

Petites affiches

La Loi

ARCHIVES COMMERCIALES DE LA FRANCE

Le Quotidien Juridique

388^e année

21 JUILLET 1999

N° 144

30 F

4,57 €

N U M É R O S P É C I A L

DROIT BOURSIER ET DROIT DE LA CONCURRENCE

**Direction générale de la concurrence,
de la consommation et de la répression
des fraudes**
Colloque du 7 avril 1999

Directeurs scientifiques :
Marie-Anne FRISON-ROCHE
Laurent COHEN-TANUGI



Petites affiches
2, rue Montesquieu 75001 Paris
Tél. : 01 42 61 56 14 Fax : 01 47 03 92

Le Quotidien Juridique
2, rue Séguier 75006 Paris
Tél. : 01 43 29 80 60 Fax : 01 46 34 21 76

La Loi
Archives Commerciales de la France
60, quai des Orfèvres 75001 Paris
Tél. : 01 42 34 52 34 Fax : 01 46 34 19 70

ÉDITION QUOTIDIENNE DES JOURNAUX JUDICIAIRES ASSOCIÉS

JOURNAL AGRÉÉ POUR PUBLIER LES ANNONCES LÉGALES DANS LES DÉPARTEMENTS DE PARIS, HAUTS-DE-SEINE, SEINE-SAINT-DENIS, VAL-DE-MARNE

DROIT BOURSIER ET DROIT DE LA CONCURRENCE

Colloque du 7 avril 1999 organisé par la D.G.C.C.R.F. (*)

Petites Affiches

Le Quotidien Juridique

Directeur de la publication :
Bruno Vergé

Rédacteur en chef :
Eric Bonnet

Comité de rédaction :

Pierre Bézard, président de la chambre commerciale de la Cour de cassation

Jean-Pierre Camby, conseiller des services de l'Assemblée nationale

Alain Couret, professeur à l'Université Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Maurice Cozian, professeur émérite à l'Université de Bourgogne

Fernand Derrida, professeur honoraire à la faculté de droit de l'Université d'Alger

Christian Gavalda, professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon Sorbonne)

Michel Grimaldi, professeur à l'Université Paris II (Panthéon-Assas)

Paul Le Camu, professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Jacques Massip, conseiller doyen honoraire à la Cour de cassation

Jacqueline Morand-Deville, professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne)

Georges Morin, président honoraire du Répertoire du notariat Defrénois

Alain Sauret, avocat conseil en droit social, J. Barthélémy et associés.

Rédaction :

2, rue Montesquieu, 75001 Paris

Tél. : 01.42.61.87.87

Fax : 01.42.86.09.37

E-mail : redaction@petites-affiches.presse.fr

Tout projet d'article, accompagné de sa disquette, doit être adressé à Eric Bonnet, à l'adresse ci-dessus

Diffusion :

Tél. : 01.42.61.88.00

Fax : 01.42.92.03.91

E-mail : diffusion@petites-affiches.presse.fr

Rédaction (p. 1 à 48)

Publicité légale : Annonces pour les départements 75, 92, 93, 94 (p. 49 à 104)

ABONNEMENTS

1 an France (T.T.C.)

Journal seul690 F105,19 €

Multimédia980 F149,40 €

1 an Étranger (H.T.)

C.E.E.1 720 F262,21 €

Hors C.E.E. ...3 400 F518,33 €

Pour tarifs particuliers (enseignants, étudiants, ...) nous consulter

Direction Artistique : GRAPHIR DESIGN

SOMMAIRE

3 INTRODUCTION, PAR JÉRÔME GALLOT, DIRECTEUR GÉNÉRAL DE LA D.G.C.C.R.F.

5 CHRISTIAN DE BOISSIEU
COMPARABILITÉ ÉCONOMIQUE ENTRE SYSTÈME CONCURRENTIEL DE BIENS ET SERVICES ET SYSTÈME BOURSIER ET FINANCIER

8 MARIE-ANNE FRISON-ROCHE
PEUT-ON ÉTABLIR DES ANALOGIES OPÉRATOIRES ENTRE DROIT DE LA CONCURRENCE ET DROIT BOURSIER ?

18 MAURICE NUSSENBAUM
LE STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER : RAPPEL THÉORIQUE

24 FRANÇOIS CHAMPARNAUD
LE STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER : LA TRANSPARENCE

27 DÉBAT : LE RÔLE DE L'INFORMATION

31 LAURENT COHEN-TANUGI
O.P.A. ET CONTRÔLE DES CONCENTRATIONS : LA QUADRATURE DU CERCLE

35 MARIE-JOSÈPHE VANEL
LES RAPPORTS ET COOPÉRATIONS ENTRE AUTORITÉS DE RÉGULATION CONCURRENTIELLE ET FINANCIÈRE

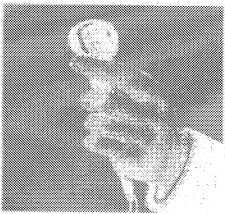
38 ANDREW WHITE
LES RAPPORTS ET COOPÉRATIONS ENTRE AUTORITÉS DE RÉGULATION CONCURRENTIELLE ET FINANCIÈRE : L'EXPÉRIENCE ANGLAISE

40 PATRICIA CHARLÉTY
PEUT-ON CONCEVOIR ABUS DE POSITION DOMINANTE ET ENTENTES DANS LE SYSTÈME BOURSIER ?

44 ALBERT NIJENHUIS
LE CONTRÔLE DES ACTIVITÉS BOURSIÈRES PAR LES AUTORITÉS COMMUNAUTAIRES DE LA CONCURRENCE

46 CONCLUSION, PAR JÉRÔME GALLOT

(*) Les actes de ce colloque feront également l'objet d'une publication par les soins de la D.G.C.C.R.F.



OUVERTURE

Le sujet qui nous réunit dans le cadre de cet atelier de la concurrence co-présidé par Marie-Anne Frison-Roche, professeur à l'Université Paris-Dauphine, et Laurent Cohen-Tanugi, avocat à la Cour, présente un intérêt intellectuel et opérationnel majeur ; il se prête particulièrement bien à un positionnement aux confins du droit et de l'économie. La vocation des ateliers de la concurrence, qui consiste à extérioriser un certain nombre de problématiques opérationnelles différentes, est donc respectée. Pour la première fois, sur une suggestion de Marie-Anne Frison-Roche, cette manifestation est organisée en partenariat avec le journal l'AGEFI. Si nous avons jusqu'alors souhaité que les interventions des praticiens et des professionnels du droit ne donnent pas lieu à une couverture médiatique, c'est parce que nous pensions que l'efficacité de la réflexion et la liberté de ton en dépendaient. Pour autant, nous nous félicitons de cette expérience de partenariat concernant un sujet du plus grand intérêt opérationnel.

Dans le cadre des ateliers de la concurrence 1999, seront également abordées prochainement les questions de l'interaction entre le sport et la concurrence (*N.D.L.R. : l'atelier s'est tenu début juin*), ainsi que celles des rapports entre juge civil, juge commercial et droit de la concurrence (en septembre) et du prix prédateur comme obstacle à la concurrence (probablement en novembre).

Jérôme GALLOT

Directeur général de la D.G.C.C.R.F.

INTRODUCTION

Un constat : les croisements entre droit de la concurrence et droit boursier sont si courants dans la pratique juridique et institutionnelle anglo-saxonne, semblent si naturellement perçus, qu'un débat n'aurait déjà plus lieu d'être. En France, un même résultat proviendrait d'une perception inverse : le droit boursier et le droit de la concurrence seraient si étrangers l'un à l'autre, dans les esprits et dans les faits, que chacun fonctionne en autarcie et qu'on rencontre encore fort peu d'interférence. Ce qui explique à rebours que cette perspective n'avait pas encore justifié un débat. Mais les pratiques ayant une vélocité plus grande que les esprits, il est aujourd'hui temps d'évoquer les rapports, au-delà de la coexistence, entre droit boursier et droit de la concurrence.

On peut concevoir le sujet d'au moins deux façons. En premier lieu, d'une façon apparemment plus pragmatique, on doit mesurer la manière dont les opérations boursières, par nature régies par le droit boursier, peuvent se trouver soumises à l'application du droit de la concurrence, et apprécier les difficultés et les résultats d'une telle application. En second lieu, d'une façon apparemment plus dogmatique, il s'agit d'analyser la façon dont ces deux branches du droit se rejoignent, se distinguent ou se développent d'une façon conceptuelle étrangère l'une à l'autre, bref d'établir leur parenté plus ou moins proche, pour apprécier leur place et leur articulation dans le système juridique.

A la réflexion, les deux approches se croisent. En effet, il faut d'abord analyser les éventuelles similitudes entre les notions et les références du droit de la concurrence et du droit boursier pour apprécier les difficultés de pénétration que peut susciter l'application du droit de la concurrence : si les deux droits sont analogues, leur superposition sur une même situation boursière ne sera que question d'ajustement, principalement d'ajustement procédural et institutionnel. Si les deux logiques sont



différentes, voire contradictoires, un risque de perturbation du droit boursier par le droit de la concurrence apparaît. En sera-t-il des rapports du droit boursier et du droit de la concurrence comme il en est parfois des rapports entre le droit de la concurrence et le droit civil ?

A première vue, il devrait y avoir une forte connivence entre les deux, une harmonie créée par ce qui pourrait être un objet et un objectif comparables, voire uniques : le bon fonctionnement du marché. C'est pourquoi il est essentiel de mesurer avant tout la comparabilité économique entre système concurrentiel de biens et services et système boursier et financier (Christian de Boissieu, p. 5). C'est en effet en fonction de la parenté de l'objet qu'une application croisée peut le mieux se concevoir et donc s'exercer.

Une démarche semblable doit s'appliquer aux instruments juridiques du droit de la concurrence et du droit boursier : peut-on établir des analogies opératoires entre droit de la concurrence et droit boursier (Marie-Anne Frison-Roche, p. 8) ? Si une telle analogie existait, alors non seulement la perspective d'une application du droit de la concurrence sur les activités boursières entraînerait moins de heurt, mais encore autoriserait à songer à une harmonisation des différentes techniques à l'œuvre en matière de sanction.

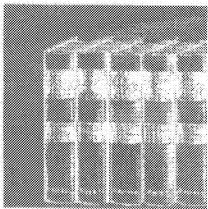
Mais pour rêver déjà cela, il faut que les deux marchés — et les deux droits de marché qui en émanent — n'attribuent pas un statut économique et juridique contradictoire à une même notion. Or, il semble qu'une différence essentielle concerne l'information, dont il faut déterminer avant d'aller plus loin le statut comparé, en économie et en droit, à travers les droits de la concurrence, de la régulation et de la bourse (Maurice Nussenbaum, p. 18 et François Champarnaud, p. 24).

Une fois ce cadre de comparabilité posé, la question pratique de l'application du droit de la concurrence à des activités par ailleurs principalement régies par le droit boursier peut être abordée efficacement, à partir des expériences françaises et étrangères. La première expérience tangible concerne l'interférence du droit des concentrations et des prises de contrôle des sociétés par acquisition des titres cotés (Laurent Cohen-Tanugi, p. 31). Elle permet entre autres de mesurer les difficultés posées par la coordination des procédures d'offre publique et de contrôle des concentrations, et les différentes solutions adoptées par les divers systèmes juridiques.

A partir de cette situation, se pose la question plus générale des rapports et coopérations entre autorités de régulation concurrentielle et financière (Marie-Josèphe Vanel, p. 35 et Andrew White, p. 38). En effet, l'ajustement, dans les décisions mais aussi dans les calendriers, des opérations financières, adoptées par les institutions, est requis pour l'efficacité et la sécurité des opérations boursières.

Plus cette coopération sera organisée, efficace et prévisible, et plus les concepts du droit de la concurrence pourront acquérir une pertinence en matière boursière, consolidant la régulation des marchés. C'est ainsi que les sanctions des comportements anticoncurrentiels, non seulement des opérateurs mais encore des teneurs de marché, peuvent contribuer à l'intégrité et à l'efficacité des marchés financiers. Mais il faut pour cela résoudre la question suivante : peut-on concevoir abus de position dominante et ententes sur le système boursier par les émetteurs, par les entreprises de marché, par les opérateurs (Patricia Charléty-Lepers, p. 40 et Albert Nijenhuis, p. 44) ? C'est en tout cas un programme d'avenir.

M.-A. F.-R. et L. C.-T.



COMPARABILITÉ ÉCONOMIQUE ENTRE SYSTÈME CONCURRENTIEL DE BIENS ET SERVICES ET SYSTÈME BOURSIER ET FINANCIER

CHRISTIAN DE BOISSIEU

Professeur à l'Université
Panthéon-Sorbonne (Paris I)

Pertinences des indices de prix

Les mécanismes de formation des prix expliquent en partie le fait que la volatilité financière soit a priori plus importante que la volatilité réelle. Les économistes et les responsables politiques intègrent de plus en plus cet élément dans les débats relatifs à la mesure des prix et de l'inflation ou de la désinflation. La tentation actuelle est de rejeter la distinction opérée entre les prix des biens et services et les prix des actifs financiers et immobiliers, et de raisonner sur des indices de prix qui intègrent l'ensemble des biens. Dès lors, les menaces de déflation en France n'auraient plus lieu d'être, puisque l'on constate actuellement que les cours des actifs financiers évoluent à la hausse et que la reprise des prix immobiliers est effective.

Pour ma part, je pense qu'il faut rester prudent et ne pas associer sans précaution les prix des flux (de production et de consommation) et les prix des stocks (prix des actifs financiers et immobiliers). Compte tenu des différences observées dans les vitesses d'ajustement, je ne suis pas convaincu de l'opportunité de construire de nouveaux indices de prix sans être certain de leur signification.

Structure de marchés

Economies d'échelle et effets de réseaux

Les marchés financiers constituent-ils des monopoles naturels ? Existe-t-il des économies d'échelle sur les marchés financiers susceptibles d'expliquer le phénomène de concentration sur les places financières ? Un an après le mouvement de concentra-

Tout économiste se trouve, à un moment ou à un autre, amené à comparer les marchés d'actifs financiers et les marchés de biens et de services. Pourtant, cette question n'est que rarement abordée de manière directe. Avant de faire un exposé en partie théorique et conceptuel, je voudrais introduire cette question en mettant en avant le caractère concret de la problématique. Je pense que les débats ultérieurs aborderont le problème de la régulation et de la réglementation. Je suis pour ma part membre du Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement et j'ai été, à l'occasion d'affaires concernant les concentrations bancaires, confronté à la notion de concurrence effective. J'ai alors pu constater qu'en France, la détermination des compétences juridiques en la matière est complexe : le Conseil de la concurrence ne serait apparemment pas compétent, mais la question reste ouverte et nécessiterait un avis du Conseil d'Etat. Par suite, le Comité des établissements de crédit et des entreprises d'investissement estime devoir assumer cette responsabilité ; le débat est loin d'être clos.

La formation des prix et la question des structures sur les deux types de marché

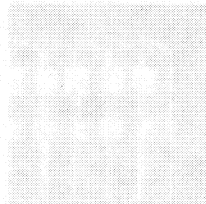
Marchés et prix

Modes d'ajustements des marchés

Il est aujourd'hui couramment admis que les marchés de capitaux, désignés sous le terme d'*auction markets* dans la littérature anglo-saxonne, correspondent vraiment à des marchés walrasiens, sur lesquels les prix s'ajustent très

rapidement pour corriger tout écart entre l'offre et la demande. Cette caractéristique explique en grande partie la volatilité de ces marchés : ils sont volatiles non seulement en raison de la globalisation de l'économie et de l'impact des nouvelles technologies, mais aussi parce que tout écart entre l'offre et la demande est susceptible de provoquer des mouvements de cours qui, amplifiés par les anticipations, peuvent conduire à une bulle financière. La littérature relative à la spéculation est apparue pour décrire au départ le fonctionnement du marché des tulipes aux Pays-Bas au XVII^e siècle : la notion de bulle, forme extrême de la volatilité, a donc commencé par s'appliquer à un marché de biens avant d'être transposée à des marchés d'actifs financiers.

La théorie économique s'accorde globalement à penser que les prix des actifs financiers sont walrasiens, alors que les prix des biens et services présentent un caractère d'inertie en dépit du renforcement de la concurrence. Sur les marchés réels, les ajustements se réaliseraient essentiellement par des variations de stocks et de volumes alors que ce serait les prix qui assureraient les ajustements sur les marchés financiers. Cette opposition est à première vue pertinente, même si une analyse poussée montre qu'il existe aussi des mécanismes d'ajustements par les stocks sur les marchés financiers : ainsi, les *dealers* et les contreparties sont des instruments de régulation par les quantités sur les marchés financiers. S'il est possible de se fonder sur le clivage évoqué, il convient donc d'en mesurer les limites pour sinon le remettre en cause, du moins l'affiner.



CHRISTIAN DE BOISSIÉ

Professeur à l'Université
François-Barron (Paris 8)

Particularités des indices
de prix

Les méthodes de formation des prix expliquent en partie le fait que la volatilité financière soit à priori plus importante que la volatilité réelle. Les économistes et les responsables politiques ont grand tort de puiser plus en profondeur dans les débats relatifs à la mesure des prix et de l'inflation ou de la déflation. La formation des prix est de nature à distinguer les services et les biens matériels et financiers et immobiliers et de raisonner sur des indices de prix qui intègrent l'ensemble des biens. Dès lors, les menaces de déflation en France n'auraient plus lieu d'être, puisque l'on compare effectivement des actifs financiers évaluable à la hausse et que la reprise des prix immobiliers est effective.

