manifeste l'influence des professionnels en Allemagne, là où n'existe pas d'organisme professionnel comme le CMF en France. Mais cette participation des professionnels au sein de la BAFin ne s'arrête pas là. Il y a encore le « Fachbeirat », (comité des experts), avec une mission consultative qui se compose de 24 membres issus des banques, assurances mais également des sociétés de consommateurs, de la science économique et de la banque centrale.⁷³

e. La personnalité morale

En ce qui concerne la personnalité morale, la situation sera bientôt identique en France et en Allemagne. Contrairement à l'ancien BaWe, la BAFin est dotée de la personnalité morale. La situation est similaire en France où les choses évoluent vers l'attribution de la personnalité morale aux autorités : La COB, créée en 1967 est sans personnalité morale, mais le CMF lors de sa création à 1996 en disposait d'une. La fusion des deux mettra fin à cette situation intermédiaire car l'AMF, nouvelle autorité, jouira aussi de la personnalité morale⁷⁴. Par conséquent, les législateurs en France et en Allemagne se sont décidés à permettre aux autorités de surveillance d'agir elles-mêmes en justice ; l'Etat n'assumera plus la responsabilité des leurs faits.⁷⁵

f. La coopération internationale

En Allemagne, la BAFin est chargée de coopérer avec les autorités étrangères, l'art. 4 al. 2 FinDAG, des détails sur l'échange des informations en matière boursière sont donnés dans l'art. 7 WpHG. Il faut souligner que dans cette situation, les autorités des pays fédéraux n'ont pas les compétences d'agir. La compétence de la BAFin dans ces questions est unique et globale. La présence d'un seul partenaire compétant pour les trois secteurs anciennement divisés facilitera certainement l'échange des informations au niveau international. En plus, il semble évident que la voix de la BAFin dans les comités internationaux aura plus de poids que trois voix différentes – un avantage indéniable pour la poursuite des intérêts nationaux et pour l'importance de la place financière allemande dans le monde.⁷⁶

⁷² http://www.bafin.de/jahresbericht/jb02_TeilA.pdf, p. 179

⁷³ http://www.bafin.de/jahresbericht/jb02_TeilA.pdf, p. 180

⁷⁴ Vauplane, Bornet, préc., n° 110-2, p. 118

⁷⁵ Bonneau, Drummond, préc., n° 256, p. 230

⁷⁶ voir: www.bafin.de, sous : « Wir über uns, Die neue Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht »

En France, la fusion des deux autorités de surveillance, entraînera certainement les mêmes effets positifs que ceux prévus pour l'Allemagne bien que d'autres autorités bancaires et assurances subsistent à côté de l'AMF.⁷⁷ Actuellement, au niveau international, la coopération de la COB est demandée en ce qui concerne la communication des informations et la poursuite des enquêtes, art. 621-21 C. mon. et fin.

Après la présentation et la comparaison des structures de surveillance et de leur organisation, il apparaît utile de s'intéresser aux modalités d'exercice de ce contrôle.

⁷⁷ Conac, préc., p. 59

II. Les similarités dans les méthodes

Comme il a été expliqué, la structure des autorités de surveillance en France et en Allemagne suit une logique tout à fait différente ; même les réformes récemment introduites ne tendent pas à les rapprocher. La deuxième partie sera consacrée aux méthodes, en s'interrogeant sur les modalités d'application du contrôle du marché. Dans ce contexte, l'intérêt se situe au niveau des instruments législatifs dont disposent ces institutions pour travailler efficacement. Il existe bien sûr des pouvoirs propres, comme le pouvoir réglementaire ou celui des décisions individuelles, qui ont été présentés dans la première partie. Mais mis à part ces pouvoirs, le marché est surtout régi par des dispositions législatives, souvent pénales, exigeant un comportement spécifique ou une abstention de ses acteurs. Aujourd'hui, dans la plupart des cas, la conception de ces lois ne diffère pas beaucoup d'un pays européen à l'autre. Ceci est certainement dû aux efforts d'harmonisation dans l'UE. En fait, la plupart des lois votées par les parlements nationaux sont issues de directives de Bruxelles, directives à la base de l'harmonisation de cette branche du droit.⁷⁸ Mais l'existence d'une source commune ne mène pas à une uniformisation totale. La transposition en droit national permet de choisir des solutions diverses pour arriver au but prescrit. C'est en cela que se trouve l'intérêt de cette partie où seront examinées les législations les plus importantes en matière boursière et où seront comparés les choix des législateurs français et allemands.

Les lois qui régissent le comportement des acteurs en bourse et le régime juridique des valeurs mobilières suivent un double-but : la protection du marché pour qu'il puisse continuer à fonctionner et la protection des intérêts des investisseurs⁷⁹, d'où l'existence d'un aspect institutionnel et en même temps d'un aspect individuel. Le mot-clé en vue d'atteindre ces deux objectifs est l'information : il est nécessaire de définir quand et de quelle manière le marché doit être informé sur des faits déterminés (A.). De plus, des sanctions doivent être établies dans le cas de comportements préjudiciables au marché boursier (B.) notamment le délit d'initiés et la manipulation des cours.

A . L'obligation des sociétés d'informer le marché et les investisseurs

L'information est à l'origine de la transparence du marché et de l'égalité des investisseurs. Ces derniers doivent être autorisés à prendre des décisions éclairées en fonction de leurs fonds et en se basant sur les faits importants. En effet, les sociétés cotées sont obligées d'informer le marché et le public sur tous les faits importants à des moments prédéterminés : lors de l'admission d'un instrument financier en bourse (1.) puis lors d'évènements définis par la loi (2.).

1. L'information préalable

L'information du marché et des investisseurs débute lors de première cotation d'un titre en bourse, lors de l'émission d'un nouveau titre ou encore lors de l'admission de titres préexistants sur un marché réglementé. L'internationalisation des marchés financiers et les

⁷⁸ Matthias Kurth, « Knapps enzyklopädisches Lexikon... », préc., sous: « Börsenaufsicht », p. 243

⁷⁹ Claussen, préc., § 9, n° 6, p. 355

efforts de création d'un marché financier européen ont mené l'UE à la situation actuelle : les droits nationaux concernant l'information préalable sont devenus largement harmonisés. Des directives diverses existent et ont été transposées par les Etats-membres ; la première date du 16 mars 1979 et d'autres ont été successivement introduites jusqu'à la plus récente proposition de directive du 30 mai 2001 concernant le prospectus à publier en cas d'offre public de valeurs mobilières à la négociation.

a. L'admission en bourse – le premier marché

Pour qu'un instrument financier soit admis à la cotation en bourse, différents niveaux d'exigences, dépendant du segment du marché dans lequel l'émetteur désire placer le titre, sont établis. Les conditions diffèrent selon le degré de protection des capitaux des investisseurs contre les risques visés, ce qui, dans ce contexte, est l'inverse des chances de profit.⁸⁰ C'est le Premier Marché (« Amtlicher Markt ») qui prévoit les règles les plus strictes et joue le rôle le plus important.

En Allemagne, l'admission d'un titre en bourse se situe hors du champ d'activité de la BAFin. Ce sont les commissions pour l'admission des valeurs à la cote (« Zulassungsstellen ») au sein de chaque bourse qui sont compétentes pour cela. Les normes qui régissent cette procédure sont très détaillées et se trouvent dans les arts. 30 et s. BörsG et dans le règlement sur l'admission en bourse (« Börsenzulassungsverordnung »). L'admission doit, selon l'art. 30 al. 2 BörsG, être demandée par l'émetteur et par un établissement de crédit préalablement admis dans une bourse nationale allemande. Les précisions sur le contenu de cette demande se trouvent dans les arts. 30 al. 3-5 BörsG, dont le prospectus d'émission, présenté ultérieurement, est un élément essentiel.

En France, le contrôle de l'émetteur qui décide de placer son instrument financier en bourse est exercé par la COB selon les dispositions énoncées dans l'art. L 421-4 C. mon. et fin. et du règlement COB n° 96-01. La COB peut refuser l'admission si l'opération porte atteinte au bon fonctionnement du marché ou présente des risques pour les intérêts des investisseurs.⁸¹

b. Le prospectus

Le prospectus est la source d'information la plus importante sur les valeurs mobilières nouvellement admises. Il permet aux investisseurs de prendre une décision en connaissance de cause sur la vente des titres, en leur offrant les renseignements essentiels sur la situation – en fait et en droit, art. 13 al.1 BörsZulVO – de la société émettrice. D'après l'art. 30 al. 4 BörsG, la « Zulassungsstelle » doit approuver le prospectus. En effet, selon l'art. 62 al. 1 n° 2 alt. 1 BörsG, une publication sans visa préalable est punie d'une sanction pécuniaire administrative, prononcée par la « Börsenaufsichtsbehörde » du pays fédéral du siège de la bourse. Le prospectus doit donner des informations sur l'émetteur, la structure de son capital, ses activités, sa situation financière et patrimoniale, des exigences formellement détaillées dans les arts. 13-42 BörsZulVO. L'émetteur est soumis à une responsabilité civile envers ses investisseurs dans le cas d'informations incomplètes ou fausses dans le prospectus, art. 44 al. 1 BörsG. Dans de telles situations, les investisseurs peuvent

⁸⁰ Claussen, préc., § 9, n° 60, p. 386

⁸¹ Bonneau, Drummond, préc., n° 277, p. 245

demander la restitution du prix d'achat de la valeur boursière en incluant les charges et les frais habituels d'opération d'achat.

La publication du prospectus doit se faire, selon l'art. 30 al. 5 BörsG, par des journaux nationaux (précisés et définis dans l'art. 31 al. 4 BörsG), par une diffusion électronique auprès de la bourse et par des exemplaires imprimés auprès des bureaux payeurs nommés dans le prospectus.

En droit français, l'art. L 412-1 C. mon. et fin. énonce l'obligation de « ... *publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée, un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur, dans des conditions prévues par un règlement de la COB.* » Mais l'apposition du visa de la COB n'atteste « ... *qu'aient été vérifiées la pertinence et la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs.* »⁸² Selon l'art. L 621-8 al. 1 et 2 C. mon. et fin., la COB peut demander l'insertion d'informations complémentaires ou des modifications du contenu du prospectus, ainsi que l'apport de toute autre explication ou justification.

En 2001 et en 2002, la COB a apporté de nombreux changements aux règlements concernant le prospectus et le visa afin d'adapter sa procédure aux standards internationaux⁸³, de l'assouplir et de la formaliser.⁸⁴ Ces changements sont, par exemple, la permission d'utiliser les règles comptables d'IASB (règlements 2001-01 et 2002-01), la possibilité de présenter le prospectus dans une langue étrangère usuelle avec résumé français (2002-03) ou encore l'obligation d'établir une version électronique du prospectus résultant de l'imposition de mise en ligne sur le site de la COB (2002-01).

Ainsi, les exigences matérielles, déjà largement harmonisées, ne distinguent pas les solutions adoptées en France et de celles adoptées en Allemagne en ce qui concerne l'admission en bourse ; la différence est plutôt marquée par l'attribution des compétences de contrôle et de leur étendue. Bien que le système fonctionne en Allemagne, une comparaison avec la surveillance impartiale de l'autorité française peut laisser subsister des doutes : la commission appartenant à la bourse, et ainsi intéressée par la promotion et l'élargissement de cette place financière, est-elle toujours animée d'un esprit bienveillant par rapport aux intérêts de l'intégralité du marché ?

c. La proposition de directive européenne du 30 mai 2001

Cette proposition de directive concerne le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières à la négociation. Son objectif est d'introduire un passeport européen des émetteurs et de réaliser des conditions non seulement harmonisées mais précises dans tous les pays membres, afin de faciliter le placement simultané des titres dans les bourses de différentes nations européennes - ce qui cause aujourd'hui encore des problèmes pratiques aux sociétés intéressées par une action internationale.⁸⁵ Bien qu'il soit déjà établi que les

⁸² Communiqué COB, 10 novembre 2000, Bull. COB2000, n° 350, p. 1

⁸³ Jean-Jacques Daigre, « Droit boursier et des marchés financiers », JCP E 2003, n° 314, p. 364

⁸⁴ Nicolas Rontchevsky, « Droit des marchés financiers – réglementation boursière », RTD Com 2002, p. 698

⁸⁵ Jens Fürhoff, Corinna Ritz, « Richtlinienentwurf der Kommission über den europäischen Pass für Emittenten », WM 2001, p. 2280

autorités des autres Etats-membres doivent, en principe, accepter un prospectus extérieur, elles peuvent exiger un complément d'information, avec des spécificités nationales telles que des renseignements sur la situation fiscale des bureaux payeurs, et demander des formalités supplémentaires, relatives à la publicité ou à la traduction complète du prospectus de l'émetteur dans la langue nationale.⁸⁶

Contrairement à la situation actuelle, toute la procédure de contrôle du prospectus se passera dans le pays de l'émetteur et sera attribuée aux autorités de ce même pays, sans que les autorités du pays d'admission ne puissent réaliser de contrôle.⁸⁷ L'entrée en vigueur de la directive établira un standard unique et élevé des prospectus. En Allemagne, cette directive permettra d'abolir les différences issues du segment du marché dans lequel l'émetteur cherche à placer son titre et selon lequel les exigences du prospectus sont moins sévères que pour l'admission au Premier Marché.⁸⁸

En plus de l'information préalable, nécessaire lorsque le marché et les investisseurs rencontrent un titre pour la première fois, des situations ultérieures obligent la société émettrice à fournir ces informations.

2. L'information lors de la cotation en bourse

La première cotation en bourse d'un titre est aussi soumise à une obligation de publication. En effet, cette situation présente un intérêt particulier pour leurs détenteurs ou les investisseurs potentiels, reflétant des changements souvent importants dont la connaissance aura probablement des conséquences sur le cours et sur l'évaluation du titre.

a. L'information du franchissement du seuil

La nécessité de publier des changements importants dans la participation du capital d'une société, en France et en Allemagne, repose sur une directive européenne du 12 décembre 1988. Sa transposition dans le cadre légal des deux pays présente une grande similarité. En Allemagne, les dispositions se trouvent dans les articles 21 – 29 WpHG et demandent la publication de tout franchissement de seuil de 5 %, 10 %, 25 %, 50 % et 75% du capital d'une société cotée, sans regard sur l'opération à l'origine de ce résultat. En France, la société dont les titres sont concernés et l'autorité de surveillance (BAFin et COB) sont à informer par écrit. Dans ce contexte, la seule différence remarquable entre la situation française et allemande est l'établissement des seuils énoncés dans l'art. 233-7 du Code de commerce qui se trouvent à 5 %, 10 %, 20 %, 33,3 %, 50 % et 66,6 % du capital d'une société française.

⁸⁶ Philipp von Ihlberg, Michael Neises, « Die Richtlinien-Vorschläge der EU Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis », WM 2002, p. 638

⁸⁷ Wolf von Kopp-Colomb, Jürgen Lenz, « Der europäische Pass für Emittenten », Die Aktiengesellschaft 2002, p. 29

⁸⁸ Fürhoff, Ritz, préc., WM 2001, p. 2287

b. L'information résultant des évènements spéciaux : la publicité occasionnelle

Cette publicité est, pour le bon fonctionnement du marché et de la prévention des infractions boursières, encore plus importante que les autres informations, car elle vise les évènements essentiels dans la vie des sociétés cotées. L'introduction de cette obligation dans les droits nationaux résulte de la directive européenne du 5 mars 1979. Elle est le complément d'actualité des obligations périodiques de publier le bilan annuel par exemple, et intervient dans le but de promouvoir le bon fonctionnement du marché, d'améliorer la confiance des investisseurs et de renforcer le bon fonctionnement du marché.⁸⁹ Actuellement, une nouvelle directive, relative à la coordination de l'information sur les opérations d'initiés et à la prévention des manipulations (abus de marché) est en préparation, son adoption par la Commission date du 30 mai 2001.