Pour ma part, je pense qu'il faut tenter, plutôt et de façon plus précise, de distinguer les prix des biens (de production et de consommation) et les prix des stocks (prix des actifs financiers et immobiliers). Comme vous le dites, les données disponibles dans les services comptables ne sont pas converties de façon opportune de manière à donner de nouveaux indices de prix sans être biaisés de leur nature.

Structure des marchés

Éléments d'analyse et
effets de réseaux

Les marchés financiers connaissent-ils des monopoles naturels ? Il est difficile de donner une réponse sur les marchés financiers susceptibles d'être analysés en termes de concurrence sur les places financières. Un aspect du mouvement de concentration

tion des opérations sur le marché à terme de Francfort, il est impossible d'éluider ce type de débats. Concrètement, si des arguments d'économie d'échelle ont joué, il est évident que des effets de réseaux sont venus les compléter. Ces derniers ont une grande importance dans le domaine de la finance : les comportements individuels de placements et de choix de monnaies sont fortement dépendants des attitudes de l'ensemble des opérateurs. Les effets de réseaux peuvent affecter les marchés de biens et de services, mais, à l'instar des phénomènes d'externalités, ils interviennent essentiellement dans le domaine financier et monétaire. Pour ce qui est des économies d'échelle, je suis persuadé que le potentiel d'économies est assez fort sur les marchés financiers, alors qu'il est à mon avis beaucoup plus incertain dans la banque. Il ne faut donc pas raisonner globalement au niveau du secteur bancaire et financier, mais dissocier au contraire la situation des marchés de capitaux de celle des activités classiques de services bancaires ou d'intermédiation financière. L'existence d'effets de réseaux et d'économies d'échelle explique en grande partie la tendance à la polarisation ou à la concentration financière, renforcée naturellement par la mise en place de la monnaie unique dans la zone euro.

Caractère concurrentiel des marchés

Ces phénomènes de concentration induisent des réflexions particulières, tant pour les économistes que pour les juristes. Du point de vue économique, il faut être conscient que la concentration ne s'accompagne pas systématiquement d'une réduction de la concurrence. Le raisonnement qui s'appuie sur les parts de marché, et

qui consiste à dire qu'une augmentation des parts de marché s'apparente à une restriction du caractère concurrentiel d'un marché, est un raisonnement sommaire. Au-delà de ces considérations, les économistes s'intéressent avant tout à la contestabilité des marchés et cherchent à déterminer si le marché est accessible à de nouveaux opérateurs et si les coûts de sortie sont raisonnables. Aujourd'hui, il existe des marchés concentrés qui sont en même temps contestables au niveau mondial. Le marché de l'automobile en est un, celui de la banque devrait bientôt le rejoindre. En conséquence, le raisonnement sur les parts de marché est un raisonnement nécessaire, mais insuffisant pour déterminer les comportements contraires aux lois de la concurrence et aux principes des politiques anti-trust. J'ajoute que les analyses de la structure des marchés vont devoir tenir compte, à l'avenir, de l'impact du développement des nouvelles technologies. Celles-ci permettent de concrétiser des économies d'échelle importantes. Un chiffre me paraît à cet égard très explicite : la bourse de Sidney estime que le passage à la cotation électronique sur les marchés financiers (par opposition à la crie) va générer des économies d'environ 40 % sur ses coûts opératoires.

La dimension inter-temporelle

On entend souvent dire que les marchés financiers sont inter-temporels : les actifs financiers créent en effet un lien entre le présent et le futur, entre des créances et des dettes, entre des règlements qui se compensent à travers le temps. A l'inverse, la consommation immédiate de biens non

durables s'éteint au moment même où elle intervient.

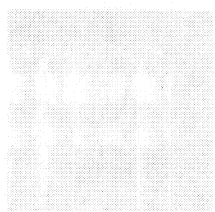
Cet aspect inter-temporel introduit la notion d'incertitude, et il semble que les risques de contrepartie et les risques de marchés ne concernent guère les actifs réels. Pourtant, les mouvements commerciaux peuvent être affectés par d'importants risques de contrepartie : j'ai observé, en travaillant sur l'économie de la Russie, que le risque de règlement, composante du risque de contrepartie lié à la probabilité de défaut de paiement entre les délais de livraison et de règlement, existe autant sur les marchés de biens et services que sur les marchés financiers. La finance ajoute sans doute des dimensions au risque, mais elle n'en a pas le monopole.

Les marchés d'instruments dérivés, destinés à couvrir les risques ou à en profiter, n'ont fait que transposer à la finance des mécanismes qui existaient sur les marchés des biens et services. Les marchés organisés d'instruments financiers à terme sont nés à Chicago en 1972, parce que cette place était la place historique des marchés à terme du blé et d'autres produits. La finance n'a donc pas inventé les concepts liés au risque, mais elle les a affinés.

Pour être exhaustif, il conviendrait d'approfondir l'analyse des marchés dérivés et de s'intéresser en particulier aux marchés de gré à gré pour expliquer les raisons qui font qu'ils sont plus développés dans le milieu financier que sur les marchés des biens et services.

La notion d'asymétrie d'information

L'information est à la source de tous les conflits et litiges relatifs au pouvoir et peut justifier une ré-interprétation de toute la



théorie économique moderne ; je pense qu'il en est de même dans le domaine juridique.

Information et efficience des marchés

Des marchés sont dits efficients s'ils intègrent instantanément et sans biais l'information disponible. Dans ce cadre, le débat consiste à déterminer quelle est l'information disponible.

Asymétries d'information

Les asymétries d'information, caractérisées par un accès inégal à l'information, quantitativement ou qualitativement, soulèvent des problèmes susceptibles de légitimer des interventions réglementaires. Pour l'économiste, les asymétries d'information constituent un des fondements de la réglementation bancaire et financière.

Est-il pertinent de comparer les problèmes d'asymétries de l'information observés sur les marchés de biens avec ceux qui apparaissent sur les marchés financiers ? A mon avis, une telle analyse aboutirait à recenser un plus grand nombre d'asymétries d'information sur les marchés de biens et services que sur les marchés financiers. Le premier article de modélisation de ces problèmes d'asymétries de l'information, rédigé par l'économiste américain Akerlof en 1970, se basait sur le marché des voitures d'occasion : les asymétries d'information qu'avait alors définies Akerlof sont plus importantes que celles que l'on trouve sur la plupart des marchés financiers. Il faut donc éviter de limiter l'impact de ces phénomènes aux marchés financiers.

Toutefois, les conséquences d'un même degré d'asymétrie semblent plus importantes pour les marchés financiers que pour les mar-

chés de biens et services. C'est ce qui explique la nature du droit boursier et, par exemple, la réglementation qui encadre les délits d'initiés. De même, cela fournit le fondement des mécanismes de garantie des dépôts comme moyen de corriger les asymétries d'information pour les clients des banques ; en effet, les clients connaissent moins la qualité du portefeuille de la banque que la banque elle-même. C'est aussi en raison de ce besoin de correction des asymétries d'information que la France a instauré le mécanisme de notation obligatoire sur les fonds communs de créances faisant appel à l'épargne publique.

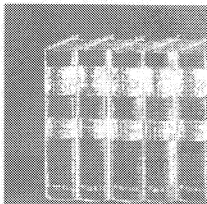
Marchés financiers et pouvoir

Certains actifs financiers sont associés directement au contrôle du pouvoir dans les entreprises : c'est cette évolution que désigne le terme de *corporate governance*. La tendance actuelle est à un amenuisement de la frontière entre la dette et le capital ; c'est une des conséquences du phénomène d'innovation financière auquel nous assistons depuis vingt ans. Lorsque l'on achète des actions, les conséquences en terme de pouvoir et de gouvernement d'entreprise ne s'apparentent pas à celles liées à l'achat d'un véhicule, par exemple.

Rôle stratégique des marchés financiers dans le fonctionnement de l'économie

Au-delà des comparaisons entre marchés de biens et services et marchés de produits financiers, je reste convaincu que la sphère financière, même si elle ne constitue pas une fin en soi, est au cœur du fonctionne-

ment de nos économies. Les secteurs financiers sont animés par des effets de réseaux importants véhiculés par la monnaie et la finance. En outre, les taux d'intérêt, qui constituent la variable centrale qui dirige les marchés financiers, servent de canaux de transmission entre la finance et l'économie réelle. Je précise que les effets de richesse que sont les plus ou moins-values complètent cette action. Par ce biais, la finance joue un rôle essentiel sur le reste de l'économie. Enfin, il est évident que les marchés financiers ne sont pas des marchés comme les autres : une baisse de 20 % des prix des actifs financiers entraînerait des effets systémiques beaucoup plus importants qu'une baisse équivalente sur les marchés réels, à l'exception peut-être de produits vraiment stratégiques comme le pétrole. Sans négliger l'impact des prix de certaines matières premières et des produits de base, la représentation collective et le fonctionnement de nos sociétés font qu'un krach boursier reste un événement spécifique.



PEUT-ON ÉTABLIR DES ANALOGIES OPÉRATOIRES ENTRE DROIT DE LA CONCURRENCE ET DROIT BOURSIER ?

MARIE-ANNE FRISON-ROCHE

Professeur de droit à l'Université Paris-Dauphine
Directeur de l'Institut de droit économique, fiscal et social

Il convient tout d'abord de définir l'analogie, qui est au cœur du fonctionnement d'un système juridique romaniste (1), parce qu'il constitue son raisonnement d'application par excellence. Il s'agit donc de trouver une similitude, c'est-à-dire une sorte d'identité dans la différence, au regard d'un principe. S'il existe un tel principe, il peut y avoir participation à une même identité : le principe se met alors à irradier les deux situations. Rien n'est plus scientifique (il ne s'agit pas de trouver une image commune, un fauxsemblant, une façon imagée de parler) ; rien n'est plus puissant et créatif (le principe commun doit être posé, c'est-à-dire créé).

Dès lors, si l'on repère, plus nettement qu'on ne le fait actuellement, des analogies entre les notions juridiques du droit de la concurrence et du droit boursier, on peut accroître la puissance du système juridique en ce qu'il a vocation à engendrer ainsi des applications croisées et y trouver une nouvelle cohérence. Il ne s'agit donc pas dans la présente contribution, de nature introductive, de souligner par exemple dans quelles circonstances le contrôle des concentrations va croiser les procédures d'O.P.A. (2) ou de mesurer si l'interconnexion des marchés ne se prête pas à une répression pour entente (3), ou encore de s'interroger sur la façon dont les services bancaires et financiers constituent des marchés aptes à être régis par le droit de la concurrence (4), mais de rechercher la parenté accessible des deux branches du droit pour mettre en valeur quelques emprunts techniques et notionnels qu'elles

peuvent respectivement se faire.

A première vue, il s'agirait surtout d'analogies fonctionnant dans une direction, celle du droit de la concurrence vers le droit boursier, car le premier, en ce qu'il traite des marchés en général, pourrait prétendre régir et inspirer le droit des marchés financiers, droit de ce qui ne serait jamais que des marchés particuliers, et non l'inverse, le général pouvant décliner sur le particulier mais le particulier ne pouvant remonter sur le général et l'inspirer.

Plus conceptuellement, on peut estimer que le marché boursier n'est que la transposition financière d'une économie réelle, que les prises de contrôles prennent instrumentalement la forme d'opérations sur des titres désincarnés, mais que c'est toujours d'opérations sur des entreprises concrètes qu'il s'agit d'organiser, lesquelles développent leurs activités sur des marchés ordinaires. Dès lors, l'interface financière se devrait d'être inconsistante pour un droit de la concurrence qui doit se saisir par transparence des réalités économiques ainsi manœuvrées. Il convient donc de ne pas confondre deux choses : la perspective d'une application du droit de la concurrence en transparence de la forme boursière que prend une opération économique, et la perspective d'une application du droit de la concurrence directement sur les opérations financières, par exemple la tenue d'un marché.

En outre, cette puissance conceptuelle nouvelle que le droit de la concurrence — au titre de droit commun des marchés — peut prétendre

exercer sur le droit boursier peut venir de ce que l'on pourrait désigner comme un certain désarroi de ce dernier. En effet, par la transposition de la directive du 10 mai 1993, « Services d'investissement », la loi du 2 juillet 1996 a visé non seulement les marchés financiers réglementés, mais ce qui est désigné par la doctrine comme des « marchés de gré à gré ». Mais, par définition, ceux-ci sont librement organisés et l'on a pu affirmer que, faute de règles spécifiques, ceux-ci pouvaient être indirectement régulés par le droit de la concurrence (5). Le droit commun de la concurrence fait ainsi preuve de la plasticité des droits résiduels, qui s'appliquent faute de mieux, faute de plus particulier.

Mais, cette première impression d'une influence analogique à sens unique n'est pas nécessairement vérifiée. En effet, s'il existe des analogies conceptuelles, des solutions peuvent alors s'inspirer d'une branche vers l'autre. Par exemple, si l'on observe que le droit des marchés financiers est l'exemple historiquement premier d'un droit de régulation, et qu'on estime par ailleurs que le droit de la concurrence doit s'orienter vers une régulation du marché, comme cela semble se dégager de l'arrêt Orangina de la Cour d'appel de Paris du 8 septembre 1998 (6), alors le droit des marchés financiers peut être une source d'inspiration pour le droit de la concurrence, en ce qu'il constituerait un modèle.

Mais, avant d'anticiper autant sur l'ampleur des effets, il convient de reprendre la question première : d'une façon très générale, les deux

(1) V. par ex., *L'analogie*, *Revue de recherche juridique*, 1995, n° 4.

(2) L. Cohen-Tanugi, *O.P.A. et contrôle des concentrations : la quadrature du cercle*, *infra*, p. 31.

(3) P. Charléty, *Peut-on concevoir abus de position dominante et ententes dans le système boursier ?*, *infra*, p. 40.

(4) F. Schweverer, *La notion de marché et les échanges interbancaires*, *Banque et droit*, septembre-octobre 1996, n° 49, p. 3.

(5) Dans ce sens, v. not. *Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers*, *Banque et droit*, mai-juin 1995, spéc. p. 46 et s.

(6) L'arrêt pose que la décision du Conseil « n'intervient pas pour satisfaire à la demande d'une partie, mais sanctionne les pratiques anticoncurrentielles dont le conseil, régulateur du marché, a pu établir l'existence », *Dalloz Affaires*, 1998, p. 1633-1635 ; *Cont. conc. cons.* 1998, p. 13-14, obs. M. Malaurie-Vignal.

branches sont-elles dans un rapport analogique ?

A première vue, oui. Pourquoi ? Parce que les deux sont des droits de régulation de marché ; et que le marché boursier est souvent présenté comme le plus pur des marchés (7). Ainsi, si l'on consulte un traité récent de droit des marchés financiers (8), on observe à la fois que les notions de droit de la concurrence ne figurent pas dans la table analytique mais que le droit de la concurrence est expressément pris comme référence pour la définition du marché (9). On en vient à imaginer une identité pure et simple et à se demander même pourquoi il n'existe pas une seule branche, qui serait celle du droit des marchés...

Ce serait certes passer d'un extrême à l'autre, mais le candide peut s'étonner de tant de distinctions non seulement dans les règles mais encore dans les techniques et les applications du droit de la concurrence et du droit boursier, alors que l'objet semble à la fois caractéristique et commun.

Plusieurs explications peuvent expliquer cette étrange hétérogénéité.

La première relève de la sociologie des professions, qui peut expliciter l'impression d'étrangeté des deux branches l'une par rapport à l'autre : ce ne sont pas les mêmes spécialistes qui s'occupent de l'un et de l'autre (10). On observe ainsi le peu d'échange d'informations, la tendance à consolider des cultures distinctes (11), celle à développer un vocabulaire différent pour désigner des phénomènes éventuellement identiques, voire la possibilité d'utiliser un même vocable dans deux sens distincts par ignorance

de l'autre. Ainsi, comme le relevait fort bien le professeur Claude Lucas de Leysac dans un colloque relatif à « La prise de contrôle d'une société », lorsqu'on quitte le droit boursier pour examiner le même phénomène en droit de la concurrence, il faut « malgré (un) louable souci d'œcuménisme juridique, ...changer de chapelle ou de problématique, comme on voudra, en tout cas d'approche et donc de terminologie » (12).

La seconde explication est de nature plus historique : le droit de la concurrence a été dès le départ un « droit de marché ». Même dans l'ordonnance de 1945, il s'agissait d'un droit de substitution de marché, de contrariété du marché libéral, mais c'était toujours en perspective du marché (fut-il noir) que l'ensemble des règles a été conçu. En 1986, on a changé l'orientation, pour un système de règles comme soutènement d'un marché libéral, mais la perspective est restée la même : celle du marché. Or, celle-ci est alors parfaitement originale en droit français. Si l'on peut se permettre l'image, le droit de la concurrence est sorti tout casqué de la cuisse du droit. Cela explique que lui correspondent véritablement des spécialistes, entendu comme des techniciens qui ne font que cela et tendent à constituer au sens sociologique du terme une « profession » (13).

Le mouvement est parfaitement différent pour le droit boursier. Ce dernier est apparu en France par l'ordonnance de 1967 — qui notamment a créé la C.O.B. — comme une excroissance, un appendice du droit général des sociétés, lui-même réformé par la loi du 24 juillet 1966. Dès lors, et la doctrine

continue de le poser ainsi, le droit boursier n'est que le droit de ces sociétés particulières que sont les sociétés cotées (comme si l'on disait que le droit de la concurrence est un compartiment du droit des commerçants). Et encore, la société cotée n'est pas conçue fondamentalement comme distincte d'une société ordinaire, la cotation relevant pour elle d'un choix de mode de financement et non pas tant d'une décision structurelle. Cette double attache explique que le droit boursier reste dans les concepts d'un droit français des sociétés que l'on pourrait dire « civiliste » dans la mesure où il a pour objet de régir la personne constituée qu'est la société, de régler la prise de décision des personnes morales sociétaires et de prévoir l'organisation du pouvoir en leur sein (14). Ainsi, le droit boursier n'est qu'un infléchissement du droit des sociétés (même si sur bien des points, nous semblons parvenus au point de rupture). La preuve du fait que, paradoxalement, le droit boursier est moins particulier que le droit de la concurrence, peut être trouvée dans l'observation que ce sont les spécialistes du droit des sociétés qui le continuent de le prendre en charge et non pas des spécialistes *ad hoc*.

Dès lors, la séparation paraît contingente à l'histoire du droit français, et n'aurait pas de soubassement conceptuel ou technique fort. Cela explique peut-être que le croisement des deux branches paraît assez naturel aux États-Unis et en Angleterre (15), mais pas encore en France.

Mais alors, pourquoi y pense-t-on aujourd'hui plus qu'hier ?

(7) V. par ex. H. Dumez, A. Jeunemaître et alii, *Evaluer l'action publique, Régulation des marchés financiers et modèle du mandat*, L'Harmattan, coll. Logiques politiques, 1998, p. 34.

(8) H. de Vauplane et J.-P. Bonnet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 1998.

(9) *Ibidem*, n° 344 et s., p. 312 et s.

(10) Généralité qui supporte bien sûr exception. Ainsi, dès 1989, la *Revue de la concurrence et de la consommation* publiait sous la plume de Jean-Patrice de La Laurencie : *Les offres publiques et le contrôle des concentrations* (p. 6-7).

(11) M.-A. Frison-Roche, *Esquisse d'une sociologie du droit boursier*, in *Sociologie du droit économique, Année sociologique 1999/2*, sous presse.

(12) Cl. Lucas de Leysac, *Les intérêts des concurrents*, in D. Schmidt (dir.), *La prise de contrôle, n° spéc.*, *Revue de jurisprudence commerciale*, novembre 1998, p. 134.

(13) V. Cl. Dubar et P. Tripier, *Sociologie des professions*, Armand Colin, coll. U, 1998, p. 8 et s.

(14) V. not. sur la question de la personnalité des délits et des peines, *infra*.

(15) Ch. Wright, *Régulation des marchés financiers : le rôle d'une autorité distincte en charge de la concurrence*, in H. Dumez, A. Jeunemaître, *Evaluer l'action publique. Régulation des marchés financiers et modèle du mandat, préc.*, p. 151-179.

Pour une raison factuelle tout d'abord : l'actualité explose de concentrations d'entreprises et d'interconnexions de marchés qui passent aujourd'hui par des techniques boursières. Les autorités de concurrence veulent alors exercer leur offre en transparence d'elles. Mais il ne s'agit pas seulement d'une situation où l'usage du droit boursier permet aux opérateurs de concrétiser leurs objectifs de puissance concurrentielle — ou anticoncurrentielles. On peut aussi observer l'usage de techniques qui visent à soustraire un opérateur aux risques du marché boursier, en ce que celui-ci postule la disponibilité virtuelle du pouvoir de direction de l'entreprise. Ces techniques contraignent non seulement la vitalité du marché boursier, mais peut aussi nuire dans le même temps au droit de la concurrence. C'est ainsi que la privatisation des entreprises publiques par constitution de *golden shares* doit tirer argument d'un intérêt public effectivement démontré pour que soit justifiée cette atteinte à la fois aux mécanismes boursiers et au principe communautaire de liberté des capitaux (16).

Ensuite, d'une façon irénique, on pourrait évoquer un souci accru de cohérence — et donc d'efficacité du système juridique — parce qu'il est à première vue dommageable qu'un même mot (par exemple « contrôle ») n'ait pas le même sens dans les deux branches (17). Cette volonté de convergence répondrait en outre à un souci de la bonne réception du droit par les opérateurs car la cohérence engendre à leur profit de la sécurité juridique. Mais cette considération — d'intérêt public — paraît aujourd'hui au contraire relativement fai-

ble : l'éclatement actuel des savoirs n'est pas concrètement propice à une telle vue embrassante ; en outre, les opérateurs aiment les contradictions et les lacunes du droit (la contradiction étant elle-même une lacune) car ils peuvent s'y faufiler. On ne peut leur en faire reproche mais il faut garder ce principe d'habileté à l'esprit.

D'une façon plus convaincante, dans le sens de la convergence des deux branches du droit, on peut revenir vers une observation de sociologie professionnelle, inverse à celle faite précédemment. Elle tient cette fois dans l'attribution des recours contre les diverses autorités financières et concurrentielles à la première chambre supplémentaire de la Cour d'appel de Paris. On assiste ainsi à la naissance contingente d'un droit commun de la « régulation » qui réunit les deux branches, par le seul fait que ce sont les mêmes magistrats qui prennent en charge le contentieux sur recours des deux matières (18). Cette observation engendre par elle-même un conseil : si politiquement l'on veut favoriser un rapprochement, il convient d'opérer une concentration de compétences juridictionnelles au profit d'un seul organe.

Il faut enfin ajouter une observation triviale : le croisement de deux branches est un instrument de pouvoir à lui tout seul. A un moment de radicalisation des rapports de force, notamment entre puissances économiques et volonté politique et juridique de régulation, chacun songe à l'exploiter. Une des branches du droit peut couper la route à l'autre : c'est l'hypothèse archétypique du contrôle de concentration sur O.P.A. Mais elles peuvent aussi s'épauler.

Or, le droit économique doit monter en puissance. Parce que les opérateurs font de même et qu'il convient de conserver un équilibre de force dont le droit a besoin, parce que la mondialisation contredit la théorie de la violence légitime qui ne s'attache à première vue qu'au concept étatique (19), parce que le droit est peut-être ce qui peut rester de civilisé dans la guerre économique. Le phénomène analogique, en ce qu'il est extension du domaine d'application du droit, source d'inspiration et gage de cohérence des règles, peut y contribuer.

C'est pourquoi il convient de rechercher les analogies admissibles, celles à portée de main, celles auxquelles on peut songer (I) mais d'insister aussi sur des emprunts respectifs que le droit de la concurrence et le droit boursier pourraient se faire lorsqu'il s'agit de prononcer des sanctions (II).

I. Les analogies concevables : distinction et rapprochement du sens des mots

Le système juridique assigne comme une de ses perfections le fait qu'à un mot ne corresponde qu'un seul concept, qu'une seule réalité, les doubles sens persistant étant autant d'imperfections pour le système et autant de pièges pour le justiciable (20). Il faut donc ajuster les notions et leurs critères pour éviter de tels bégaitements préjudiciables (A) et travailler à construire de véritables analogies entre techniques différentes et propres au droit de la concurrence d'une part et au droit boursier d'autre part, pour permettre une interrégulation des mouvements économiques (B).

(16) Communication de la Commission des communautés européennes du 19 juillet 1997. Sur les actions en cours, v. N. Charbit et A. Gauvin, *Faut-il brûler les golden shares (et casser les noyaux durs) ?*, La communication C.E.E. sur les investissements intracommunautaires, Dalloz Affaires, 1999, p. 364-367.

(17) V. infra.

(18) Revue pratique de droit des affaires, n° 9, février-mars 1999, p. 14-16.

(19) On observera au passage que le droit boursier comme le droit de la concurrence ont imposé leur application extra-territoriale. Pour le contrôle des concentrations, v. par ex. A. Winckler et F. Brunet, *La pratique communautaire du contrôle des concentrations*, De Boeck Université, 1998, 2^e éd. ; J.-P. Cot et J.-P. de La Laurencie, *Le contrôle français des concentrations*, coll. Droit des affaires, L.G.D.J. Pour les offres publiques boursières, v. l'article 1 du titre V du règlement général du Conseil des marchés financiers qui vise les sociétés françaises et étrangères. Pour la sanction des opérations pourtant faites à l'étranger mais constituant un délit d'initié ou un manquement d'initié, v. Cass. crim., 19 octobre 1995, R.J.D.A. 1995, n° 1377 ; Cass. com., 18 juin 1996, Bergé, D. 1998, somm. p. 75, obs. Y. Reinhard.

(20) M.-A. Frison-Roché, *Le droit à double sens. L'exemple de la virtualité*, Mélanges Elie Alfandari, Dalloz, 1999, sous presse.

A. L'ajustement des notions et de leurs critères

Le droit peut attacher plusieurs types de conséquences à une même notion. Mais l'usage d'un même vocable pour deux situations distinctes devient plus problématique, lorsque se constituent et perdurent des sortes d'homonymies juridiques (1). L'hypothèse de deux techniques distinctes est donc plus saine, même si l'on peut rechercher, par une sorte de perfectionnement, leur rapprochement analogique (2).

1. Les inconvénients des homonymies

Ce que l'on désigne ici comme des « homonymies » vise à la fois l'usage ambigu des termes, et donc notions juridiques, de marché d'une part (a) et de contrôle d'autre part (b).

a) Le marché

Le marché pertinent se définit en concurrence comme un lieu où circulent des biens et services substituables entre eux et pour lesquels s'ajustent les offres et les demandes pour produire un juste prix. A première vue, le marché financier correspond à cette définition, d'une façon plus pure encore que pour d'autres types de marché, du fait du mécanisme de la cotation et de la compensation.

Mais les marchés financiers sont organisés selon un autre mode de distinction, à savoir qu'on distingue davantage les marchés selon leur type d'organisation que selon la substituabilité des produits qui y sont offerts. Ainsi, on distingue essentiellement le marché primaire qui accueille les titres nouvellement émis et le marché secondaire qui concerne leur circulation après avoir été une première

fois placés. Puis l'opposition essentielle se fait entre marchés réglementés et marchés de gré à gré, la caractéristique des premiers étant qu'ils sont enregistrés comme tels par l'Etat (21). Face à un critère aussi formel, on ne peut qu'observer « l'embarras qu'il y a à définir précisément la notion de « marché boursier » » (22).

Dès lors, si le droit de la concurrence vient à s'appliquer sur la matière financière, il n'est pas évident que la délimitation par celle-ci des différents marchés peut être reprise telle quelle par le premier. On mesure déjà les difficultés engendrées par l'application de la notion de marché aux échanges interbancaires (23). Sur les marchés des valeurs mobilières, il serait possible de considérer que l'élasticité de la demande des investissements peut être suffisamment forte pour réunir, par référence à l'intermodal, plusieurs marchés financiers à première vue distincts.

Plus encore, l'autonomie et l'ampleur de la notion de marché s'imposent par le raisonnement suivant : en matière financière, l'offreur, c'est le marché lui-même, c'est-à-dire concrètement l'entreprise qui tient le marché. Les demandeurs, ce sont les investisseurs. Les objets en concurrence, ce sont donc les différents marchés financiers eux-mêmes.

Mais à l'inverse, de la même façon, il est probable que toutes les valeurs cotées sur un même marché ne soient pas pour autant substituables entre elles. Sans doute, le risque plus ou moins intégré dans la valeur mobilière serait un critère de substituabilité. Plus encore, ne faudrait-il pas distinguer des marchés selon le type d'investisseur, en fonction

précisément du risque qu'il peut assumer, en tenant compte de la notion récemment cristallisée par la loi du 2 juillet 1998 d'« investisseur averti » (24) ?

Dès lors, malgré l'homonymie et d'une façon pratique, le droit de la concurrence devra reconstituer la cartographie de l'activité financière selon ses propres cadres d'analyse des marchés pertinents.

Un même effort est-il requis en ce qui concerne la notion de contrôle ?

b) Le contrôle

Certains y verraient une erreur, les autres un progrès. La question du contrôle apparaît dès lors plus problématique que celle du marché. En effet, on pourrait vouloir non pas seulement découvrir une simple homonymie, mais encore ne pas même se contenter d'une analogie, et pousser l'exigence jusqu'à une identité. Cela tiendrait à l'idée simple que le contrôle est une réalité de fait, laquelle serait donc nécessairement commune à toutes les situations de contrôle régies par les différentes branches du droit. Perspective de bon sens, sans doute ; perspective dont on découvre la naïveté, dès que l'on se rapproche du droit positif...

Le contrôle est une notion pertinente en droit boursier d'une façon principielle en ce que la bourse est un marché de contrôle, accessible à ceux qui veulent y mettre le prix d'une offre publique. D'une façon plus contingente, on prendra en considération le contrôle qu'une société a sur une autre (formant alors un groupe) pour protéger l'actionnaire minoritaire en cas de fusion (25) ou pour additionner les actions que les deux détiennent sur une troi-

(21) Sur ce dernier objet de travaux que dans l'opinion de certains de la même proposition de loi.

(22) Le Conseil de la concurrence fait en son rapport pour l'année de l'Article 17 de la loi de 1996 sur le contrôle des concentrations, un constat de la difficulté de la notion de marché et de la nécessité de la préciser.

(23) V. par ex., dans ce sens, F. Scherer, *La notion de marché*, Mélanges A.E.D.B.F.-France, Droit bancaire et financier, Banque Editeur, 1997, p. 13-35, p. 21.

(24) V. M. Peltier, *La notion de marché*, Mélanges A.E.D.B.F.-France, Droit bancaire et financier, Banque Editeur, 1997, p. 13-35, p. 21.

(25) V. par ex., L. Fages, *La notion de contrôle*, Mélanges A.E.D.B.F.-France, Droit bancaire et financier, Banque Editeur, 1997, p. 13-35, p. 21.

(21) Article 41 de la loi sur la modernisation des activités financières du 2 juillet 1996.

(22) S. Amadou, *Bourses d'hier et de demain. Brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relative à la notion de « marché »*, Mélanges A.E.D.B.F.-France, Droit bancaire et financier, Banque Editeur, 1997, p. 13-35, p. 21.

(23) F. Scherer, *La notion de marché et les échanges interbancaires*, Banque et droit, septembre 1996, p. 3 et 7.

(24) Article 30 de la loi du 2 juillet 1998 et décret du 1^{er} octobre 1998, V., par ex., J.-G. d'Herouville, *La notion d'investisseur averti*, Banque et Droit, janvier 1998 ; E. Bernard et F. Peltier, *Investisseur qualifié. Les frontières de l'ordre public de protection en droit des marchés financiers*, Revue de droit bancaire et de la bourse 1998, p. 156-161, spéc. p. 160 et s. sur le rapport entre la notion d'investisseur qualifié et celle de marché de gré à gré.

(25) H. Hovasse, *La fusion des sociétés dans la réforme des offres publiques d'acquisition*, Revue de droit bancaire et de la bourse, 1999, p. 3-6.

bien sûr le parallélisme de comportement. Le droit pré-torien est aujourd'hui stabilisé. Dès lors, la question pratique se profile : pourrait-on importer en droit boursier la théorie du parallélisme de comportement ? La doctrine y a songé, mais aucun accord ne s'est fait ni dans le sens de l'accueil ni dans le sens du rejet. Sans doute parce que si le droit boursier a engendré ses grands contentieux sur la définition de l'action de concert, il n'a pas encore concrétisé les débats cruciaux à venir sur sa preuve (40).

Cette évocation de la preuve montre déjà l'ampleur des conséquences techniques que l'on peut associer à l'établissement d'analogies.

B. Les conséquences techniques des analogies

Au-delà de cette hypothèse d'emprunt de technique d'un champ à l'autre, l'enjeu véritable, dimension pratique découlant directement du travail théorique, est celui de la mise en place aujourd'hui requise d'une véritable inter-régulation des mouvements économiques (1.), ce qui suppose que l'on organise de fait ou de droit des mécanismes procéduraux qui en constitueraient l'assise (2.).

1. La mise en place d'une inter-régulation des mouvements économiques

Le droit économique, qui prétend plus que les autres se modeler en fonction de l'objet économique sur lequel il porte, doit s'inspirer de ce qui semble aujourd'hui caractériser celui-ci : la globalité. Cette théorie sociologique d'un droit qui existe par son efficacité et cette efficacité obtenue par effet de miroir (41) trouve ici à s'appliquer.

Dès lors, il convient de prendre acte de la complexité des mouvements économiques et de la transdisciplinarité juridique qu'elle implique. Celle-ci ne contredit en rien la spécialisation des divers droits mais bien plutôt, délaissant la rêverie d'un droit commun à retrouver, s'évertue à faire fonctionner ensemble les diverses branches du droit. L'inter-régulation est désormais la condition d'efficacité, c'est-à-dire d'existence du système juridique (42). La question de son organisation est essentiellement procédurale.

2. L'assise procédurale de l'inter-régulation requise

Dans ces conditions, il faut faire progresser non seulement l'esprit de coopération entre autorités, mais ce type de mœurs ne se réformant pas plus par décret que les autres, aménager juridiquement les conditions procédurales de cette coopération entre autorités de la concurrence et autorités financières.