(1) Les bases légales

En droit allemand, cette forme de publicité est nommée «Ad-hoc Publizität » et trouve sa base légale dans l'art. 15 WpHG. Dans l'alinéa 1 de cet article, le législateur oblige l'émetteur d'un titre, admis au marché national allemand, à publier sans délai des faits survenus dans sa sphère intérieure et n'étant pas connus par le public, s'ils sont, à cause de leurs répercussions sur la situation patrimoniale, financière ou sur l'activité générale de la société, susceptibles d'influer considérablement sur le cours de ce titre.

Une violation de ces obligations peut mettre en jeu la responsabilité civile selon les arts. 15 al. 6, 37b et 37c WpHG et engendrer une sanction administrative pécuniaire selon art. 39 WpHG.

En France, la publicité occasionnelle entre dans le champ d'activité de la COB, faisant partie de sa mission d' «*information des investisseurs* » selon l'art. 621-1 C. mon. et fin. Son règlement 98-07 s'occupe des aspects des informations occasionnelles, en énonçant que « *tout émetteur doit, le plus vite possible, porter à la connaissance du public tout fait important susceptible, s'il était connu, d'avoir une incidence significative sur...* » le cours d'un quelconque titre coté. Mais, à la différence des règles allemandes, le règlement français inclut dans l'art. 6 non seulement des émetteurs mais également « *toute personne qui prépare pour son compte une opération financière susceptible d'avoir une [telle] incidence significative...* » Lr champ des personnes visées est plus large en France qu'en Allemagne.

En Allemagne, le déroulement de la publication est énoncé dans l'art. 15 al. 3 et 4 WpHG et prévoit la diffusion simultanée de la publication dans un journal consulté par les acteurs en bourse et dans un système d'information électronique. De plus, les informations publiées doivent être immédiatement communiquées aux directions des bourses dans lesquelles les titres concernés sont cotés ainsi qu'à la BAFin qui joue le rôle de contrôleur des faits divulgués. En France, l'art. 8 du règlement COB n° 98-07 exige que l'émetteur, auteur du communiqué d'information, « *...s'assure de la diffusion effective et intégrale...* ». La COB doit en plus recevoir l'information « *...au plus tard au moment de sa publication.* »

⁸⁹ Claussen, préc., § 9, n° 104, p. 410

(2) Les exigences sur les informations fournies

En France, selon l'art. 2 du règlement de la COB n° 98-07, « *l'information donnée au public doit être exacte, précise et sincère.* » Pour arriver à ce standard, l'information doit être délivrée avec prudence, doit être fiable et identique pour tous, actionnaire et public.⁹⁰

En droit allemand, la définition de l'information qui doit être publiée reste un peu floue. Le « fait » sur lequel se base l'information visée doit, selon la BGH⁹¹ (« Bundesgerichtshof »), être susceptible d'une preuve objective, et l'obligation de la publier n'existe pas si sa réalisation peut encore être évitée par des mesures préventives.⁹² Il existe en fait un catalogue non-exhaustif citant des exemples d'informations soumises à § 15 WpHG créé par la BaWe à l'époque. En outre, une grande majorité pense que l'information en tant que telle doit présenter la qualité d'être novatrice, d'être inconnue au public et de provenir de l'intérieur de la société ; mais il incombe finalement à l'émetteur de chaque titre de décider si une telle information tombe dans le champ d'application de l'art. 15 WpHG.⁹³

(3) Les exceptions possibles

Selon l'art. 15 al. 1 phrase 2 WpHG, la BAFin peut, après demande de l'émetteur, le libérer de son obligation de publication, si cette publication était susceptible de porter atteintes aux intérêts légitimes de la société.

En France, c'est l'art. 4 du règlement n° 98-07 de la COB qui prévoit que l'émetteur « *...peut prendre la responsabilité de décider de différer la publication d'une information de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes s'il est en mesure d'en assurer la confidentialité.* » Une autre exception existe dans l'art. 6 du règlement dans le cas de la préparation d'une opération financière. Contrairement au droit allemand, la COB n'intervient pas dans ce cas et les émetteurs peuvent eux-mêmes décider l'existence d'éléments objectifs et doivent accepter la responsabilité de ces décisions. De plus, l'assurance de la confidentialité manque en droit allemand. Il semble probable que le législateur assume le fait que la potentialité d'endommager les intérêts de la société, après confirmation de cette éventualité par la BAFin, soit une motivation suffisante pour garder le secret.

Dans la proposition de directive, la Commission a adopté un texte énonçant une exception comparable à celle de la France d'où la nécessité d'une profonde adaptation du droit allemand⁹⁴ : la société peut décider de ne pas publier l'information si celle-ci porte atteinte à ses intérêts légitimes, si elle peut garantir la confidentialité et si le public n'est pas induit en erreur. Ce changement est susceptible d'apporter des avantages au droit allemand ; en effet, il est souvent difficile pour la BAFin de prendre rapidement une décision sur une demande d'exception, une situation qui nécessiterait dans la plupart des cas de solides connaissances sur la situation de la société émettrice.⁹⁵ Les arts. 400, 401 AktG (Loi sur les

⁹⁰ Vauplane, Bornet, préc., n° 122-2, p. 131 et 132

⁹¹ BGHZ 3, 273; 45, 394

⁹² Georg Wittich, « Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland », Die Aktiengesellschaft 1997, p. 2

⁹³ Claussen, préc., § 9, n° 105, p. 410

⁹⁴ Jens Fürhoff, « Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene », Die Aktiengesellschaft 2003, p. 80

⁹⁵ Fürhoff, préc., Die Aktiengesellschaft 2003, p. 85

SA) prévoient, s'il s'agit d'une société en redressement, la prérogative de ses directeurs de décider de profiter ou non d'une exception.

3. Le rôle des autorités de surveillance

En France, quelque soit la date d'émission des informations, la surveillance des différentes obligations d'information du marché et la vérification des informations diffusées impliquent un rôle prépondérant de la COB, rôle beaucoup plus étendu que celui de la BAFin. Selon l'art. 621-18 al. 2 C. mon. et fin. la COB vérifie tout les informations qu'elle reçoit et peut, d'après l'alinéa 3, demander des corrections ou des rectifications. Si la société n'obéit pas à cette injonction, la COB a la possibilité de les publier elle-même, en faisant supporter tous charges et coûts à l'émetteur. Mais l'alinéa 4 va encore plus loin en autorisant la COB à « ...porter à la connaissance du public les observations qu'elle a été amenée à faire à une société ou les informations qu'elle estime nécessaires. » Dans le même sens va l'art. 9 du règlement COB n° 98-07 dans lequel figure la possibilité pour la COB de « ...demander...des informations qu'elle juge utiles à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché et, à défaut, procéder elle-même à la publication des ces informations. »

Les pouvoirs de la COB sont ici plus vastes que ceux de la BAFin. Celle-ci détient, à la différence de la COB, le pouvoir de décision sur l'octroi d'une exception relative à la publication occasionnelle, ce qui n'est pas sans problème. Mais, concernant ces informations occasionnelles du marché, elle peut seulement, selon l'art. 15 al. 5 WpHG, interroger l'émetteur d'un titre ou demander la présentation des documents si cela paraît nécessaire, afin de vérifier le contenu des informations communiquées. L'ignorance de ces obligations peut entraîner une sanction administrative de la BAFin selon l'art. 39 WpHG. Toutefois, la BAFin reste totalement exclue en ce qui concerne l'admission des instruments financiers en bourse, conséquence de l'absence de bourse fédérale en Allemagne et du rôle principal des pays fédéraux dans les décisions touchant les bourses existantes.

Les obligations qui pèsent sur les sociétés cotées afin d'établir la plus grande égalité et la transparence du marché viennent d'être présentées. A l'inverse de ces règles, qui constituent une mesure préventive, se trouvent les délits d'utilisation de ces informations. Les deux sont étroitement liées, parce qu'il ne peut y avoir une récrimination efficace des délits d'initiés sans introduire une obligation de publication.

Ces délits sont ceux d'une personne exploitant la connaissance des faits privilégiés ou profitant d'autres avantages illégalement créés, contraires aux objectifs des règles préalablement énoncées dans cette sous-section. Les mécanismes de répression seront examinés par la suite.