Dans le présent travail collectif, d'autres contributions que celles-ci portent spécifiquement sur cette question. L'on évoquera simplement ici tout d'abord l'impératif de mises en place de sécurité procédurale pour éviter les incohérences non plus seulement dans les concepts mais dans les décisions particulières qui les appliquent. Ainsi, une sorte d'autorité de chose jugée, voire simplement décidée, voire simplement constatée, doit se mettre en place. Il n'est peut-être pas nécessaire d'organiser un système rigide et contraignant, dans la mesure où l'on a pu observer sociologiquement que les autorités de marché s'ajustaient assez spontanément en considération de la doctrine des autres et alors même

qu'un mécanisme hiérarchique ne les rattachait pas (43).

Ensuite, au nom de l'analogie conceptuelle et non pas nécessairement parce que les deux corps de règles trouvent concrètement à s'appliquer à une situation (44), il faut qu'une autorité puisse ainsi devenir l'expert mais aussi le pédagogue de l'autre. Cela justifie que le droit multiplie les possibilités pour une autorité de solliciter l'avis d'une autre autorité, alors même que celle-ci n'a pas vocation à intervenir comme telle dans la situation visée (45).

Ainsi, le Conseil de la concurrence pourrait-il solliciter l'avis d'une autorité financière au titre du pouvoir général qu'il tient de l'article 25 de l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 d'« entendre toute personne dont l'audition lui paraît susceptible de contribuer à son information », alors même qu'à lire les textes de droit boursier, un tel avis ne semble pouvoir être sollicité que par des juridictions (46) ? Il faut en tout cas favoriser cette première hypothèse, par une sorte de généralisation de l'*amicus curiae* (47) entre autorités de concurrence, de régulation et de marchés financiers (48).

On se contentera enfin d'une remarque procédurale. Un avis n'aboutit pas à une co-décision, mais cela a une influence déterminante. C'est pourquoi la procédure de production de l'avis doit être elle-même contradictoire, soit parce qu'un texte le prévoit spécialement (49), soit par analogie naturelle avec la procédure d'expertise. Cette perspective procédurale éclaire ce qui peut véritablement constituer le socle commun des deux branches du droit : les procédures et le prononcé des sanctions.

(40) V. Assoc. Dauphine, *Droit des affaires*, L'action de concert, inédit.

(41) V. Esquisse sociologique du droit boursier, préc.

(42) V. *Pavélier de la concurrence*, La régulation : monisme ou pluralisme, *Petites Affiches* n° 82 (numéro spécial) du 10 juillet 1998.

(43) *Le jeu des pouvoirs normatifs en droit de la concurrence*, Laboratoire de sociologie juridique, Université Paris II, Panthéon-Assas, Rapport pour le ministère de la Justice, 1994.

(44) *Sur la distinction entre les deux situations*, v. supra.

(45) V. par ex. l'importance de l'avis émis par le Conseil supérieur de l'audiovisuel dans la décision Canal + du Conseil de la concurrence du 24 novembre 1998.

(46) V. not. l'article 12-1 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

(47) D. Mazeaud, L'expertise de droit à travers l'*amicus curiae*, in *L'expertise*, coll. *Thèmes et commentaires*, Dalloz, 1995, p. 109-121.

(48) Dans cette perspective, on peut regretter que le Conseil de la concurrence, dans sa décision du 13 décembre 1994, ne se soit pas estimé compétent pour solliciter un avis de la part de la Cour de cassation (B.O.C.C. du 18 février 1995).

(49) Article 216, alinéa 2 de l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 : le Conseil peut être consulté par les juridictions sur les pratiques anticoncurrentielles définies aux articles 7, 8 et 10-1 et relevées dans les affaires dont elles sont saisies. Il ne peut donner un avis qu'après une procédure contradictoire. Toutefois, s'il dispose d'informations déjà recueillies au cours d'une procédure antérieure, il peut émettre un avis sans avoir à mettre en œuvre la procédure prévue au présent texte. Sur ce texte, v. G. Canivet, *L'expertise en droit de la concurrence*, in *L'expertise*, préc., p. 51-61, p. 59.

II. Les analogies nécessaires dans les procédures et les critères des sanctions

C'est par la procédure que les deux branches du droit se rejoignent par emprunt texte à texte en premier lieu, comme dans le cas des procédures d'enquête (50). On observera qu'alors que les méthodes d'enquête en matière de concurrence ont donné lieu à de nombreuses contestations et décisions, les mêmes en matière boursière n'ont pas donné lieu à contentieux. Au-delà de l'observation (51), on peut penser que si un tel contentieux naissait, un emprunt direct des règles déjà dégagées devrait s'opérer. On relèvera d'ailleurs que la sanction opérée le 5 février 1999 par la Cour de cassation de la procédure de sanction devant la C.O.B. en raison de la présence du rapporteur au délibéré (52) a eu une portée pratique sur la pratique procédurale devant le Conseil de la concurrence, lequel a cessé de faire participer le rapporteur à son délibéré.

En outre, la procédure étant avant tout affaire de culture judiciaire, la convergence des recours devant la Cour d'appel de Paris développe une application égale des principes procéduraux aux différents organismes, notamment ceux issus de l'article 6 de la Convention européenne des droits de l'homme.

Mais il convient de préciser ce qu'il en est plutôt des divergences et celles-ci se dessinent tant dans les procédures de sanctions, aussi bien en ce qui concerne les sujets qui les subissent (A) qu'en considération d'un grand

principe commun : la proportionnalité (B).

A. L'aptitude à la sanction

Le droit pénal a développé la notion d'« aptitude pénale », qui désigne la capacité juridique d'un être à faire l'objet d'une sanction pénale. Cette notion, préalable même à l'établissement des conditions de l'incrimination, a été transposée dans le droit administratif répressif qui est commun aux procédures de sanction du droit boursier et du droit de la concurrence. Or, les textes divergent quant à l'aptitude en droit de la concurrence — qui est celle de l'entreprise — et l'aptitude en droit boursier — qui est celle de la personne morale (1). Il convient de réfléchir à une homogénéisation, qui devrait plutôt aller vers la notion plus économique et concrète d'entreprise que vers celle, classique, de personne juridique (2).

1. Divergence entre aptitude de la personne morale et aptitude de l'entreprise

Droit de la concurrence et droit boursier se rejoignent sur un point, avec certes des modalités différentes : pour un fait reprochable, la société comme son dirigeant peuvent en répondre. Sur le terrain du droit de la concurrence, ce sera la possibilité de condamner l'entreprise puis, par le biais de l'article 17, de suggérer la condamnation pénale de son dirigeant. Sur le terrain du droit boursier, ce sera la possibilité, d'une part, de sanctionner administrativement la société ou/et son dirigeant, d'autre part, de sanctionner pénalement son dirigeant ou/et la société depuis que la loi du 2 juillet 1996 a étendu les délits boursiers aux per-

sonnes morales (53). On constatera que le droit économique est celui d'une prolifération, non pas tant des incriminations, mais du nombre de personnes aptes à en répondre cumulativement (54).

Mais le droit boursier, et en cela il reste un droit classique construit sur la notion juridique de la personnalité, prend comme destinataire la société, comme sujet de droit qui doit rendre des comptes, voire son dirigeant. Le droit boursier s'arrête à ce masque de la personnalité et ne recherche guère l'opérateur, l'entreprise elle-même derrière lui. On relèvera simplement que dans l'affaire Perrier, les juges consulaires, à qui l'on opposait que l'O.P.A. litigieuse concernait la holding Perrier, ont répondu que l'initiateur n'a lancé l'O.P.A. sur la première que pour s'approprier le contrôle de la seconde et qu'en conséquence, ils pouvaient raisonner comme si l'O.P.A. concernait cette dernière. Mais, en dehors de cet épisode, il demeure qu'en matière de sanction, le sujet visé est la personne, au sens le plus juridique du terme.

En revanche, le sujet du droit de la concurrence est l'entreprise. Cela fut maintes fois souligné et l'on sait que la détermination de l'entreprise est préalable à l'examen de son comportement. Certes, on pourrait relever que l'entreprise s'exprime juridiquement par l'instrument de la société, pour reprendre une conception défendue en doctrine (55) ; ainsi, dans les deux cas, c'est bien une société qui est condamnée.

Mais, en réalité, cette différence engendre une opposition qu'il est difficile de justifier. Parce qu'à travers la société, le droit des sanctions des comportements

(50) C'est ainsi qu'on retrouve exactement le même système procédural pour les visites et les perquisitions dans les articles 47 et s. de l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 pour la concurrence et dans l'article 5 et s. de l'ordonnance du 28 septembre 1967, tels que résultant de la loi du 2 août 1989.

(51) V. Les garanties de la défense dans les procédures de sanction devant la C.O.B., *Revue de droit bancaire et de la bourse*, 1997, p. 182-187, spéc. p. 183.

(52) Numéro spécial des Petites Affiches du 15 février 1999.

(53) Article 10-4 de l'ordonnance du 28 septembre 1967.

(54) Sur ce phénomène, v. par exemple, *Les enjeux de la pénalisation de la vie économique*, coll. *Thèmes et commentaires*, Dalloz, 1996.

(55) V. essentiellement les travaux de Jean Pailhuseau, notamment : *La modernisation des sociétés commerciales. Une reconception du droit des sociétés commerciales*, D. 1996, *chron.*, p. 287 et s. ; *Les apports du droit de l'entreprise au concept de droit*, D. 1997, *chron.*, p. 97 et s.

anticoncurrentiels vise l'entreprise, si la personnalité morale de celle-ci est affectée, l'aptitude pénale demeure. Ainsi, en cas de changement de personnes morales, par fusion par exemple, la société absorbante continue de répondre des comportements antérieurs reprochés car s'impose la continuité de l'entreprise. Ce principe d'imputabilité est régulièrement rappelé par le Conseil de la concurrence (56).

En revanche, en droit boursier, parce que l'aptitude pénale s'arrête à la personnalité, si celle-ci disparaît, alors même que l'opérateur demeure dans son existence, voire dans son organisation, économique, l'aptitude pénale s'effondre. C'est ce qu'a affirmé expressément l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 14 mai 1997, arrêt contre lequel le pourvoi vient d'être rejeté par un arrêt de la Chambre commerciale du 15 juin 1999 (pourvoi n° X 97-16.439). La Cour ne pouvait en disposer autrement. Mais la divergence entre les deux branches du droit est ainsi mise à jour. On doit considérer en effet que la répression des manquements et délits boursiers reste attachée à la personnalité des délités et des peines, alors que, par ailleurs, la Cour de cassation a posé dans un arrêt du 1^{er} décembre 1998 qu'il s'agissait d'un principe qu'elle qualifie d'« inapproprié » dans les sanctions en matière de concurrence (57), sous prétexte qu'elles ne sont qu'administratives.

2. La supériorité de la conception de l'opérateur comme sujet de droit

Cette solution en matière boursière est malvenue. En effet, la mort d'une personne morale est moins doulou-

reuse que celle d'une personne physique. Le prix à payer pour supprimer l'aptitude pénale est relativement faible. Il suffit donc de disparaître et de renaître, dans une continuité par ailleurs de l'entreprise, pour purger en quelque sorte le risque de poursuite ou de condamnation. Certes, on peut alors songer à faire appel à la théorie de la fraude, mais celle-ci soulève des difficultés probatoires importantes — qui reposeront sur les autorités de poursuite — et elle n'est utilisée qu'exceptionnellement.

Il n'est d'ailleurs pas besoin de supposer une malignité chez les opérateurs : la longueur des procédures de sanction fait que la mobilité non seulement financière mais encore juridique des intervenants, la recrudescence des fusions-acquisitions, etc., peut justifier des restructurations affectant la personnalité morale.

Il conviendrait donc de modifier le droit boursier pour que son destinataire soit l'opérateur, saisi à travers ce que l'on pourrait appeler sa personnalité morale du moment, et non pas la personne morale en tant que telle. En cela, le droit boursier se détacherait un peu plus du droit des sociétés pour se rapprocher du droit économique, qui se construit sur la notion économique d'entreprise, voire d'opérateur.

La répression y gagnerait en efficacité, ce qui est un souci majeur du droit économique, considéré par la Cour européenne des droits de l'homme elle-même. D'ailleurs, cette efficacité de la répression doit être compensée, non pas tant par un affaiblissement des droits de la défense, toujours regrettable, mais par la montée en puissance du principe de

proportionnalité des sanctions.

B. La proportionnalité des sanctions

Le principe de proportionnalité est un épigone de l'idée de loi et donc de contrainte nécessaire dans l'article 8 de la Déclaration des droits de l'homme de 1789 : la violence que la loi exerce ne doit pas excéder le service du but qu'elle s'est fixée. Ce principe de protection des libertés, de cantonnement de l'obligatoire, n'a aucune raison d'être limité à une branche du droit et on observe aujourd'hui son recours dans l'ensemble du droit privé (58), droit des sûretés (59) comme droit des contrats (60). Il faut s'en réjouir car la liberté doit rester le principe et la contrainte extérieure, même juridique, l'exception.

Avant ce mouvement de fond, le principe de proportionnalité s'est concrétisé juridiquement en droit de la concurrence et en droit boursier. Il semble avoir été davantage étudié dans le premier (61) que dans le second. En les confrontant, on observe une divergence des textes quant aux critères d'appréciation de la proportionnalité (1.), alors même qu'un rapprochement par cumul des critères serait profitable (2.).

1. Distinction entre les critères d'appréciation de la proportionnalité

L'article 9-2 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 vise comme critères de proportionnalité, d'une part, la gravité des manquements, d'autre part, les profits et avantages retirés par le comportement reproché. Pour sa part, l'article 13, alinéa 3 de l'ordonnance du 1^{er} décem-

(56) *Cons. conc.*, 20 novembre 1996, B.O.C.C. du 25 mars 1997 ; 3 juin 1998, *Pratiques dans la passation des marchés publics dans l'Hérault*, B.O.C.C. du 15 septembre 1998, p. 498.

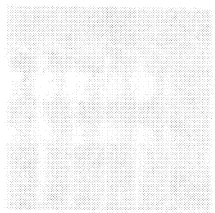
(57) *Cass. com.*, 1^{er} décembre 1998, *Viafrance et Gerland routes*, *Cont. conc.* cons., 1999, p. 13-14, obs. M. Malaurie-Vignal.

(58) M. Behar-Touchais (dir.), *Existe-t-il un principe de proportionnalité en droit privé ?*, n° spécial des *Petites Affiches* du 30 septembre 1998.

(59) V., par ex., S. Piedelièvre, *Le cautionnement excessif*, *Defrénois*, juillet 1998, 36836, p. 849 et s.

(60) *Cass. com.*, 16 décembre 1997, *Cont. conc. cons.*, mars 1998, p. 7, obs. L. Leveneur.

(61) G. Carivet et L. Vogel, *Le dommage à l'économie, critère d'évaluation de l'amende en droit français de la concurrence*, *R.J.D.A.* 1996, p. 599 et s. ; M.-Ch. Boutard-Labarde, *Principe de proportionnalité et fixation des amendes en droit de la concurrence*, in : *Existe-t-il un principe de proportionnalité en droit privé*, préc. p. 44-50.



LA PERSPECTIVE D'UNE ALLIANCE DES DIVERS CRITÈRES

bre 1986, dans sa rédaction issue d'une loi du 31 décembre 1992, vise la gravité des faits, l'importance du dommage causé à l'économie et la situation de l'entité sanctionnée. Les différents critères peuvent d'ailleurs agir d'une façon cumulative ou au contraire entrer en compensation les uns avec les autres.

On mesure donc qu'un seul critère leur est commun : la gravité des faits, comme circonstance aggravante (62), par exemple les ententes systématiques dans certains secteurs, ou ce qui serait pourtant une intention louable, comme de vouloir préserver la restructuration prochaine de l'entreprise cotée. On observe ici une concordance d'interprétation jurisprudentielle dans les deux branches du droit : il s'agit de prendre en compte l'existence ou non d'une faute avérée, l'ampleur et la répétition du comportement, ce qui permet au passage d'importer dans ses matières administratives le critère de la récidive.

Mais la situation de l'entreprise visée en droit de la concurrence et interprétée arrêt après arrêt comme la puissance de l'entreprise indépendamment de sa position sur le marché détérioré n'est pas un critère en droit boursier. De la même façon, le dommage que le comportement a effectivement causé à l'économie, à savoir l'atteinte au marché de référence, voire au-delà, ne trouve pas son pendant dans ce qui pourrait être le dysfonctionnement dans les cotations.

Symétriquement, les profits engendrés par le comportement répréhensible ne sont pas pris en considération par le droit de la concurrence.

2. La perspective d'une alliance des divers critères

Or, chacun de ces critères possède sa pertinence propre ; ils ne se confondent pas les uns avec les autres. On pourrait donc songer à les cumuler. Voire à en ajouter d'autres : ainsi, certains suggéraient qu'on prenne en considération le caractère du comportement répréhensible suivant qu'il est plus ou moins difficile à détecter et que le risque de sanction est plus ou moins faible, la dissuasion étant ainsi obtenue par l'augmentation de la sanction en fonction de la faiblesse du risque de condamnation (63).

On peut alors songer à une modification des textes. Mais il convient de ne pas oublier que la jurisprudence a fait application en matière de concurrence du principe de proportionnalité et a, de ce fait, fait usage du pouvoir de contrôler à cette aune les sanctions, alors même que la loi du 31 décembre 1992 n'était pas encore venue expressément insérer cette référence et les critères attendant dans l'ordonnance du 1^{er} décembre 1986. Il n'est donc pas inconcevable que la jurisprudence puisse achever la construction d'une théorie de la proportionnalité des sanctions, commune dans ses critères, légaux et prétoriens, au droit de la concurrence et au droit boursier.