B. La sanction d'un comportement préjudiciable au marché

Il est évident que la distribution des informations participe à la transparence du marché et à l'égalité des actionnaires. Cependant, dans certains cas, des personnes veulent achever des gains personnels et utilisent alors des informations privilégiées – de différentes façons – (1.) ou essaient diverses manœuvres pour influencer le développement du cours d'un titre coté (2.). Ces comportements sont préjudiciables non seulement pour le marché lui-même mais également pour les autres investisseurs qui doivent par conséquent être avertis. Le législateur a inséré des dispositions dans le droit boursier qui permettent aux autorités de surveillance de prohiber certaines actions et de sanctionner – par elle-mêmes ou par d'autres instances – les personnes violant ces règles, dans le but de promouvoir un cadre légal offrant la plus grande sécurité aux investisseurs et aux acteurs de la bourse.

1. L'utilisation des informations privilégiées: le délit d'initiés

Le délit d'initiés présente une rupture énorme entre l'idée d'égalité des actionnaires et la notion d'information et permet à des individus de profiter des évolutions du marché grâce à leur position, sans contrainte. L'incorporation de ce délit dans les droits nationaux français et allemand a été réalisée à différentes époques: En France, la loi n° 70-1208 du 23 décembre 1970 l'institua pour la première fois alors qu'il a fallu attendre jusqu'à 1995 pour que ce délit soit introduit en Allemagne. Les législations actuelles dans les pays de l'UE se basent sur la directive du 13 novembre 1989 relative à la coordination des règles sur les délits d'initiés, avec laquelle un minimum d'harmonisation a été recherché. Pour réagir aux critiques d'un manque de fermeté dans cette mesure, une réforme au niveau communautaire cherche à améliorer les standards et moyens pour lutter contre toutes les pratiques abusives.⁹⁶

a. Le délit d'initié en France et en Allemagne – la base légale

En Allemagne, l'art. 38 WpHG prévoit la sanction pénale indiquant que l'initié qui participe aux activités définies dans l'art. 14 WpHG sera puni avec une astreinte ou un terme en prison jusqu'à 5 ans. Les opérations ainsi prohibées se trouvent dans l'art. 14 al. 1 n° 1 ou 2 WpHG (achat ou vente d'une valeur mobilière en exploitant ses connaissances d'initié), dans l'art. 14 al. 1 n° 1 WpHG (divulgaration d'une information privilégiée) et dans l'art. 14 al. 1 n° 3 (recommandation d'acheter ou vendre des titres d'initiés).

Selon l'art. 14 al. 2 WpHG, la prohibition des opérations d'initiés inclut aussi des tiers, non-initiés, qui ont pu prendre connaissance d'une information privilégiée. Il est prohibé qu'ils vendent ou achètent – pour eux-mêmes ou pour d'autres - de tels titres.

La prohibition du délit d'initié en France est présentée dans l'art. L 465-1 al. 1 C. mon. et fin. Le comportement prohibé, sous peine d'emprisonnement de deux ans ; est « ...*de réaliser ou de permettre de réaliser, soit directement, soit par personne interposée, une ou plusieurs opérations avant que le public ait connaissance de ces informations.* » Dans son alinéa 3, cet article prévoit une sanction d'un an pour un même comportement, mais visant un autre groupe de personnes, ce qu'on verra par la suite.

⁹⁶ Lamy droit du financement, préc., n° 1007, p. 628

La divulgation d'informations privilégiées se trouve mentionné dans l'alinéa 2, elle est généralement considérée comme un délit distinct.⁹⁷ La loi prévoit que le seul fait de communiquer de telles informations sera puni et visera seulement l'informateur. Le bénéficiaire reste hors du champ d'application, même s'il utilise l'information et réalise des profits. L'insertion de cet alinéa dans le droit français n'est pas resté sans critique : bien qu'il ait permis de mettre le droit national conforme à la directive européenne de 1989, des voix soutiennent qu'une poursuite des infractions en France était toujours possible, notamment pour complicité d'initié ou pour violation du secret professionnel et que ce changement légal n'était pas nécessaire pour arriver au but recherché.⁹⁸

b. Les définitions des personnes punissables

Selon l'art. 13 al. 1 WpHG, les initiés sont des personnes qui ont connaissance d'une information non-publiée, susceptible d'influencer considérablement le cours d'une valeur mobilière et qui peuvent prendre connaissance de cette information grâce à leur position, l'une de celles énoncées dans les n° 1-3.

Selon n° 1, ces personnes sont des organismes ou des membres des organismes de l'émetteur du titre en question ou d'une société liée avec l'émetteur. N° 2 inclut toute personne étant détenteur d'une participation au capital de l'émetteur ou d'une société liée avec celui. Dans ce contexte il suffit d'être propriétaire d'une seule action et il ne faut pas qu'il existe un lien de causalité entre la réception de l'information en question et la participation au capital.⁹⁹ La troisième alternative dans l'art. 13 al. 1 n° 3 WpHG élargit ce groupe de personnes en incluant toutes celles qui reçoivent ces informations dans l'exécution et selon la nature de leur profession, activité ou mission. Cela exclut des informations qui sont transmises par accident à ces personnes,¹⁰⁰ dans un tel cas, celles-ci ne sont pas couvertes par l'art. 13 WpHG, mais par l'art. 14 al. 2 WpHG en tombant dans une autre catégorie d'initiés.

En droit allemand, même si le législateur n'utilise pas ces mots, il existe une distinction entre les initiés primaires, définis dans l'art. 13 WpHG et les initiés secondaires, évoqués dans l'art. 14 al. 2 WpHG. Les derniers se distinguent des premiers par le fait qu'ils ne font pas partie du groupe de personnes énoncées dans l'art. 13 WpHG, bien qu'ils aient eu connaissance d'une information privilégiée. Chaque individu peut appartenir à cette catégorie définie dans la loi, non pas selon des critères purement objectifs, comme ceux employés dans l'art. 13 WpHG, mais plutôt selon une activité punissable. Le législateur a souligné cette distinction, bien qu'il ne la fasse pas expressément dans les prohibitions légales : l'initié secondaire ne sera puni que s'il achète ou vend des titres cotés sous exploitation d'une information d'initié, alors que le comportement prohibé pour l'initié primaire inclut aussi la communication des informations ou des recommandations de vente ou d'achat qui se basent sur ses connaissances. La raison de ce traitement différent s'explique par le fait que les reproches possibles envers les initiés primaires pèsent plus lourdes que ceux faits à l'autre groupe.¹⁰¹ En Allemagne, il n'y a pas de distinction entre les deux groupes quant à la peine maximale de cinq ans d'emprisonnement, mais il semble

⁹⁷ Vauplane, Bornet, préc., n° 1027, p. 910/911

⁹⁸ Vauplane, Bornet, préc., n° 1042, p. 919

⁹⁹ Claussen, préc., § 9, n° 91, p. 403

¹⁰⁰ Claussen, préc. § 9, n° 92, p. 403

¹⁰¹ Claussen, préc., § 9, n° 90, p. 402

probable que cette distinction soit faite par une atténuation lors de l'attribution de la sanction.¹⁰²

En France, il existe aussi cette distinction entre initiés primaires et secondaires. Les initiés primaires sont ceux visés dans l'art. L 465-1 al. 1 C. mon. et fin. qui établit la règle pour « ...*les dirigeants d'une société mentionnée à l'art. 225-109 du Code de commerce, et pour les personnes disposant, à l'occasion de l'exercice de leur profession ou de leurs fonctions, d'informations privilégiées...* ». On voit ici que le groupe envisagé comme initiés primaires est plus restreint qu'en Allemagne et que par rapport à la directive européenne de 1989, en n'incluant pas les individus détenant des participations au capital de la société.