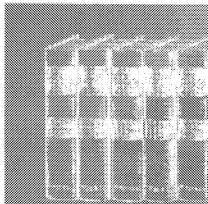
Quand on observe qu'en droit pénal, le principe de proportionnalité des peines est encore embryonnaire puisqu'il s'applique à la loi dans la détermination des échelles de peines et engendre davantage pour le juge le pouvoir d'utiliser des marges d'appréciation toujours plus grandes (64), on s'aperçoit que le droit administratif répressif est en avance puisque le principe de propor-

tionnalité limite l'exercice du pouvoir de sanction et constitue une garantie majeure pour la personne poursuivie. Il convient donc de le développer, ne serait-ce que pour lutter contre cette critique sans cesse faite au droit administratif répressif de brader le droit pénal classique et de fouler aisément les garanties procédurales, alors qu'il en offre ainsi une dont révéraient bien des délinquants.

(62) V., par ex. Ass. plén., 14 mars 1997, *Spie Batignolles*, R.J.D.A. 1997, § 920.

(63) K. G. Elzinga et W. Breit, *The Antitrust Penalties*, 1977, cité par G. Canivet et L. Vogel, *Le dommage à l'économie, critère d'évaluation de l'amende en droit français de la concurrence*, préc.

(64) V., par ex., G. Stefani, G. Levasseur et B. Bouloc, *Droit pénal général*, 15^e éd., Précis Dalloz, 1995, n° 461, p. 354 et n° 468, p. 360.



LE STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER : RAPPEL THÉORIQUE

MAURICE NUSSENBAUM

Professeur de finance à l'Université de Paris-Dauphine
Expert financier près la Cour de Paris, agréé par la Cour de cassation
Associé de Sorgem Evaluation

Introduction

1. L'information a de la valeur parce qu'elle réduit les coûts de recherche des agents

La théorie de la concurrence pure et parfaite suppose que les ménages et les entreprises sont parfaitement informés à la fois sur les prix, les caractéristiques des produits, les technologies et les moyens d'obtenir les meilleurs productivités.

Cependant, les marchés réels sont différents de ceux de la théorie économique.

Les clients doivent comparer les prix des produits entre les différents points de vente et supporter des coûts de recherche. Les producteurs doivent choisir les technologies les plus efficaces.

Les marchés financiers sont *a priori* plus parfaits : les prix des actions sont connus et toute nouvelle information se reflète immédiatement dans les cours.

Un même titre se vend en général à un seul prix. L'investisseur ne peut s'enrichir que par chance en choisissant le bon titre, ou en supportant des coûts de recherche d'information qui lui permettent de disposer avant les autres des analyses pertinentes.

Ainsi, pour l'ensemble des agents, l'information tire sa valeur de ce qu'elle réduit leurs coûts de recherche. De ce fait, ils sont prêts à supporter des coûts pour l'obtenir, soit en l'achetant, soit à travers les coûts de recherche.

Mais l'information est différente des autres biens : lorsqu'on achète un produit,

on peut au préalable, l'examiner, éventuellement l'essayer. Il n'en est pas de même pour l'information.

Si le vendeur l'a communiquée au préalable, l'acheteur ne voudra plus l'acheter. De ce fait, les marchés de l'information sont souvent étroits et imparfaits.

De plus, l'asymétrie d'information, c'est-à-dire la différence de niveau d'information entre celui qui la détient, le producteur ou le vendeur, et celui qui ne la détient pas, l'acheteur, peut pervertir le fonctionnement du marché.

On cite souvent l'exemple des marchés de voiture d'occasion sur lesquels la décote est très largement supérieure au niveau d'usure (1).

Plus le niveau des prix baisse, plus il incite les détenteurs de voitures en bon état à les conserver et plus il s'accroît, plus elles sont mises sur le marché.

Mais l'acquéreur ignore si la voiture qui lui est proposée est de bonne qualité. Il se méfie et le nombre d'acheteurs diminue. On dit que le marché est incomplet et qu'une telle structure d'information favorise la sélection adverse des voitures présentant des défauts.

Pour réduire cette asymétrie d'information, les producteurs sont incités à informer les acheteurs potentiels sur la qualité des produits. Si cela ne suffit pas à révéler la qualité effective des produits, c'est l'obligation légale de renseigner sur les caractéristiques exactes ainsi que sur les conditions de livraison qui résoudra le problème.

D'autres facteurs permettent également de réduire les

coûts de recherche pour les clients : ainsi, la réputation ou la marque constituent des formes de garantie.

La marque permet à celui qui en bénéficie de vendre plus cher son produit et lui fait bénéficier d'une rente qui l'incite, pour la conserver, à diffuser des produits de qualité.

Mais la recherche d'information est elle-même coûteuse et son avantage marginal peut excéder les coûts de recherche.

C'est pourquoi, les clients se contentent d'une information imparfaite et un même produit peut se vendre à des prix différents selon les emplacements.

2. Mais l'échange d'information peut avoir des effets pervers

L'information des consommateurs est distincte de l'échange d'information entre concurrents.

Cette dernière permet de maximiser les profits conjoints des concurrents et de le répartir ensuite. Les concurrents adoptent alors globalement un comportement monopolistique dont on connaît l'effet négatif pour les consommateurs.

Entre les membres d'une profession, il existe une incitation naturelle à essayer de s'entendre sur les prix de manière à réduire les effets de la concurrence sur leurs profits.

L'analyse des effets de la collusion relève de la théorie des jeux et du « dilemme du prisonnier » (2).

Les producteurs d'une même branche ont un intérêt conjoint à s'entendre sur les

(1) Joseph E. Stiglitz, *Economics*, Norton 1993, Chap. 19, *Imperfect Information in the product market*, p. 493-516.

(2) Cf. Joseph E. Stiglitz, *op. cit.*, p. 426-428.

prix et les quantités pour maximiser leurs profits.

Mais tout producteur considéré isolément a intérêt à ne pas respecter l'accord dès lors que les autres le respectent ; cela lui permet d'écouler une quantité plus importante de produits et d'accroître ses propres profits.

Malgré l'intérêt objectif de l'ensemble des concurrents à respecter globalement l'équilibre de collusion, chacun isolément a intérêt à le rompre, sauf s'il existe des échanges d'information suivis entre les concurrents sous forme d'arrangement de coopération, concernant notamment la gestion des stocks ou la recherche permettant de redistribuer en permanence les avantages résultant de la concertation.

Il existe donc un intérêt public à réprimer toutes les formes d'accord qui favorisent la collusion tacite entre les concurrents à travers notamment l'échange d'informations entre concurrents.

Ainsi, dans les marchés de biens et services, l'échange vertical d'information est un facteur d'efficacité, alors que l'échange horizontal entre concurrents est un facteur anti-concurrentiel.

3. Pour les marchés financiers, l'émission d'informations est la condition d'existence des marchés

Pour les marchés financiers, la situation est très différente. La circulation de l'information facilite l'instauration de prix unique pour des actifs équivalents sur les marchés concurrents (c'est ce que l'on appelle la loi du prix unique). Les processus d'arbitrage favorisent l'instauration de ce prix unique.

Les marchés organisés sont des lieux privilégiés de trans-

mission de l'information et donc de respect de la loi du prix unique.

Les marchés de gré à gré comme ceux des changes ou des swaps qui sont de plus en plus liquides, ont les mêmes caractéristiques et favorisent également l'instauration de prix uniformes.

S'il existe une activité importante de recherche d'information, ce n'est pas pour comparer les prix de produits identiques mais pour connaître les véritables caractéristiques des actifs financiers : potentiel réel des entreprises ou risques d'une émission obligatoire et cela, non seulement parce que l'information sur les prix circule instantanément, mais aussi parce que les marchés sont très concentrés.

Les marchés financiers sont eux-mêmes des fournisseurs d'information. Les taux d'intérêt à long terme renseignent aujourd'hui sur les taux courts futurs anticipés. Les prix des actions indiquent les risques perçus par les marchés sur les perspectives futures de l'entreprise.

La réaction des marchés face à une O.P.A. révèle l'opinion du marché sur le prix offert, le prix d'une option renseigne sur les risques du sous-jacent et sa volatilité.

Il est de l'intérêt du public, comme pour les produits des marchés de biens et services, que l'information révélée par les firmes soit exacte afin d'éviter que le marché ne favorise la sélection adverse qui entraîne une réduction des échanges.

Nous restreindrons l'analyse qui suit à l'étude des solutions apportées par le droit à la gestion de l'information dans les deux types de marché de biens et services d'une part et financier de l'autre.

I. L'appréhension de l'information en droit de la concurrence

L'analyse précédente nous a permis d'opposer les pratiques verticales de diffusion de l'information et les échanges horizontaux entre concurrents. Dans la relation verticale descendante, l'information est un facteur d'économie de recherche pour le client, d'où l'intérêt d'une plus grande transparence.

En revanche, au niveau horizontal, l'échange d'information entre concurrents est anti-concurrentielle parce qu'elle réduit l'autonomie de décision des opérateurs et l'incertitude inhérente aux risques concurrentiels.

Le droit de la concurrence se préoccupe des dispositions qui visent à favoriser la connaissance de l'offre par la demande (3).

Le vendeur de produits et le prestataire de services doit informer le consommateur sur trois éléments :

- les prix ;
- les limitations éventuelles de la responsabilité contractuelle ;
- les conditions particulières de la vente.

La situation est différente entre professionnels. La transparence présente des inconvénients majeurs qui tendent à remettre en cause son bien-fondé.

- Elle est d'abord réductrice de concurrence.

Du côté des producteurs, la transparence vise en premier lieu à réduire l'incertitude concernant la demande finale et les coûts de production et de ce fait, peut favoriser toutes les formes de pratiques restrictives de concurrence et de collusion à travers des

(3) D. Brault, *Droit et politique de la concurrence*, *Economica* 1997, Titre I, Chapitre IB, p. 172-190.

comportements d'alignement ou de respect mutuel.

C'est particulièrement vrai pour des marchés concentrés et oligopolistiques.

La transparence au plan horizontal entre professionnels est donc généralement suspecte parce qu'elle réduit l'incertitude concurrentielle et l'autonomie de décision des opérateurs.

— D'où l'attitude restrictive du droit de la concurrence.

La transparence verticale est recherchée dans les relations entre producteurs et distributeurs à condition qu'elle n'entraîne pas des pratiques de prix imposés et se limite à l'obligation de facturation et de communication de barèmes et de conditions générales de vente en incluant la transparence sur les conditions de rémunération et les prestations prévues dans les contrats de coopération commerciale.

D'une manière générale, le droit de la concurrence favorise la transparence lorsqu'elle permet de lever les obstacles dressés par les agents économiques au fonctionnement du marché, mais en revanche, la réprime entre professionnels lorsqu'elle constitue un moyen de réduire l'intensité concurrentielle.

Compte tenu de la nature des marchés financiers, le droit financier définit pour l'information un statut très différent.

II. Les marchés financiers

A la différence des marchés de biens et services, les marchés financiers offrent des produits qui ne peuvent ni être essayés par le consommateur, ni garantis par le producteur, parce

qu'ils constituent des droits sur des revenus futurs sur lesquels l'émetteur ne peut prendre que des engagements limités.

De ce fait, la communication d'informations standardisées relatives aux produits offerts par ces marchés présente des fonctions multiples :

— assurer l'égalité des agents devant l'information et en particulier, empêcher les initiés de bénéficier d'informations privilégiées ;

— réduire la sélection adverse en obligeant les offreurs à communiquer des informations pertinentes ;

— réduire le *free riding* des émetteurs qui ne respecteraient pas les règles.

L'information doit donc être appréhendée de manière double :

— Par l'obligation de communiquer parce que les prix des actifs financiers reflètent toute l'information disponible sur le marché et sont eux-mêmes révélateurs d'autres informations implicites concernant, comme on l'a vu plus haut, les volatilités, les taux de change ou les taux d'intérêts à terme.

La fiabilité de l'information transmise au marché conditionne ainsi l'existence de tout le système financier.

Il faut, en effet, distinguer l'information communiquée, qui par nature doit être fiable et respecter des règles pré-établies, et les anticipations des agents qui relèvent de leurs perceptions et de leur prise de risque.

— Par la répression de l'utilisation des informations privilégiées parce qu'elles sont considérées comme violant le principe d'égalité entre actionnaires et favorisent le « hasard moral » entre, d'une

part, les dirigeants qui bénéficient, du fait de leurs fonctions, d'informations privilégiées et, d'autre part, les actionnaires.

A. De l'obligation de communiquer des informations pertinentes

1. Les informations pertinentes sont celles qui sont susceptibles d'influer sur les cours

Le règlement 9002 de la C.O.B. définit les principes généraux des informations communiquées au public qui doivent être exactes, précises et sincères.

En conséquence, le manque d'informations inexactes, imprécises et trompeuses.

Son article 4 précise que tout émetteur doit porter à la connaissance du public tout fait important susceptible d'avoir une incidence sur le cours de l'instrument financier concerné.

La seule limite à cette communication est définie par les intérêts légitimes de l'émetteur, qui peuvent lui permettre de différer la publication d'une information qui serait de nature à porter atteinte à ses intérêts légitimes.

Il s'agit notamment des contraintes de confidentialité liées à la concurrence.

Les obligations légales de publication des comptes par les sociétés ne suffisent pas à assurer l'égalité des investisseurs devant l'information (4).

Il faut de surcroît que l'information courante, assurée par des publications périodiques, soit complétée de manière permanente par des informations occasionnelles

(4) Hubert de Vauplane et Jean-Pierre Bornet, *Droit des marchés financiers*, Litec, 1998, p. 108 et s.

qui portent à la connaissance du public tous les événements susceptibles d'avoir une incidence sur les cours.

2. Les justifications de cette obligation tiennent à la volonté de réduire l'asymétrie d'information

La théorie financière s'est interrogée sur la justification de ces obligations de communiquer. La thèse dominante qui s'est particulièrement développée aux Etats-Unis à la suite de la grande dépression des années 1930, justifie le principe d'égalité en considérant qu'en son absence, les investisseurs retireraient leurs avoirs des marchés.

Pour d'autres, l'insistance législative à lutter contre la fraude en matière de communication de l'information résulte de l'action de groupes de pression ayant des intérêts corporatistes.

En effet, l'obligation de communiquer constitue un coût fixe qui s'impose aux émetteurs quelque soit leur taille et donne de ce fait un avantage aux plus grandes entreprises.

Elle organise, de plus, un monopole pour les banques d'investissement et les sociétés d'audit de grande taille qui sont seules en mesure d'offrir des certifications universellement acceptées.

Certains ont même souligné que le pendant de ces obligations résidait dans l'organisation des marchés réglementés où, à titre d'exemple, a régné jusqu'en 1975 sur le Nyse, un cartel des *brokers* imposant des systèmes de commissions fixes contrôlés par la S.E.C. (5).

Le développement des échanges et la diversification des intervenants avec la croissance de la part des investis-

seurs institutionnels et des gestionnaires de fonds de pensions, a fait voler ce système en éclat.

D'après Georges Stigler (6) et Sam Peltzman (7), la dérégulation trouve sa justification lorsque le coût de la régulation devient inférieur aux avantages qu'en tire l'agence régulatrice en terme de support politique.

Ainsi, c'est la concurrence des marchés non réglementés sur lesquels les coûts de transaction de blocs avaient considérablement baissé qui a conduit le Nyse à abandonner le système de commissions fixes qu'il avait réussi auparavant à imposer à la S.E.C. en contrepartie du contrôle des investissements qu'il assurait.

On s'est interrogé également afin de savoir si l'obligation de révéler les informations pertinentes était d'intérêt public et dépassait les intérêts corporatistes des professionnels du marché.

On sait qu'il existe une asymétrie d'information structurelle entre les managers et les investisseurs concernant l'impact des événements sur les revenus futurs de l'entreprise. Pour que le marché soit efficient, il faut que les investisseurs puissent apprécier les différents projets qui leur sont proposés et distinguer les meilleurs des mauvais ; sinon ils se méfient et les déprécient tous.

On voit l'intérêt des émetteurs de produits de qualité à émettre une information qui permette aux investisseurs de les identifier en tant qu'émetteurs de produits de qualité.

Ceux-ci ont tout intérêt à faire revoir leur compte par des auditeurs réputés et à émettre des *stocks options* au profit de leurs dirigeants qui

témoigneront ainsi de la qualité des informations fournies.

3. Cette obligation doit être renforcée par une réglementation spécifique

Puisqu'il existe un intérêt individuel des émetteurs à signaler leur qualité, pourquoi faut-il une réglementation ?

La réponse tient au fait que les investisseurs ne sont pas en mesure de vérifier toutes les informations qui leur sont transmises. De plus, la réglementation sur les conditions de certification des informations comptables et sur la standardisation des informations communiquées est susceptible de réduire les coûts de recherche par rapport à ceux que devraient supporter les investisseurs de manière isolée pour parvenir au même niveau de contrôle et de connaissance.

On montre ainsi que la réglementation sur la divulgation des informations réduit les coûts de certification et de signal. De plus, sa mise en œuvre est moins coûteuse si elle porte sur des documents historiques standardisés et vérifiables en suivant un formalisme et une périodicité déterminée, plutôt que sur des éléments prévisionnels.

En effet, on ne peut se contenter d'un contrôle a posteriori du caractère frauduleux des informations communiquées.

4. Cette obligation résulte du caractère de « bien public » de l'information (8)

L'information à divulguer répond à la double caractéristique de ne pas être détruite par l'usage indivi-

(5) G. Jarrel, *Change at the Exchange : the causes and effects of deregulation*, *The Journal of Law and Economics*, 27 (1984), p. 273-312.

(6) G. Stigler, *The theory of economeregulation*, *The Bell Journal of Economics* 3 (1971).

(7) S. Peltzman, *Towards a more general theory of regulation*, 19, *Journal of Law and Economics*, 22 (1976).

(8) Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Economic structure of corporate law*, Harvard University Press, 1991, Chap. 11. *Mandatory Disclosure*, p. 276-314.

duel et de ne pas permettre à son producteur d'empêcher les autres agents d'en bénéficier.

N'en tirant pas seul tous les bénéfices, il ne sera pas incité à la produire, d'où la nécessité d'une réglementation qui oblige à cette production et à cette diffusion.

Cependant, en tant que bien public, l'information financière présente des aspects spécifiques :

— les premiers destinataires n'en tirent pas tous les bénéfices car elle se dissémine instantanément et les prix des titres s'ajustent simultanément en éliminant les opportunités de transactions ;

— de ce fait, sa valeur décroît très rapidement en incitant ainsi les agents à faire leurs propres recherches complémentaires.

Les investisseurs en tant que groupe ont intérêt à éliminer toute activité de *trading* qui reposerait uniquement sur les imperfections de la diffusion des informations publiques.

Grâce à la réglementation sur la divulgation des informations pertinentes, les investisseurs réduisent leurs coûts de recherche. Cela leur permet d'accroître le prix des titres en améliorant leur rendement du fait de la baisse des coûts de recherche, ce qui distingue souvent les firmes cotées des non cotées.

Il existe souvent des réticences à communiquer certaines informations lorsque les intérêts concurrentiels sont en jeu. Les intermédiaires informationnels, tels que les banquiers, les analystes et les auditeurs, permettent de réduire ces difficultés en synthétisant les informations, soit à travers leurs recommandations, leur certification ou encore leur *pricing*.

L'exigence de divulgation de l'information est renforcée du fait de la concurrence qui existe entre les marchés organisés.

En effet, les marchés les plus efficaces sont ceux pour lesquels les règles de fonctionnement conduisent à la plus grande liquidité des titres.

5. Cependant, l'obligation de communiquer n'élimine pas les risques de fraude

Si l'obligation de divulgation a bien pour effet de réduire les coûts de recherche des investisseurs, on ne peut affirmer qu'elle élimine la fraude ou qu'elle soit essentielle pour protéger les petits investisseurs, car, à la différence des marchés de biens et services, des *traders* informés concourent à la formation des prix sur les marchés, et de ce fait, les investisseurs moins informés bénéficient à travers le mécanisme de formation des prix, des informations dont ils ne disposent pas.

On a indiqué précédemment que l'obligation de communiquer répondait à un souci d'égalité devant le prix. Cette exigence est surtout constitutive des marchés réglementés pour lesquels il convient d'assurer à tous les investisseurs un droit identique au prix d'équilibre.

Les modifications des processus de cotation ont réduit la portée de ce principe pour le ramener à une simple exigence de transparence.

Cette exigence d'information exacte, précise et sincère, débouche sur la répression de deux types de délits :

— la diffusion de fausses informations, c'est-à-dire inexactes, imprécises ou trompeuses, comme par

exemple la communication de faux bilans ;

— le délit de manipulation de cours, soit à travers les ordres passés lorsqu'ils entravent l'établissement du prix sur le marché, soit à travers l'intervention directe d'une société sur la cotation de ses propres titres.

Le deuxième volet de la répression des comportements violant les principes d'égalité portent sur les informations privilégiées.

B. De l'interdiction d'utiliser des informations privilégiées

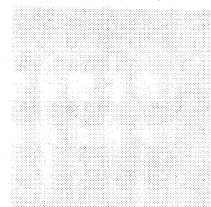
1. Utiliser des informations privilégiées peut présenter des avantages pour le marché

Le règlement 9008 de la C.O.B. a précisé qu'une telle information devait être non publique.

Il constitue le pendant du délit d'initié qui a été institué par l'article 10.1 de l'ordonnance du 30 septembre 1967, modifié à plusieurs reprises par la suite. Il reprend la même définition de l'information privilégiée en tant qu'information précise, particulière et déterminante.

L'analyse théorique de ce délit pose la question de savoir s'il est d'un quelconque intérêt ou inconvénient pour les entreprises à accorder à leur *managers* des droits de propriété sur l'information.

Si la question est unanimement tranchée par la loi en faveur d'une réponse négative, il convient cependant de rappeler que ces droits de propriété ne sont pas dénués d'avantages pour l'entreprise :



FRANÇOIS CHAMPAGNE

Chargé de cours des études à la Commission des opérations de bourse

— ils permettent de communiquer au marché des informations de manière crédible et de refléter, par là même, de manière instantanée dans les prix toute l'information disponible ;

— ils constituent pour le *manager* une rémunération complémentaire incitatrice et un moyen pour les entreprises de les sélectionner.

2. Mais les inconvénients l'emportent sur les avantages (9)

L'utilisation d'informations privilégiées peut relever du vol comme c'est le cas pour l'investisseur qui utilise l'information sur une O.P.A. à venir alors que les *bidders* ont intérêt à la maintenir secrète avant l'annonce (cf. l'imprimeur Chiarella qui avait utilisé les informations privilégiées contenues dans un prospectus qu'il était chargé d'imprimer) (10).

Elle peut accroître de manière artificielle la volatilité des cours des titres en incitant les détenteurs d'informations privilégiés à manipuler l'information.

Elle peut s'avérer néfaste à l'entreprise (même en terme de complément de rémunération des *managers*) car les *managers* averses au risque n'apprécieront pas à sa juste valeur le caractère aléatoire de cette rémunération et préféreront des modes de rémunération mieux définis.

3. La difficulté de séparer les bons des mauvais usages justifie la pénalisation de ce délit

D'après le théorème de R. Coase (11), il est de l'intérêt des firmes d'allouer les droits de propriété sur l'information aux agents qui les valoriseront le mieux. S'il existe

des cas où les transactions d'initiés contribuent à améliorer l'efficacité du marché et par là même à accroître la richesse des investisseurs, il en existe d'autres où les intérêts sont divergents.

Du fait de la difficulté de détecter a priori les bons usages des mauvais, la répression optimale justifie des peines élevées qui dépassent le bénéfice obtenu par l'auteur du délit (elle doit être théoriquement au plan strictement économique, égale au produit de ce bénéfice par l'inverse de la probabilité d'être sanctionnée).

L'interdiction et la pénalisation apparaissent comme le moyen le plus efficace, sans qu'on ne connaisse néanmoins ses effets ultimes sur la richesse des actionnaires.

Quoiqu'il en soit, le délit d'initié est perçu par les opinions publiques comme une tricherie de la part de ceux qui utilisent leurs informations privilégiées et est, par là même, antinomique avec la notion de marché équitable qui doit donner une chance égale à tous les intervenants (même si cette égalité constitue plus un sentiment idéologique qu'une réalité objective).

Conclusion

On conclura en soulignant la distinction entre ces deux domaines du droit.

Le droit de la concurrence vise à promouvoir la concurrence car elle est créatrice de bien-être. Il n'aborde, de ce fait, l'information qu'en tant que moyen d'améliorer la concurrence.

C'est pourquoi il distingue la circulation verticale de l'information entre client et fournisseur et la relation hori-

zontale entre concurrents, parce que la première améliore la transparence, réduit les coûts de recherche et en définitive accroît la concurrence effective, alors que la seconde la restreint en réduisant l'autonomie de décision des opérateurs.

Le droit financier, en revanche, prend en charge directement l'information parce qu'elle constitue un moyen d'améliorer la qualité des produits offerts par les marchés. Elle permet aux investisseurs de se positionner par rapport aux projets qui leur sont proposés et réduit de ce fait la sélection adverse et les incitations à proposer aux investisseurs des produits frelatés.

Pour les biens et services, l'obligation d'informer est plus limitée et peut être moins essentielle, car l'information est complémentaire de l'offre parce que l'utilisateur peut souvent examiner directement les produits offerts.

Pour les biens financiers, l'information est essentielle, parce que ces biens constituent des promesses aléatoires de revenus futurs.

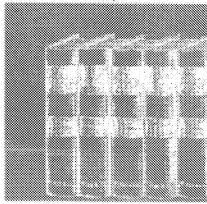
Cependant, dans les deux cas, la transmission verticale d'information vise à réduire la même sélection adverse.

L'interdiction de communiquer horizontalement n'a pas le même sens pour les biens et services et les actifs financiers, même si pour ces derniers on a pu dénoncer, de la part de professionnels, certains comportements alors qu'ils tiraient la justification de leur rôle de la surveillance de l'intégrité du marché.

(9) Cf. note 8, Easterbrook and D. R. Fishel, *Chap. 10, Trading on Inside Information*, p. 253-275.

(10) Cf. le cas *Chiarella, United States*, 445 U.S. 222 (1980), cité par Easterbrook et Fishel, p. 255, *op. cit.*

(11) R.H. Coase, *The nature of the firm*, *Economica* 386 (1937) réédité dans Coase, *The firm, the market and the law*, 33-55 (1988). Cf. Easterbrook et Fishel, p. 262-264.



LE STATUT COMPARÉ DE L'INFORMATION EN DROIT DE LA CONCURRENCE ET EN DROIT BOURSIER : LA TRANSPARENCE

FRANÇOIS CHAMPARNAUD

Chef du service des études à la Commission des opérations de bourse

Le droit de la concurrence et le droit boursier accordent l'un et l'autre une place centrale à la notion d'information. Il n'y a là rien d'étonnant. Si ces deux branches du droit se sont développées séparément, elles sont également liées au fonctionnement des économies modernes : à la complexité croissante du marché des biens et services pour l'une ; à l'essor des marchés financiers pour l'autre. Le droit boursier et le droit de la concurrence ont la même préoccupation protectrice de l'utilisateur final, épargnant ou consommateur.

Au-delà de leurs finalités, ils reposent l'un et l'autre sur des présupposés théoriques identiques. Le bon fonctionnement des marchés et la concurrence entre les acteurs favorisent l'allocation optimale des ressources ainsi qu'un traitement équitable des participants.

L'information sur les prix, quantités et nature des produits offerts ou demandés sur les marchés est une condition nécessaire à leur efficacité. Le marché n'est plus seulement le lieu physique où s'échange les biens, services ou produits financiers. C'est l'espace (éventuellement virtuel) sur lequel s'échangent les informations relatives aux offres et aux demandes. Cet espace doit être le plus large possible, les informations les plus précises doivent y circuler rapidement avec un minimum d'asymétries entre les participants afin que le processus de découverte du prix soit efficace.

Ces principes débouchent sur une notion centrale aussi bien en droit de la concurrence qu'en droit boursier : la trans-

parence. Elle doit s'imposer sur le marché des biens et services entre professionnels et consommateurs comme elle est essentielle sur les marchés financiers entre émetteurs et épargnants ou dans les relations entre l'intermédiaire et son client.

Toutefois, le droit boursier s'est développé indépendamment du droit de la concurrence et présente à l'égard de ce dernier un grand degré d'autonomie. Certaines préoccupations lui sont propres (éviter le risque de système, assurer que les actionnaires puissent exercer effectivement leurs pouvoirs, etc.). Les notions mêmes d'information et de transparence présentent dans le droit boursier des aspects spécifiques. Sans doute convient-il d'être prudent lorsque l'on évoque la spécificité d'un secteur au regard du droit commun de la concurrence. Le plus souvent, il s'agit, aux côtés des arguments relatifs au caractère stratégique de l'activité ou au secret des affaires, d'une dialectique habile visant à échapper aux contraintes de la compétition. Il n'en demeure pas moins que le droit boursier, en matière d'information et de transparence, met l'accent, davantage que celui de la concurrence, sur trois caractéristiques fortes :

— l'égalité dans l'accès à l'information comme dans son utilisation constitue une exigence impérative en droit boursier ;

— le rythme des marchés financiers impose des contraintes spécifiques relatives au moment de la diffusion d'informations ;

— une importance particulière est accordée à l'information sur les risques encourus par les épargnants.

I. Le droit boursier privilégie l'égalité de traitement des investisseurs

Alors que le droit de la concurrence et le droit de la consommation recherchent la meilleure information possible du plus grand nombre de participants, le droit boursier a une exigence particulière quant à l'égalité des investisseurs face à cette information.

Cette exigence d'accès égalitaire à l'information et d'utilisation égalitaire de l'information est à la base de la régulation des marchés boursiers. Il ne s'agit pas seulement d'une exigence morale mais aussi d'un impératif d'efficacité des marchés. L'allocation optimale des placements dans le plan rendement-risque suppose qu'aucun investisseur ne puisse profiter de la même rentabilité que les autres à un moindre risque du fait d'une information qu'il serait seul à posséder.

Cette préoccupation est centrale à tous les délits boursiers, qu'il s'agisse des délits d'initiés, de recel d'initiés, d'information fautive ou trompeuse ou de manipulation de cours.

Le comportement d'initié, par exemple, relève d'un délit pénal en vertu du principe que l'information pertinente doit être partagée par tous. En l'occurrence, un initié dispose d'une information privilégiée en raison de sa fonction ou en raison de

l'exercice de sa profession. Constitue également un délit le fait de communiquer une information privilégiée sans en être nécessairement l'utilisateur. Ce délit est d'apparition récente (à la suite de l'affaire Péchiney). L'informateur comme l'initié peuvent être poursuivis.

Le pendant du délit d'initié est le délit d'information fautive ou trompeuse et consiste à propager une information fautive pour influencer d'autres investisseurs. Il suppose qu'il y ait diffusion de l'information dans le public, qu'il y ait un élément intentionnel. Le délit existe quel que soit le résultat de la manœuvre. L'élément intentionnel est donc central dans la caractérisation d'un délit d'information fautive ou trompeuse. Dans le même ordre d'idée, le délit de manipulation de cours peut être analysé comme une déformation volontaire par un intervenant de l'information donnée par le système de prix à l'ensemble des offreurs et demandeurs sur le marché.

II. Dimension temporelle de la diffusion de l'information en matière boursière

En matière d'information, il importe, sur les marchés financiers plus que sur les marchés de biens et services, de cerner à quel moment l'information est diffusée. Le délai qui s'instaure entre la naissance de l'information et sa diffusion dans le public est fondamental : il est souhaitable que ce délai soit réduit au minimum puisque le risque d'une utilisation abusive d'une information privilégiée en dépend. Il est

demandé aux émetteurs de ne pas diffuser l'information pendant les heures d'ouverture des marchés. Cette réglementation date cependant de l'époque où les marchés n'étaient pas accessibles 24 heures sur 24, tout autour de la planète, et peut poser des problèmes concrets.

Ensuite, il y a une obligation de diffusion diligente de l'information pertinente (c'est-à-dire susceptible d'avoir un impact significatif sur les cours de bourse) dans des délais brefs. Lorsque les sociétés sont dans un processus de négociation à caractère stratégique avec d'autres partenaires, les dirigeants d'entreprise doivent alors apprécier eux-mêmes les chances de succès des négociations en cours et leurs capacités à tenir le secret. Dans une telle situation, les décisions relatives à la diffusion de l'information appartiennent aux dirigeants d'entreprise.

La dimension temporelle de la diffusion d'information constitue le deuxième point important qui différencie le droit boursier du droit de la concurrence, en raison de la vitesse de fonctionnement et des modes d'ajustement des marchés financiers.

III. L'information orientée sur les risques en droit boursier

L'information sur les marchés financiers est essentiellement une information sur les risques. Le droit boursier ne vise pas à supprimer le risque ; un acte boursier suppose de se situer dans un plan rendement-risque et il serait dangereux que le droit (fiscal ou boursier) incite les épargnants à con-

voiter les produits les moins risqués. Il est même souhaitable que la majorité des placements se dirige, dans une économie comme l'économie française, vers les produits les plus volatiles aux rendements les plus élevés mais nécessitant un horizon de gestion long (les actions).

L'objectif du droit boursier n'est pas la réduction du risque mais de fournir une bonne information sur les risques. En ce sens, la classification des O.P.C.V.M. et des produits d'épargne collective tient compte de la nature du risque. Mais il existe aussi une obligation d'informer les clients sur les risques de la part des intermédiaires (règlement de l'autorité professionnelle des marchés financiers) et une obligation, sur les marchés dérivés proprement dits, d'information par l'intermédiaire de tout intervenant non professionnel sur la nature spécifique des produits (remise à l'investisseur d'une note d'information décrivant le marché, ses produits et les risques associés).

*

* *

Le mode de diffusion de l'information est en train de changer très rapidement en raison du développement du réseau internet. Bien des éléments qui ont prévalu jusqu'à présent pourraient devenir obsolètes. Théoriquement, les règles existantes peuvent demeurer en l'état, mais il est évident que lorsque le vecteur de diffusion évolue fortement, la nature de la réglementation est appelée à en faire de même.