Ces personnes semblent pouvoir être des initiés secondaires ; en effet, l'alinéa 3 les définit avec une seule caractéristique en étant des personnes « ...*possédant, en connaissance de cause, des informations privilégiées...* ». Cette tendance vers une généralisation du délit est pour quelques auteurs une rupture avec la tradition française et se voit expliquée comme « mesure conjoncturelle dans le cadre de la lutte contre le terrorisme ».¹⁰³

A la différence du droit allemand, la divulgation des informations n'est pas toujours sanctionnée lorsqu'elle est commise par un initié primaire, mais quand l'information est transmise par « ...*toute personne disposant, dans l'exercice de sa profession ou de ses fonctions, d'une information privilégiée...* », ce qui est la reprise exacte d'un groupe d'initiés primaires selon l'alinéa 1 seulement. Mais cette définition assez large semble permettre de reprendre aussi l'autre groupe des initiés primaires, internes à la société, mentionnés dans l'art. 465-1 al. 1 C. mon. et fin. c'est à dire des directeurs d'une société selon l'art. 225-109 du Code de commerce.

Un autre élément différent du droit allemand est qu'il suffit, selon la décision du 15 octobre 1976 par le Tribunal correctionnel de Paris, que l'acquisition d'information privilégiée résulte d'un fait matériel fortuit pour appartenir au groupe des initiés primaires.¹⁰⁴

Finalement, sans règle comparable en Allemagne, l'art. L 465-3 C. mon. et fin. a élargi le groupe des initiés punissables aux personnes morales. Leur sanction peut comporter une amende ou une sanction spécifique à leur nature, comme p. e. la fermeture ou l'interdiction d'activité.¹⁰⁵

c. Les définitions de l'information privilégiée

En Allemagne, selon l'art. 13 al. 1 WpHG, une information privilégiée présente deux traits : elle doit être non-publiée et également susceptible d'influencer considérablement le cours de la valeur mobilière en question en cas de publication.

En ce qui concerne le caractère non-publié, on peut considérer qu'il y a eu publication d'une information quand un nombre indéterminé de personnes peuvent en prendre

¹⁰² Büschgen, préc., sous : « Insidervergehen, Strafvorschrift », p. 778

¹⁰³ Lamy droit du financement, préc., n° 1010, p. 630

¹⁰⁴ Lamy droit du financement, préc., n° 1008, p. 629

¹⁰⁵ Vauplane, Bornet, préc., n° 1041, p. 919

connaissance.¹⁰⁶ L'art. 13 al. 2 WpHG donne une autre précision en excluant de la définition légale toutes les évaluations faites sur la base des informations publiquement disponibles, mêmes si cette analyse nouvelle était en réalité bien susceptible d'influer sur le cours. Parmi les informations privilégiées envisagées par l'art. 13 al. 1 WpHG se trouvent les connaissances sur l'évolution du dividende distribué par une société, les changements essentiels relatifs aux gains ou à la liquidité de celle-ci ou de toutes circonstances qui peuvent influencer cela, sans oublier les activités importantes concernant la direction de la société.¹⁰⁷ Elles ne doivent pas être spécifiques à la société mais peuvent aussi concerner le marché, c'est-à-dire des éléments extérieurs à la société.

L'autre condition pour déterminer l'existence d'une information d'initiés est sa susceptibilité d'influer considérablement le cours de la valeur mobilière. Dans ce contexte, existe encore le débat en Allemagne de la nécessité d'une marge de mouvement du cours d'environ 5 % pour admettre cela ou si tout changement excédant la volatilité normale suffit.¹⁰⁸ Il semble évident que même l'initié ne peut prévoir l'évolution exacte du cours, son intention est de profiter de tout changement quelconque qui lui soit profitable et c'est en cela que se trouve le fait punissable. Néanmoins, l'élément unanime accepté, sans jurisprudence sur l'autre point du débat, est que l'exigence d'une influence «considérable» nécessite une volatilité qui est supérieur au mouvement normal.

Dans l'art. 465-1 al. 1 C. mon. et fin. le droit français définit l'information privilégiée comme portant « ...sur les perspectives ou la situation d'un émetteur dont les titres sont négociés sur un marché réglementé ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier... ». De plus, il est admis qu'elle peut porter sur des éléments extérieurs et pas seulement intérieurs à la société, ce qui mène vers une application très étendue de la définition qui doit être précise et confidentielle.¹⁰⁹ Mais, comme en Allemagne, un trait essentiel de cette information est son importance sur le marché par le profit éventuel que peut tirer la personne qui l'exploite¹¹⁰.

d. L'élément intentionnel

Le droit allemand demande l'existence d'un élément subjectif. Plus précisément, il n'est pas exigé que l'intention de l'initié soit d'agir pour son propre profit : la prohibition s'applique aussi aux cas où les transactions sont réalisées pour une autre personne.¹¹¹ Il en résulte que la culpabilité doit se rattacher à la volonté d'exploiter l'information privilégiée et non pas à celle de tirer un profit personnel. Dans ce contexte, la motivation de l'initié peut être très difficile à prouver ; il était donc nécessaire d'insérer un passage dans la loi énonçant que la simple connaissance d'informations privilégiées suffit pour la présumer, sans devoir apporter la preuve; ou plutôt d'ouvrir une voie de sanction administrative, sous responsabilité propre de la BAFin, en vue de profiter des règles procédurales affaiblies à cause de leur caractère non-pénale.¹¹² Actuellement, les suspects sont susceptibles de démontrer que la motivation à l'origine des transactions boursières, n'était pas

¹⁰⁶ Aml. Begründung, BT-Drucksache 12/6679, S. 46

¹⁰⁷ Büschgen, préc., sous: „Insiderinformation“, p. 774

¹⁰⁸ Rainer Süßmann, « Insiderhandel aus der Sicht des BaWe », Die Aktiengesellschaft 1997, p. 64

¹⁰⁹ Vauplane, Bornet, préc., n° 1034 et 1035, p. 914 - 915

¹¹⁰ Lamy droit du financement, préc., n° 1011, p. 630

¹¹¹ Claussen, préc. § 9, p. 407, n° 99

¹¹² interview avec Klaus Tiedemann dans Wirtschaftswoche 10.07.1995, p. 85

l'exploitation des informations d'initiés, mais d'autres, comme ¹¹³ dans les cas de vente d'actions pour financer un achat immobilier ou pour le versement d'une compensation à un époux divorcé, ou simplement dans le cas d'un spéculant quotidien qui effectue plusieurs opérations boursières chaque jour.

Un point très sensible concerne aussi l'initié secondaire : celui doit savoir qu'il détient une information d'initié. Cet élément introduit une subjectivité énorme et explique les nouveaux problèmes pour prouver une éventuelle culpabilité.

En France, concernant les initiés primaires, une présomption se présente pratiquement irréfutable : il ne leur est pas possible de s'acquitter dans la procédure en déniait la connaissance de l'information privilégiée. En revanche, aucune présomption ne pèse sur les initiés secondaires, ce qui explique qu'en pratique la preuve de leur culpabilité se fait normalement par l'exclusion de toutes autres hypothèses possibles.¹¹⁴

e. Les spécificités nationales

En Allemagne, l'expérience a prouvé le bien-fondé de l'introduction de ce délit et l'efficacité du contrôle était dès le début complimentée.¹¹⁵ Selon une statistique récemment publiée par la BAFin¹¹⁶, en 2000 et 2001, 51 et 55 nouvelles procédures d'enquêtes étaient ouvertes sur la base du soupçon d'un délit d'initié, dont environ la moitié a été transmis au parquet. Ces chiffres correspondent à peu près à ceux publiés par la COB¹¹⁷ en France, ce qui démontre que l'autorité allemande et le cadre légal assez jeune se sont bien adaptés aux standards internationaux. Dans les premiers trois mois de l'année 2002, 15 enquêtes ont été ouvertes, ce qui semble la continuation de la tendance d'une croissance faible de la commission de ces délits. Ces chiffres contredisent l'avis initial sur le marché financier allemand qui, à cause de sa taille, ne présenterait pas un grand nombre de délits d'initiés, bien qu'il faille admettre que de grandes affaires ne se sont pas passées.¹¹⁸ Ceci explique aussi pourquoi des sanctions maximales n'ont pas été prononcées, et pourquoi les astreintes s'orientant à la réalisation de profits n'ont pas encore excédées 600.000 DM (affaire « Krones »).¹¹⁹