Le caractère public d'une information fait notamment partie des enjeux du débat : jusqu'à présent, on considé-



DÉBAT : LE RÔLE DE L'INFORMATION

Jacques-Philippe Gunther, avocat — L'idée selon laquelle le droit boursier, à l'inverse du droit de la concurrence, mettrait davantage l'accent sur l'obligation d'information des investisseurs, a été fortement développée ce matin. Je pense que l'on peut se demander si le droit de la concurrence ne dispose pas d'éléments ou de concepts permettant d'appréhender l'asymétrie dans le degré d'information. Le concept de pratiques discriminatoires, dans la mesure où certaines informations ne seraient pas portées à la connaissance de tous les opérateurs, ne peut-il pas être utilisé de la même façon qu'en droit boursier ? Ne pourrait-on pas considérer que les ententes révèlent des comportements de détention et de camouflage d'informations privilégiées ? En définitive, considérez-vous qu'il existe une obligation d'information des marchés, quels qu'ils soient ? Pour le marché de la cession des droits en matière audiovisuelle, par exemple, ou pour le marché de la cession des droits sportifs, considérez-vous que l'obligation d'information est illimitée et doit copier les pratiques qui existent en matière de droit boursier ? Est-ce que le degré d'information varie selon que l'entreprise occupe une position dominante ou non ?

Christian de Boissieu — Je ne suis pas juriste et laisserai donc d'autres intervenants réagir à vos propos. Pour ma part, j'estime que votre question est une réponse. Vous suggérez que l'on donne autant de place aux variables d'information dans le droit de la concurrence que l'on en donne dans le droit boursier. En tant qu'économiste, cette approche me paraît normale. Pour autant, je me demande quels seraient les moyens d'intégrer dans le droit national ou européen de la concurrence les questions liées à l'information. Est-ce que le terme information figure dans les articles 85 et 86 du Traité de Rome ? Je ne crois pas. Par quels arguments et raisonnements juridiques peut-on intégrer des considérations d'asymétrie d'information ? Nous pouvons penser, comme vous l'avez suggéré, qu'une situation de monopole recouvre un monopole sur l'information. Votre démarche consistant à rapprocher des droits que nous avons peut-être présentés comme différents ce matin me semble en tout cas très intéressante. N'étant pas juriste, je demande aux spécialistes en la matière de préciser par quels arguments nous pourrions évoluer vers cette proposition.

Marie-Anne Frison-Roche — Nous n'avons pas abordé ce matin l'analogie entre le détenteur d'une information privilégiée dans le cadre d'un délit d'initié et l'abus de position dominante. Elle me semble trop faible pour présenter un intérêt. Je pense qu'il convient de se référer aux principes. Comme l'avait dit le professeur Blaise, un droit des marchés et des biens et services n'a pas vocation à être transparent à l'intérieur du droit de la concurrence. L'information détenue, le savoir-faire, la propriété industrielle, constituent des éléments décisifs de la compétitivité qui justifient qu'ils ne soient pas transmis au marché. La situation est tout autre pour le marché financier qui est un marché d'information. La distinction est plus ardue concernant des marchés régulés comme ceux des télécommunications ou de l'électricité ; les effets de réseaux imposent des obligations de transparence aux opérateurs historiques ou aux gestionnaires du réseau pour les questions d'accès au réseau. S'il est possible de repérer les phénomènes de réseaux sur le marché des biens et services, il est concevable de définir des exigences de nécessité d'information pour assurer le bon fonctionnement du marché. Dans un marché concurrentiel, ce que n'est pas vraiment un marché de réseau, il n'est pas concevable de déposséder quelqu'un de ce qui est sa valeur première sans compensations. Je ne pense pas que le droit s'oriente dans ce sens.

Maurice Nussenbaum — Je répète qu'il est très important de distinguer l'information diffusée verticalement entre producteurs et consommateurs, souhaitable parce qu'elle réduit au niveau collectif les coûts de recherche, de l'information diffusée horizontalement et qui conduit à des risques de collusion entre concurrents.



Alain Bienaymé, professeur d'économie à l'Université Paris-Dauphine — Il me semble que la finalité et l'enjeu du droit de la concurrence, à la différence du droit boursier, reposent sur une volonté de développement du marché en terme d'activité par le biais de la protection du bon fonctionnement du marché. Par la force des choses, la protection des consommateurs est devenue un peu accessoire, d'autant que le droit de la consommation s'exerce de manière autonome pour assurer l'égalité entre consommateurs. Je constate ensuite que le droit boursier concerne des entreprises dont l'identité, voire la nationalité, sont susceptibles de changer à la faveur d'un changement de majorité de contrôle. Cela marque, je crois, la spécificité de ce droit. L'enjeu prioritaire est la protection des actionnaires, et je fais remarquer que la qualité d'actionnaire n'est pas obligatoire : il est normal que les expositions au risque ne soient pas les mêmes que pour les consommateurs.

Jean-Louis Fourgoux, avocat — Pour revenir sur les propos de mon confrère Gunther, je considère que le droit de la concurrence a déjà abordé la gestion de l'information. L'ordonnance du 1^{er} décembre 1986 impose une certaine transparence et une égalité entre les opérateurs face à l'information. Dans le titre IV de l'ordonnance, tout un chapitre concerne l'accès équitable à l'information et définit l'obligation de diffusion des barèmes et des conditions générales de vente. A cette information sur les prix et sur le fonctionnement du marché s'ajoutent les règles d'égalité de traitement qui interdisent les pratiques discriminatoires. Le Conseil a également estimé qu'une opacité entretenue par des opérateurs sur les conditions financières et sur la réalité du marché pouvait tomber sous le coup de l'article 7 et de l'entente, notamment dans sa décision concernant le secteur de la publicité.

Marie-Anne Frison-Roche — Mais est-il identique de sanctionner une opacité organisée concernant des éléments qui sont spontanément disponibles et d'exiger des mécanismes de transparence et des missions spontanées d'information ? Le droit de la concurrence est un droit pragmatique qui a pour vertu de se saisir de toutes les pratiques malicieuses des opérateurs. Par exemple, en présence d'un marché où existent des mécanismes d'ententes visant à priver les annonceurs d'instruments de comparaisons des offres, le droit des ententes peut énoncer des sanctions. Faut-il pour autant en déduire que les opérateurs devront désormais être totalement transparents ? Il y aurait là un contresens. Mais s'il est vrai que le droit a actuellement tendance à se focaliser sur la notion de transparence, il faut se méfier de toute généralisation. La décision que vous avez évoquée est justifiée en l'espèce, mais elle ne peut servir de base à un nouveau statut de l'information en droit de la concurrence.

Maurice Nussenbaum — Les deux types de marché sont de nature différente. Les marchés de biens et services seront toujours des marchés imparfaits, alors que les produits financiers peuvent aboutir à une unicité des prix, facteur de création de richesses. En l'occurrence, le prix unique se construit en fonction d'une information donnée à un moment donné. Il ne serait pas acceptable que le prix puisse varier du fait que l'information ne soit pas fournie à tout le monde au même moment.

Noël Diricq, Direction générale de la concurrence — Je souhaiterais émettre une suggestion susceptible de synthétiser les positions qui viennent d'être présentées. Marie-Anne Frison-Roche a exposé une position fondamentale qui résulte d'une pratique ancienne. A mon avis, la transparence absolue n'est pas un concept essentiel pour la concurrence. En effet, une concurrence absolue peut être nuisible au fonctionnement de l'économie. La jurisprudence introduit des éléments relatifs à l'information et à la transparence. Les points communs tiennent au fait que le droit de la concurrence et les droits qui gravitent autour touchent à la notion d'égalité, laquelle en appelle aux concepts de transparence et d'information. En matière de concurrence, les textes évoquent cette dimension dans le titre IV relatif à la loyauté de la concurrence, mais aussi dans les textes relatifs aux marchés publics ou dans les marchés de régulation, pour lesquels les autorités essaient de rétablir une égalité entre les opérateurs histo-

riques dominants et les nouveaux entrants. Je crois que c'est le principe d'égalité qui rend nécessaire une réglementation sur l'information.

Claude Lucas de Leyssac — Je pense qu'il convient également de distinguer les impératifs de transparence en fonction des différents stades économiques. Au niveau de la consommation finale, les impératifs ne sont pas les mêmes que ceux devant être instaurés au niveau intermédiaire. Lorsque le consommateur est en cause, il paraît légitime de lui fournir autant d'informations qu'il peut en assimiler. A l'inverse, au stade intermédiaire, la théorie économique enseigne qu'une trop grande transparence est néfaste à la concurrence par des phénomènes d'alignement qui cassent le ressort de l'effort concurrentiel en supprimant la récompense. Si cette distinction est utile, elle est difficile à mettre en œuvre en matière boursière puisqu'il est impossible de désigner sans ambiguïté le stade final et le stade intermédiaire.

Jean Mathieu Cot — En droit de la concurrence, la circulation d'informations est généralement considérée comme négative lorsque le marché est de structure oligopolistique. Dans le domaine boursier, les opérateurs sont des grandes entreprises, qui fonctionnent souvent sur des marchés oligopolistiques. Pourtant, on nous dit qu'une grande circulation de l'information est nécessaire. Cette contradiction apparente s'explique peut-être par la notion de marché pertinent, puisque le raisonnement basé sur la concurrence entre les différentes places boursières n'est pas retenu en droit de la concurrence. Peut-être aussi la nature de l'information à considérer est spécifique, les informations intrinsèques à une entreprise ne s'apparentant pas à de l'information destinée à encourager des phénomènes de collusion.

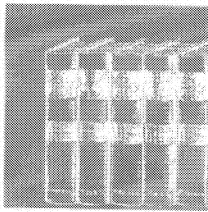
Christian de Boissieu — Pour préciser la notion de marché pertinent en liaison avec le droit de la concurrence, le cas des concentrations bancaires est intéressant. Si l'on admettait — ce que je conteste — que les parts de marché permettent de mesurer le caractère concurrentiel d'un secteur, il est clair que la notion de marché pertinent devient fondamentale au niveau européen. Un exemple : le Crédit Agricole représente 20 % du marché français, 3 % du marché européen et 0,3 % du marché mondial. Quel est alors le marché pertinent ? La réponse est complexe et dépend du métier ou de l'activité. Pour certaines activités, le marché pertinent est le marché local ; pour celles qui relèvent du champ de la globalisation, le marché pertinent est constitué par la zone mondiale. Le droit de la concurrence bancaire devra préciser ses positions parce que le phénomène de concentration va se poursuivre. Et la notion de marché pertinent sera essentielle dans l'application du droit de la concurrence.

Pour autant, les parts de marché ne constituent qu'une partie de l'information. Je ne pense pas qu'il y ait une relation linéaire entre le degré de concentration d'un marché et le mode de fonctionnement d'un marché. Les études économiques montrent que la concurrence sur des marchés relativement concentrés peut être, dans certains cas, plus forte que sur des marchés fortement concurrentiels : les marchés à concurrence pure et parfaite ne sont pas nécessairement les plus concurrentiels, pour peu que l'on entende le terme concurrence comme processus et non comme état. Ainsi, sur le marché automobile, la concentration ne réduit pas la concurrence. Pour ma part, je n'accepte pas l'idée selon laquelle plus un marché est concentré, moins il y a de concurrence et moins l'information diffusée a d'importance. La relation est beaucoup plus complexe et fait intervenir la notion de contestabilité, notion utilisée par les économistes industriels pour mesurer la concurrence effective d'un marché. Les difficultés résultent du fait que la contestabilité est essentiellement appréciée à l'aide des concepts de barrières à l'entrée et de conditions de sorties. Un marché contestable est un marché sur lequel les derniers arrivés n'ont pas de handicaps de coûts par rapport aux opérateurs installés (notamment en matière d'information), et que les opérateurs peuvent quitter pour un coût faible. Il est donc possible à la limite qu'un marché occupé par un monopole soit parfaitement contestable et il ne faut pas établir de relations univoques entre le nombre d'opérateurs et les caractéristiques d'un marché.

Maurice Nussenbaum — J'ajoute qu'il ne faut pas confondre les marchés boursiers et les marchés de services financiers. Le droit de la concurrence doit s'appliquer aux banques en tant que fournisseurs de services financiers. Il a d'ailleurs déjà traité du problème des cartes bancaires, il y a quelques années, sans considérer qu'il s'agissait d'une exception financière. Le marché boursier connaît une concurrence, d'une part entre marchés organisés et entre places financières (M.A.T.I.F., D.T.B., L.I.F.E., etc.), d'autre part entre les intermédiaires qui évoluent sur chacun des marchés. Depuis trente ans aux Etats-Unis, ce deuxième aspect a donné lieu à des débats sur l'existence des systèmes de commissions fixes, puis proportionnelles ; aujourd'hui, il est question de l'efficacité de la procédure d'intervention directe des investisseurs sans recourir aux services des sociétés d'investissement : il semble que cette évolution ait permis d'améliorer la liquidité et les volumes échangés sur le Nasdaq. Ainsi, je pense qu'il faut définir avec précision le champ de la concurrence qui est analysé.

Marie-Anne Frison-Roche — Il est vrai que toute information fournie au marché bénéficie aux concurrents. De plus, les exigences du marché ne portent pas uniquement sur des éléments comptables et financiers, mais aussi sur des précisions en termes de projets industriels. De la même façon que Alain Bienaymé a dit que l'on est obligé d'être consommateur, mais jamais actionnaire, je pense que les opérateurs sont obligés d'avoir des activités de marché dans le domaine des biens et services, mais qu'ils ne sont pas obligés de recourir à la cotation. Une entreprise qui choisit de faire appel à l'apport financier du marché doit être consciente qu'elle abandonne ainsi un de ses biens précieux qui est l'information. Les arbitrages à réaliser sont importants. Les sociétés allemandes, qui font moins appel au financement de marché en raison du pouvoir des banques, sont plus en mesure de conserver l'information, ce qui constitue un avantage extrême dans la compétition sur le marché des biens et services.

Jean Mathieu Cot — En droit de la concurrence, lorsque le marché est oligopolistique, la circulation d'information engendre un risque comportemental de collusion. Dans le système de droit boursier, les grosses entreprises sont tenues de donner des informations ; cela m'amène à penser qu'il y a peut-être là un paradoxe.



O.P.A. ET CONTRÔLE DES CONCENTRATIONS : LA QUADRATURE DU CERCLE

LAURENT COHEN-TANUGI

Associé du cabinet Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton,
Membre des Barreaux de Paris et de New York

Le lancement d'une offre publique d'achat passible du contrôle des concentrations est potentiellement source de conflits, résultant des préoccupations différentes et potentiellement contradictoires de l'initiateur de l'offre et des deux ordres de régulation.

L'objectif de l'initiateur est en effet de prendre le contrôle de la société cible le plus rapidement possible afin d'éviter toute interférence. Celui des autorités boursières est essentiellement, dans le cadre des O.P.A., d'assurer le bon fonctionnement du marché dans la transparence, le respect de l'égalité des actionnaires et, le cas échéant, l'égalité des armes entre les entreprises lançant des offres publiques concurrentes. Enfin, l'objectif des autorités de la concurrence est de manière générale d'éviter la création ou le renforcement d'une position dominante sur le marché.

Ces préoccupations distinctes et dépourvues de hiérarchisation entre elles ouvrent la possibilité de conflits, de fond et de calendrier.

Aucun système juridique ne résout parfaitement ces problèmes. Je me limiterai à explorer les solutions françaises et américaines, Andrew White devant exposer le système britannique.

On raisonnera à partir du cas simple d'une O.P.A. sur une société cotée en France et relevant du contrôle des concentrations national ou communautaire, et, pour les Etats-Unis, d'une O.P.A. sur une société cotée aux Etats-Unis et soumise au contrôle des concentrations dans ce pays. Dans la réalité, les cotations multiples et surtout l'hypothèse de plusieurs procédures de contrôle des concentrations (par exemple en Europe et aux Etats-

Unis) sont néanmoins fréquentes.

I. La situation française : une faible interaction entre droit boursier et contrôle des concentra- tions

Si l'on se place dans la situation d'une entreprise qui envisage de lancer une O.P.A. sur une entreprise cotée en France, deux cas de figure sont possibles : l'opération relève du contrôle français des concentrations ou du contrôle communautaire. Dans les deux cas, on constate une relative absence de coordination entre le droit boursier français et le contrôle des concentrations.

Dans le cas d'une concentration de dimension purement nationale, l'ignorance réciproque entre le droit boursier français et le contrôle des concentrations est quasi totale, du moins dans les textes. La pratique peut toutefois être différente et témoigner d'un certain pragmatisme.

Le règlement communautaire des concentrations tente de prendre en compte la spécificité des O.P.A., sans toutefois résoudre le problème de fond.

A. La relative indifférence réciproque du droit boursier français et du contrôle français des concentra- tions

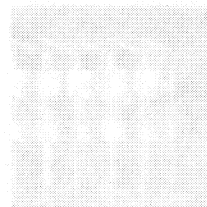
1. Le contrôle français des concentrations ne fait pas obstacle à la réalisation d'une O.P.A.

La législation française de la concurrence ne comporte pas de règles spécifiques aux O.P.A. Aucune procédure spéciale d'examen en cas d'offre publique n'est ainsi prévue par l'ordonnance de

1986. Je rappelle également que le contrôle français des concentrations s'effectue sur une base volontaire et ne soumet pas la réalisation d'une opération à autorisation préalable. En conséquence, les autorités boursières françaises ne prennent traditionnellement pas position sur les problèmes de concurrence qui peuvent se poser en France lorsqu'elles doivent apprécier la recevabilité d'une offre publique.