Dans les deux pays, les autorités chargées de la surveillance, la BAFin et la COB, prennent des places très importantes dans la répression des délits d'initiés parce que ce sont elles qui contrôlent les transactions exécutées en bourse et recherchent des infractions éventuelles. Il faut néanmoins admettre que les possibilités d'agir de la BAFin sont plus restreintes que celles de la COB : en Allemagne, une ordonnance pénale (« Strafbefehl ») ne peut être prononcée que par le parquet, où le personnel est déjà surchargé de travail, et non pas par la BAFin elle-même.¹²⁰

En France, il existe à la fois la voie pénale et la voie administrative. Les sanctions des deux systèmes peuvent s'accumuler, à condition que le montant final ne dépasse pas le montant

¹¹³ exemples dans : Hauke Reimer, « Konto in der Karibik », *Wirtschaftswoche* 10.07.1997, p. 84

¹¹⁴ Vauplane, Bornet, préc., n° 1030 et 1031, p. 913

¹¹⁵ Georg Wittich, « Zweieinhalb Jahre Wertpapierhandelsaufsicht - eine Zwischenbilanz », *WM* 1997, p. 2026

¹¹⁶ http://www.bawe.de/down/stat_02.pdf

¹¹⁷ http://www.cob.fr/Styles/Default/affiche_page.asp?urldoc=bilan.htm&lang=fr

¹¹⁸ Claussen, préc., § 9, p. 402, n° 89

¹¹⁹ Claussen, préc. § 9, p. 407, n° 100

¹²⁰ Stefanie Burgmaier, „Im Blindflug“, *Wirtschaftswoche*, 09.03.1995, p. 160

maximum d'une seule des sanctions cumulées.¹²¹ La répression administrative trouve sa base légale dans les dispositions des arts. 621-14 et 621-15 C. mon. et fin. dans lesquels la COB est autorisée à infliger des sanctions pécuniaires. La COB a adopté son règlement 90-08 avec un champ d'application plus large que celui des dispositions pénales et qui reste plus proche dans son contenu de la directive européenne¹²² : Il existe quatre catégories d'initiés qui sont d'abord les initiés primaires internes et externes. Ceux-ci ne doivent ni communiquer, ni exploiter une information privilégiée. Ensuite, il y a des initiés secondaires et tertiaires qui sont aussi prohibées d'exploitation mais pas de communication de l'information.

En France, avec la récente réforme et la création de l'AMF, il y a eu une discussion en vue de supprimer totalement la voie administrative de sanction, et de laisser subsister seulement le délit pénal ce qui mettrait la totalité de la poursuite des opérations d'initiés aux mains du parquet.¹²³

Mais le délit d'initié n'est pas la seule disposition pénale qui trouve son origine dans le droit européen et qui sanctionne un comportement mettant en danger à la fois le fonctionnement du marché en général et la sécurité des investisseurs.

2. Les manœuvres sur le cours

La répression des manœuvres sur les cours présente la même logique que celle des délits d'initiés : éviter et pénaliser les comportements cherchant à obtenir des avantages aux dépens d'autrui et en utilisant des moyens frauduleux. La spécificité des délits visant le cours d'une valeur mobilière est que cette manœuvre frauduleuse met en échec le jeu normal de l'offre et de la demande à la base de l'établissement du cours.¹²⁴ A la différence des initiés qui veulent profiter du cours réel (établi après la publication d'une information), le manipulateur veut causer un cours faux pour en profiter et présenter ainsi une qualité différente.¹²⁵

La particularité de ces délits est l'absence de directive européenne encore à l'heure actuelle. Cependant, la Commission Européenne les a inclus dans une proposition de directive du 1 juin 2001 sur les opérations des initiés et les manipulations du marché, tenant compte ainsi des relations étroites entre les deux délits en question.¹²⁶ Cette proposition a déjà provoqué des changements dans le droit national allemand.¹²⁷

¹²¹ Lamy droit du financement, préc. n° 1002, p. 626 et n° 1019, p. 634

¹²² Vauplane, Bornet, préc., n° 1064, p. 945

¹²³ Olivia Dufour, « Bercy prépare la fusion de la COB et du CMF », PA 2002, n° 193, p. 4

¹²⁴ Lamy droit du financement, préc., n° 1023, p.635

¹²⁵ Ursula Lenzen, « Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation », WM 2000, p. 1131

¹²⁶ Andreas Möller, « Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz », WM 2002, p. 311

¹²⁷ Jens Ekkenga, « Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht », WM 2002, p. 318

a. La base légale

En Allemagne, la 4. FMFG de 2002 (loi sur les valeurs mobilières) vient de réformer la structure et le contenu des articles concernant ce délit. Désormais, c'est l'art. 20 a WpHG qui énonce dans son alinéa 1, n° 1 et 2 le contenu de la prohibition. Selon n° 1, il est interdit de donner de fausses informations ou de garder le silence sur des informations exactes –puisque'il existe une obligation légale de les communiquer- portant sur des faits susceptibles d'influencer le cours ou le prix d'une valeur mobilière coté en Allemagne ou dans les Etats-membres de l'UE. Selon le n°2, toute autre manœuvre frauduleuse susceptible d'influer sur le cours ou prix d'un titre précité est interdite. Selon l'art. 39 WpHG ces deux délits sont principalement sanctionnés par la BAFin sur la voie administrative, prévoyant une astreinte d'un montant maximum de 1.500.000 € Toutefois, lorsque l'activité sanctionnée a atteint son objectif, c'est à dire influencer un cours ou un prix, c'est l'art. 38 al. 1 n° 4 WpHG qui s'applique en transformant l'infraction en délit pénal sous compétence du parquet et avec une peine maximale de 5 ans de prison.

En France, on distingue deux délits. D'abord celui de diffusion des fausses informations dans l'art. L 465-1 al. 4 C. mon. et fin. qui punit « ...*le fait, pour toute personne, de répandre dans le public par des voies et moyens quelconques des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur ... ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier ... de nature à agir sur les cours.* » Ce délit existe en droit français depuis la loi du 23 décembre 1970 et la peine maximum est un emprisonnement de 2 ans.

L'autre délit est celui de la manipulation des cours, mentionnée dans l'art. L. 465-2 C. mon et fin. qui prohibe « ...*le fait, pour toute personne, d'exercer ou de tenter d'exercer, directement ou par personne interposée, une manœuvre ayant pour objet d'entraver le fonctionnement régulier d'un marché d'instruments financiers en induisant autrui en erreur.* » Ce délit est le plus vieux en droit boursier français et a été introduit par la loi du 3 décembre 1926.¹²⁸

b. Les éléments matériels

En droit allemand, le grand changement présenté dans l'art. 20 a WpHG, qui le distingue de l'ancien art. 88 BörsG, est de comprendre non seulement l'interdiction d'activités positives, mais également l'abstention contrairement à l'obligation légale.¹²⁹ Une telle situation peut exister parmi les règles sur la publicité selon l'art. 15 WpHG ou les arts. 10 et 35 WpÜG.

Les conditions à remplir impérativement figurent dans l'art. 20 a WpHG : la divulgation de fausses informations ainsi que les manœuvres frauduleuses. Concernant les fausses informations, elles doivent être pertinentes pour l'évaluation des titres ce qui comprend aussi des analyses ou pronostics se basant sur des faits – sous condition que ces évaluations subjectives soient évidemment non-acceptables.¹³⁰ Des auteurs retiendront que le droit allemand est ici plus stricte que la proposition de directive qui demande une diffusion

¹²⁸ Lamy droit du financement, préc., n° 1026, p. 637

¹²⁹ Claussen, préc., § 9, n° 109a, p. 412

¹³⁰ Möller, préc., WM 2002, p. 312

active des fausses informations, en excluant une activité occasionnelle couverte par l'art. 20 a WpHG.¹³¹

L'autre fait répondant à ce délit est la pratique de manœuvres frauduleuses. Le catalogue d'activités tombant sous la définition de manœuvres frauduleuses n'est pas exhaustif et peut contenir des opérations qui trompent sur la situation réelle comme des transactions fictives, des « wash-sales », des « matched orders » ou encore la diffusion active des rumeurs.¹³²

Comme déjà démontré, le succès des activités interdites, c'est à dire ayant une véritable influence sur le cours, n'est pas un élément suffisant mais sert à transformer l'infraction administrative en délit pénal. L'ancien art. 88 BörsG ne demandait pas d'atteindre cet objectif et la proposition de directive ne l'exige pas non plus, ce qui s'explique par une grande difficulté pratique : pour l'admettre le délit les juges doivent exclure toutes les autres raisons d'évolution du cours ou doivent établir avec certitude l'existence d'une causalité au moins partielle de la manipulation.¹³³

En France, concernant les fausses informations, l'art. 465-1 al. 4 C. mon. et fin., déclare comme punissable un comportement diffusant dans le public, par n'importe quel moyen, des informations erronées. C'est la diffusion et non pas la rétention qui se voit sanctionnée.¹³⁴ En ce qui concerne l'information, celle-ci doit être fautive ou trompeuse, ce qui exclut les informations exactes du champ d'application.¹³⁵ Dans ce contexte, les simples opinions ou les rumeurs en sont aussi exclues, contrairement à la proposition de directive qui tient compte de ces deux éléments.¹³⁶ En outre, il est évident que ce délit vise toute personne et non pas seulement celles dans des positions privilégiées. De plus, ce délit présente un caractère purement formel. Il n'est pas nécessaire pour son accomplissement que des transactions sur les titres aient été réalisées, ni que le lien de causalité entre l'acte de diffusion et le mouvement du cours ait été démontré, l'existence d'une éventualité suffisant.¹³⁷

On peut se demander maintenant dans quelle mesure le délit de manipulation du cours se distingue de celui de fautive information. L'élément essentiel réside dans le fait que la manipulation de cours suppose une intervention directe sur le marché, c'est-à-dire la réalisation d'achats ou de ventes des titres.¹³⁸ A l'inverse, la fautive information se définit par un élément formel, sans preuve de lien de causalité entre l'acte et les résultats : c'est la tentative qui est prise en considération dans ce cas.¹³⁹

¹³¹ Dimitris Ziouvas, Tonio Walter, « Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht », WM 2002, p. 1486

¹³² Ursula Lenzen, « Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation », WM 2000, p. 1132 et 1133

¹³³ Ziouvas, Walter, préc., WM 2002, p. 1487

¹³⁴ Vauplane, Bornet, préc., n° 1043, p. 921

¹³⁵ Lamy droit du financement, préc., n° 1025, p. 636

¹³⁶ Vauplane, Bornet, préc., n° 1043-1, p.921

¹³⁷ Lamy droit du financement, préc., n° 1025, p. 636

¹³⁸ Vauplane, Bornet, préc., n° 1044-2, p. 924

¹³⁹ Vauplane, Bornet, préc., n° 1044-3, p. 924

c. L'élément intentionnel

L'ancien art. 88 BörsG avait demandé un dol spécial dirigé vers la manipulation du cours, ce qui excède le simple dol qui est maintenant exigé par le nouvel art. 20 a WpHG.¹⁴⁰ Ainsi, il suffit de connaître des éléments objectifs du délit et la volonté des les accomplir. Cet affaiblissement des exigences va faciliter la démonstration d'un délit effective.

En France, l'intention du délit de fausse information se réduit à la mauvaise foi de l'auteur qui doit, selon une décision de la Chambre Criminelle de la Cour de Cassation du 15 mai 1997, agir en connaissance de la fausseté de l'information et non pas seulement à cause d'une erreur ou d'une imprudence. Cette preuve peut aussi être difficile à apporter dans la pratique. Mais avant la loi du 22 janvier 1988, le droit français était encore plus exigeante et demandait une activité « ...*afin d'agir sur les cours...* », ¹⁴¹ comparable à l'ancienne situation en Allemagne.

En ce qui concerne le délit de manipulation de cours, la loi du 2 juillet 1996 a fait disparaître le mot « *sciemment* » du texte de l'article qui précédait l'art. L 465-2 C. mon. et fin. Il reste malgré tout l'exigence d'intention délictueuse, comprenant à la fois le dol général (dirigé vers la dissimulation ou vers un acte caché à l'ensemble des opérateurs) et le dol spécial (la volonté de conduire quelqu'un en erreur et d'entraver le bon fonctionnement du marché).¹⁴²

d. Les spécificités nationales

En Allemagne, avec la réforme de cette infraction et la création de l'art. 20 a WpHG, l'attribution de la compétence aussi a changé. D'abord réglé dans un article faisant partie du BörsG, donc sous contrôle des autorités des pays fédéraux, cette infraction est devenue un délit dans le cadre du WpHG, relevant ainsi du champ d'activité de la BAFin (expressément énoncé dans l'art. 20 b WpHG). Les opérations de manipulation ne s'arrêtant pas aux frontières des pays fédéraux et étant exercées au niveau national voire international, la réalité avait dépassé les limites inhérentes à l'ancienne solution d'où la nécessité de ce changement¹⁴³

Mais ce nouvel exemple d'élargissement des compétences de la BAFin va encore plus loin. En effet, le législateur statue dans l'art. 20a al. 2 WpHG que le ministère des finances peut déléguer la définition des mots-clé de cet article à la BAFin, qui prendra un tel règlement en accord avec les pays fédéraux. Cette nouvelle conception de la législation permet d'attendre un agrandissement du champ d'activité et des pouvoirs de la BAFin dans les années à venir en vue d'occuper un rôle prépondérant dans la structure de la surveillance boursière en Allemagne.

En France, le délit de fausse information inclut aussi depuis la loi du 2 juillet 1996 des personnes morales.¹⁴⁴ Comme actuellement en Allemagne, les tribunaux ne sont pas

¹⁴⁰ Ziouvas, Walter, préc., WM 2002, p. 1487

¹⁴¹ Lamy droit du financement, préc., n° 1025, p. 636

¹⁴² Vauplane, Bornet, préc., n° 1044-4, p.925

¹⁴³ Andreas Möller, « Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation... », préc., p. 310

¹⁴⁴ Vauplane, Bornet, préc., n° 1043-1, p. 922

souvent saisis pour juger ces infractions boursières, la plupart d'entre elles étant sanctionnées par la voie administrative.¹⁴⁵

¹⁴⁵ Lamy droit du financement, préc., n° 1026, p.637

Conclusion :

La comparaison réalisée entre les systèmes de surveillance des bourses en France et en Allemagne souligne de grandes différences d'une part dans l'organisation des autorités, d'autre part dans leurs pouvoirs respectifs. Néanmoins, les instruments légaux à la disposition de ces institutions démontrent une influence énorme du droit européen et présentent une grande similarité. Toutefois, les directives de Bruxelles ne nécessitent qu'un minimum d'harmonisation, en laissant la possibilité aux législateurs nationaux, lors de la transposition, de choisir des solutions à la fois nuancées et plus strictes.

Ces tendances d'unification, en vue d'arriver dans un vrai marché financier européen, sont vouées à se poursuivre dans les années à venir. De nouvelles propositions de directive sur les différents aspects légaux de ce projet se trouvent dans le procès d'élaboration et une surveillance boursière européenne est en cours. La discussion a commencé depuis longtemps. Les meilleures connaissances et analyses possibles des systèmes de contrôle dans les nations économiquement les plus fortes, dont les places financières sont d'une importance européenne et globale, permettront certainement de pouvoir reprendre les points forts et d'éviter les éventuelles faiblesses, en vue de trouver une solution efficace et adaptée au niveau européen.

Bibliographie:

Manuels:

Thierry Bonneau, France Drummond, « Droit des marchés financiers », Economica, édition, 2001

Hans Büschgen, « Das kleine Börsenlexikon », 22e édition, Verlagsgruppe Handelsblatt 2001

Carsten Claussen, « Bank- und Börsenrecht », 3e édition 2003

Jörg Cramer, Friedrich Thießen, « Knapps enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens », 4e édition 1999

Jean Devèze, Alain Couret, Gérard Hirigoyen, « Lamy droit du Financement », édition 2003

Hubert de Vauplane, Jean-Pierre Bornet, « Droit des marchés financiers », 3^e édition, Litec 2001

Articles, études, chroniques :

Heinz-Dieter Assmann, « Referat zum 64. Deutschen Juristentag 2002 », dans: « Verhandlungen des 64. Deutschen Juristentages », Bd. F, p. 13

Hartmut Bieg, « Börsenaufsicht, Börsenorganisation und Börsenhandel », Der Steuerberater 2000, p. 254

Jürgen Brockhausen, « Kapitalmarktaufsicht in Selbstverwaltung », WM 1997, p. 1924

Stefanie Burgmaier, « Im Blindflug », Wirtschaftswoche 09.03.1995, p. 156

Pierre-Henri Conac, « La fusion de la COB et du CMF », La fusion de la COB et du CMF“, Mélanges AEDBF-France-III, banque éd. 2001, p. 59

Jean-Jacques Daigre, « Droit boursier et des marchés financiers », JCP E 2003, n° 314, p. 364

Georg Dreyling, « Zur staatlichen Aufsicht über Börsen mit überregionalem Wirkungsbereich », WM 1990, p. 1529

Olivia Dufour, « Bercy prépare la fusion de la COB et du CMF », PA 2002, n° 193, p. 3

Jens Ekkenga, « Kurspflege und Kursmanipulation nach geltendem und künftigem Recht », WM 2002, p. 317

Jens Fürhoff, « Neuregelung der Ad-hoc-Publizitätspflicht auf europäischer Ebene », Die Aktiengesellschaft 2003, p. 80

Jens Fürhoff, Corinna Ritz, « Richtlinienentwurf der Kommission über den europäischen Pass für Emittenten », WM 2001, p. 2280

Philipp von Ihlberg, Michael Neises, « Die Richtlinien-Vorschläge der EU Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis », WM 2002, p. 635

Wolf von Kopp-Colomb, Jürgen Lenz, « Der europäische Pass für Emittenten », Die Aktiengesellschaft 2002, p. 24

Siegfried Kümpel, « Die künftige Kapitalmarktaufsicht und die europäische Rechtsangleichung », WM 1994, p. 229 et « Die öffentlichrechtliche Börsenorganisation im Lichte der Reformvorschläge », WM 1997, p. 1917

Ekkehard Kurth, « Überregionalität des deutschen Börsenhandels und die Kompetenzen der Aufsichtsbehörden der Länder », Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1998, p. 553

Matthias Kurth, « EURO-Kapitalmarkt und regionale Börsenaufsicht – ein Widerspruch? », WM 1998, p. 1715

G. Lesguillier, « Proposition de loi du Sénat visant à simplifier l'organisation des marchés financiers », Bull. Joly Bourse 1995, p. 177

Ursula Lenzen, « Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation », WM 2000, p. 1131

Claude Merkin et Bertrand de Saint Mars, « Projet de loi de modernisation des activités financières », RD bancaire et bourse 1996, n° 53, p. 4

Hanno Merkt, Oliver Rossbach, « Zur Einführung: Kapitalmarktrecht », JuS 2003, p. 217

Andreas Möller, « Die Neuregelung des Verbots der Kurs- und Marktpreismanipulation im Vierten Finanzmarktförderungsgesetz », WM 2002, p. 309

Hauke Reimer, « Konto in der Karibik », Wirtschaftswoche 10.07.1997, p. 82

Nicolas Rontchevsky, « Droit des marchés financiers – réglementation boursière », RTD Com 2002, p. 698

Marie-Danielle Schödermeier, « Le contrôle du marché financier en Allemagne », PA 1998, n° 124, p. 11

Rainer Süßmann, « Insiderhandel aus der Sicht des BaWe », Die Aktiengesellschaft 1997, p. 63

Martin Weber, « Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts 2001/2002 », NJW 2003, p. 18

Georg Wittich, « Zweieinhalb Jahre Wertpapierhandelsaufsicht - eine Zwischenbilanz », WM 1997, p. 2026 et « Erfahrungen mit der Ad-hoc-Publizität in Deutschland », Die Aktiengesellschaft 1997, p. 1

Dimitris Ziouvas, Tonio Walter, « Das neue Börsenstrafrecht mit Blick auf das Europarecht », WM 2002, p. 1483

Internet:

www.wm.baden-wuerttemberg.de/wirtschaftundmittelstand/börsenaufsicht.htm

www.bafin.de

www.bawe.de

www.cob.fr

www.editions-legislatives.fr

Plan détaillé du mémoire

Introduction	p. 4
I. Les différences dans l'organisation des autorités de surveillance	p. 7
A. L'organisation des autorités de surveillance en Allemagne	p. 7
1. L'autorité au niveau fédéral : La « Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, (BAFin)» (Office fédéral pour la surveillance des prestations de services financiers)	p. 7
a. L'organisation	p. 8
b. La mission	p. 8
c. Les pouvoirs	p. 9
2. L'autorité au niveau des pays fédéraux : La « Börsenaufsichtsbehörde », (service de surveillance de bourse)	p. 10
a. La mission	p. 10
b. Les pouvoirs	p. 11
3. L'autorité de coordination entre le niveau fédéral et les pays fédéraux : le « Wertpapierrat » (Conseil des valeurs mobilières)	p. 12
a. La composition	p. 12
b. La mission	p. 13
4. La surveillance par les organismes d'auto-gestion au sein de chaque bourse: les « Selbstverwaltungsorgane » (organismes d'auto-gestion)	p. 13
a. La mission et les membres	p. 13
b. Les pouvoirs	p. 13
5. Le lien entre auto-gestion et contrôle de l'Etat : La « Handelsüberwachungsstelle » au sein de chaque bourse, (département de surveillance des transactions)	p. 14
a. La mission et les pouvoirs	p. 14
b. Le rôle dans la hiérarchie des autorités	p. 15
B. La discussion sur la réforme des structures en Allemagne	p. 17
1. Les arguments en faveur d'une réforme	p. 17
2. Les raisons qui ne permettent pas la réforme	p. 18
3. La réforme au niveau fédéral seulement : la création de la BAFin	p. 19
a. Les changements survenus avec la création du BAFin en Allemagne	p. 19
b. La comparaison des réformes en France et en Allemagne	p. 20
C. Comparaison entre les modèles français et allemands	p. 22
1. Les différences d'organisation des systèmes	p. 22
a. Les différences d'organisation entre la France et l'Allemagne	p. 22
b. La différence dans l'appréciation de la régionalité	p. 23
2. Les différences dans la mission et les pouvoirs	p. 24
a. Le pouvoir réglementaire	p. 24
b. Le pouvoir de sanctionner	p. 25
c. Les missions impliquant une surveillance des sociétés cotées	p. 26

d. L'influence de l'Etat sur les autorités	p. 26
e. La personnalité morale	p. 27
f. La coopération internationale	p. 27
II. Les similarités dans les méthodes	p. 29
A . L'obligation des sociétés d'informer le marché et les investisseurs	p. 29
1. L'information préalable	p. 29
a. L'admission en bourse – le premier marché	p. 30
b. Le prospectus	p. 30
c. La proposition de directive européenne du 30 mai 2001	p. 31
2. L'information lors de la cotation en bourse	p. 32
a. L'information du franchissement du seuil	p. 32
b. L'information résultant des évènements spéciaux :	p. 33
la publicité occasionnelle	
(1) Les bases légales	p. 33
(2) Les exigences sur les informations fournies	p. 34
(3) Les exceptions possibles	p. 34
3. Le rôle des autorités de surveillance	p. 35
B. La sanction d'un comportement préjudiciable au marché	p. 36
1. L'utilisation des informations privilégiées: le délit d'initiés	p. 36
a. Le délit d'initié en France et en Allemagne – la base légale	p. 36
b. Les définitions des personnes punissables	p. 37
c. Les définitions de l'information privilégiée	p. 38
d. L'élément intentionnel	p. 39
e. Les spécificités nationales	p. 40
2. Les manœuvres sur le cours	p. 41
a. La base légale	p. 42
b. Les éléments matériels	p. 42
c. L'élément intentionnel	p. 44
d. Les spécificités nationales	p. 44
Conclusion	p. 46