Notons que cela n'a pas toujours été le cas. Entre 1977 et 1985, le règlement de la Chambre syndicale des agents de change exigeait l'accord préalable de l'administration au titre du contrôle des concentrations. La Chambre syndicale ne pouvait considérer une offre comme recevable que lorsque le dossier qui lui était remis était complété par la preuve que la Commission de la concurrence ne serait pas saisie. Si le ministre de l'Economie saisissait la Commission de la concurrence, les cotations étaient suspendues. Cette procédure a joué une seule fois, dans le cas de l'O.P.A. de Sodexho sur Jacques Borel International (1). Cette contrainte a été supprimée en 1986 dans le but de dynamiser les marchés boursiers et financiers français. L'ancien règlement général de la Chambre syndicale des agents de change (arrêté du 11 mars 1986) a ainsi été amendé pour permettre qu'une offre publique puisse être déclarée recevable nonobstant l'existence d'une procédure de contrôle des concentrations. Après cette réforme, la seule disposition qui subsistait était l'information de la D.G.C.C.R.F. par la Société des Bourses Françaises (S.B.F.) après que le C.B.V. a été saisi d'un projet d'offre publique (2). Le nouveau règlement général du

(1) A la suite de la saisine de la Commission de la concurrence par le ministre de l'Economie, le projet d'offre de Sodexho fut suspendu par la Chambre syndicale des agents de change.
(2) Le Conseil des bourses de valeurs (C.B.V.) est aujourd'hui remplacé par le Conseil des marchés financiers (C.M.F.).



LAURENT COMBET-TANUCCI

Associé du cabinet Charry, Gauthier, Sion et Létourneau
Membre du Barreau de Paris et de New York

C.M.F. ne reprend d'ailleurs pas cette disposition.

Ce principe d'indifférence réciproque entre droit boursier français et contrôle des concentrations doit néanmoins être tempéré. En effet, si le droit boursier français ne tient pas compte, au titre de la recevabilité de l'offre, de la possibilité qu'une offre publique donne lieu à un examen au titre du contrôle des concentrations, les autorités boursières prennent en considération, pour arrêter le calendrier d'une offre, et notamment sa date d'ouverture, des spécificités de certains droits nationaux de la concurrence qui soumettent la réalisation d'une concentration à un régime d'autorisation préalable (comme c'est le cas par exemple en Allemagne, en Belgique, au Portugal ou en Irlande).

L'article 5.2.2 du règlement du C.M.F. dispose ainsi : « L'offre publique est ouverte après publication de la note d'information ayant reçu le visa de la Commission des opérations de bourse établie par l'initiateur et après réception par le conseil, le cas échéant, des autorisations préalables requises par la législation en vigueur ».

L'article 5.2.2, qui reprend pour l'essentiel le contenu de l'ancien article 5.2.9 du règlement général du C.B.V., ne concerne toutefois pas les offres qui peuvent entraîner une procédure de contrôle des concentrations en France, car celui-ci n'institue pas un régime d'autorisation préalable. En revanche, cet article peut trouver à s'appliquer dans le cas où une O.P.A. lancée sur une société cotée en France donne lieu à un contrôle des concentrations par une autorité étrangère (ce qui peut être le cas quand la société cible et/ou l'initiateur de l'O.P.A. ont des activités dans le pays étranger en question).

Ceci devrait normalement concerner également Bruxelles, mais, comme on le verra, le règlement communautaire sur les concentrations déroge au régime général d'autorisation préalable en cas d'O.P.A.

2. La déconnexion française entre droit boursier et contrôle des concentrations n'est pas sans inconvénient pour les initiateurs d'O.P.A.

Même si le contrôle des concentrations français ne suspend plus les procédures d'offre publique comme c'était le cas entre 1977 et 1985, il conserve tout d'abord un rôle perturbateur. En effet, si le ministre décide de saisir le Conseil de la concurrence pour examiner les effets de l'acquisition d'une société cotée par voie d'O.P.A., l'annonce de cette saisine peut faire planer un doute sur la faisabilité de l'opération et dissuader certains actionnaires de présenter leurs titres à l'offre.

Cet effet perturbateur peut se manifester dès la publication de la note d'information concernant l'offre. En effet, la note d'information établie et publiée par l'initiateur d'une offre (et dont le contenu est fixé par la C.O.B. qui doit apposer son visa sur la note avant qu'elle ne soit publiée) doit comporter, le cas échéant, des informations sur les procédures de contrôle des concentrations qui sont déclenchées par le lancement de l'O.P.A.

Cependant, à la différence de ce qui se passe aux Etats-Unis, ces informations sont généralement très laconiques et n'avertissent pas vraiment l'actionnaire des menaces éventuelles qu'une procédure de contrôle des concentrations pourrait faire peser sur l'opération : l'actionnaire est souvent simplement informé du dépôt d'une notification et des délais d'exa-

men par l'autorité de la concurrence compétente.

Beaucoup plus conséquent est l'impact de l'un des grands principes du droit boursier français, à savoir l'irrévocabilité de l'offre publique dès son dépôt. Il n'est pas permis en principe à l'initiateur de subordonner l'acquisition des titres dans le cadre d'une O.P.A. à l'autorisation de la concentration par les autorités de la concurrence. La procédure d'offre doit donc se dérouler comme si le droit de la concurrence ne constituait pas un obstacle.

En conséquence, l'initiateur d'une offre doit assumer le risque qu'une fois la procédure d'offre achevée et le contrôle de la cible acquis, le ministre lui enjoigne de ne pas donner suite à l'acquisition ou de se séparer de certains actifs essentiels de l'entreprise cible.

Il y a là de quoi décourager le lancement d'une O.P.A. si l'opération soulève des questions sérieuses de concurrence.

B. Le contrôle communautaire des concentrations tente de prendre en compte la spécificité des O.P.A., sans résoudre le problème du risque supporté par l'initiateur

Conscients de l'impératif de rapidité qui s'impose à l'initiateur d'une offre, les rédacteurs du règlement « Concentrations » ont choisi, par dérogation au régime général d'autorisation préalable des concentrations, de ne pas exiger la suspension de l'O.P.A. pendant la durée d'examen de l'opération. Le régime communautaire rejoint donc ici le droit français des concentrations.

Le règlement empêche simplement l'initiateur d'exercer les droits de vote attachés aux actions qu'il acquiert, et ce jusqu'au feu vert de la Com-

mission (lequel peut intervenir au bout d'un mois ou au bout de cinq mois si la phase II de la procédure de contrôle est ouverte). On a ainsi voulu éviter que l'initiateur de l'offre n'engage des changements irréversibles dans la société cible avant que la Commission ne se prononce définitivement.

Les difficultés subsistent néanmoins, liées au fait qu'une offre peut parfaitement être déclarée recevable, être ouverte et se terminer avant la décision finale de la Commission.

Si la décision de la Commission est négative (refus de l'opération) et que l'O.P.A. a lieu en France, les termes et les conditions de l'offre étant irrévocables dès le dépôt du projet d'offre (article 5.1.4 du règlement C.M.F. ; anciens articles 5.2.1 et 5.2.5 du règlement C.B.V.), l'initiateur ne peut en principe renoncer à l'acquisition des titres apportés à l'offre publique. Le refus de l'opération l'obligerait donc à céder les actions acquises lors de l'O.P.A. et ce, probablement, avec une décote assez considérable.

A ce jour, il ne s'agit que d'un cas d'école dans la mesure où, sur la dizaine de décisions d'interdiction intervenues depuis l'entrée en vigueur du règlement « Concentrations » en 1990, on ne dénombre aucune décision relative à une O.P.A.

En revanche, il est arrivé à la Commission d'autoriser certaines acquisitions par voie d'O.P.A. en assortissant son autorisation de conditions et charges souvent très contraignantes, notamment dans les affaires Accor/Wagons-Lits et surtout Nestlé-Perrier (3).

Dans cette affaire, la Commission s'est efforcée de créer une nouvelle entité concurrentielle sur le marché français des eaux embouteillées « susceptible de limiter la puissance de Nestlé et de

B.S.N. » et « de contrebalancer la position dominante duopolistique qui serait autrement créée par la concentration et la vente de Volvic à B.S.N. », à travers des engagements de cession de marques et de gel de l'intégration des structures opérationnelles, perçus comme excessifs, voire interventionnistes. A titre d'exemple, le groupe Nestlé a estimé que les contraintes de négociation résultant de la décision de la Commission (délais, désignation des marques à revendre, qualités de l'acheteur) lui ont coûté entre 150 et 200 millions de francs.

On comprend bien qu'en imposant des aménagements aussi significatifs, la Commission peut retirer à l'opération une grande part de son intérêt pour l'initiateur de l'offre. Dans cette hypothèse, l'initiateur ne peut pas, en France, renoncer à acquérir les titres apportés à son offre, quand bien même la cible « amputée » par la Commission — ne l'intéresserait plus.

L'article 13 de la première proposition de directive communautaire sur les O.P.A. (de 1989, modifiée en 1990) prévoyait la faculté de retirer ou de déclarer nulle une offre en cas de défaut d'autorisation de l'opération par les autorités chargées de la concurrence.

Cette première proposition de directive était assez ambitieuse et aurait pu permettre une généralisation de la « conditionnalité » des offres publiques. Au vu des divergences de philosophies nationales en matière d'O.P.A., cette proposition a été abandonnée au profit d'une seconde proposition (de 1996, modifiée en 1997), qui se contente d'énoncer les grands principes que les réglementations nationales en matière d'O.P.A. doivent s'efforcer de respecter.

II. Les solutions étrangères pour mieux coordonner le droit boursier et le droit des concentrations

Dans certains systèmes juridiques, le droit boursier et le contrôle des concentrations sont mieux coordonnés qu'en France. C'est notamment le cas du Royaume-Uni et des Etats-Unis, pays précurseurs en matière d'O.P.A. et où les autorités de régulation (des marchés financiers et de la concurrence) ont une pratique déjà ancienne.

1. Andrew White vous parlera du système britannique beaucoup mieux que je ne saurais le faire. Disons simplement que les règles britanniques s'efforcent d'éviter un conflit frontal entre O.P.A. et contrôle des concentrations, principalement au moyen de quatre mécanismes :

— La procédure de *confidential guidance*, qui permet aux initiateurs d'O.P.A. de prendre de manière informelle et confidentielle l'avis des autorités de la concurrence britanniques, notamment sur l'éventualité d'une saisie de la *Mergers and Monopoly Commission* (M.M.C.). Cet avis ne lie toutefois pas les autorités et est émis sous réserve de la consultation des tiers intéressés ;

— L'effort du droit anglais pour faire coïncider autant que possible les calendriers d'O.P.A. et de contrôle des concentrations ;

— Le principe de l'extinction de l'offre en cas de saisie de la M.M.C. ou d'ouverture d'une phase 2 par la Commission européenne ;

— Le pragmatisme des autorités de régulation boursières, lié au caractère de simple « code de bonne pratique » des règles de la *City* en matière d'O.P.A.

(3) Décision du 22 juillet 1992.

2. Les règles américaines relèvent d'une inspiration similaire.

Je n'évoquerai pas les législations boursières des Etats, qui peuvent se révéler un obstacle beaucoup plus sérieux aux O.P.A. que le droit antitrust fédéral.

Aux Etats-Unis, la loi fédérale *Hart-Scott-Rodino* relative au contrôle des concentrations (4) prévoit, d'une part, que les titres apportés à l'offre ne peuvent être acquis tant que dure l'examen de l'opération par les autorités de la concurrence et autorise, d'autre part, un raccourcissement des délais d'examen en cas d'O.P.A.

La première phase de l'examen dure ainsi 15 jours pour une O.P.A. au lieu de 30 pour une acquisition normale, et la seconde phase dure 10 jours (à compter de la réception des informations complémentaires demandées) au lieu de 20. Cette réduction des délais d'examen est une spécificité américaine qui permet souvent (mais pas toujours) à l'initiateur d'obtenir le feu vert des autorités de la concurrence avant la clôture de son offre.

L'avantage que présente la réduction des délais d'examen pour l'initiateur de l'offre est toutefois réduit par deux handicaps majeurs qui découlent de la législation boursière fédérale américaine (*William Act*) :

— Les règles de *disclosure* : le *Williams Act* impose à l'initiateur de l'offre de publier une note d'information dans laquelle doivent être détaillés tous les problèmes d'ordre réglementaire, notamment les problèmes de concurrence que peut soulever l'offre si elle réussit. Les règles américaines de *disclosure* sont plus contraignantes que les règles établies par la C.O.B. sur le

contenu des notes d'information. Ainsi, si l'initiateur peut raisonnablement s'attendre à ce que les autorités antitrust fassent une *second request* (demande d'informations complémentaires) et engagent ainsi la seconde phase de la procédure de contrôle, il doit en informer les actionnaires. De telles informations peuvent avoir pour effet d'inquiéter les actionnaires susceptibles d'apporter leurs actions à l'offre ;

— La règle des 60 jours : pendant l'examen d'une opération par les autorités américaines de la concurrence, les actionnaires peuvent apporter leurs actions à l'offre, mais l'initiateur de l'offre ne peut les acquérir ; or, la législation boursière américaine dispose que si les actions apportées à l'offre ne sont pas acquises par l'initiateur de l'offre dans un délai de 60 jours à compter de l'apport — alors même que l'offre publique est close —, l'actionnaire qui avait décidé d'apporter ses actions à l'offre recouvre sa liberté ; cette règle constitue une réelle menace pour le succès d'une offre posant des problèmes de concurrence.

Conclusion

Du point de vue de l'initiateur de l'offre, il est clair que la voie de l'O.P.A. est un pari hasardeux, sinon exclu, lorsque l'opération pose des problèmes sérieux au regard du contrôle des concentrations. Dans une telle hypothèse, le système français fait assumer à l'initiateur un risque susceptible de le faire renoncer à l'opération, tandis que les dispositifs américain et britannique se bornent à rendre la réussite de l'O.P.A. plus aléatoire.

Dans le cas d'une opération relativement bénigne du point de vue du contrôle des concentrations, les disposi-

tifs américain et britannique s'efforcent même de faire coïncider les calendriers afin de favoriser la réussite de l'O.P.A.

Vu sous un autre angle, le système français garantit le maximum d'efficacité à l'initiateur prêt à assumer le risque de concurrence et le place en position de force dans la négociation avec les autorités de concurrence : c'est un peu le système du « tout ou rien ».

Alors, qui doit s'adapter ?

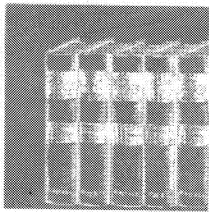
Les autorités de la concurrence montreront sans doute du doigt le principe d'irrévocabilité des offres, en plaidant pour la possibilité de subordonner la réalisation de l'offre à leur feu vert. Les autorités boursières, quant à elles, considéreront que les aménagements doivent provenir du droit de la concurrence qui, après tout, est à l'origine du problème. De ce point de vue, trois aménagements du système français mériteraient d'être étudiés :

— L'officialisation d'une procédure de consultation informelle et strictement confidentielle, notamment sur l'éventualité d'une saisine du Conseil de la concurrence par le ministre, à l'image de la procédure de *confidential guidance* britannique, en vue de réduire le risque pris par l'initiateur dans le système actuel ;

— Une réduction des délais d'examen des opérations de concentration en cas d'O.P.A. ;

— Le cas échéant, mais ce point est plus délicat, le passage à un régime d'autorisation préalable des opérations de concentrations en cas d'O.P.A., qui contraindrait alors les autorités boursières à prendre en compte les problèmes de concurrence dans leur gestion du calendrier des opérations.

(4) Aux Etats-Unis, le contrôle des concentrations est régi par le *Hart-Scott-Rodino Improvements Act* de 1976 dont le rôle est de faciliter sur le plan procédural la mise en œuvre de l'article 7 du *Clayton Act*, qui dispose que toute opération de concentration de nature à restreindre de façon substantielle la concurrence ou à créer un monopole est illégale et peut faire l'objet d'une interdiction.



LES RAPPORTS ET COOPÉRATIONS ENTRE AUTORITÉS DE RÉGULATION CONCURRENTIELLE ET FINANCIÈRE

MARIE-JOSÈPHE VANEL

Secrétaire général adjoint du Conseil des marchés financiers

Vous ne m'avez guère laissée matière à discuter puisque vous venez de présenter les avantages et inconvénients de telle et telle solution ainsi que les raisons pour lesquelles le système ne prévoit pas de relations expresses entre les autorités de régulation et les autorités de concentration.

Evolution de la réglementation relative aux offres publiques

Je crois que la volonté du régulateur boursier n'a jamais été d'ignorer l'existence des droits parallèles. De 1970 à 1986, les offres publiques étaient soumises à un droit de veto du ministre des Finances. En 1986, dans un climat général de dérégulation des marchés, la soumission à l'autorisation ministérielle a été supprimée, tout comme l'obligation de saisir la Direction de la concurrence, qui étudiait jusqu'alors le dossier d'offre pour déterminer s'il y avait un sujet de saisine de la Commission de la concurrence.

L'affaire liée à l'O.P.A. sur Jacques Borel de 1982 a été le déclencheur de l'évolution ultérieure. Dans ce cas, le problème n'était pas lié à un problème de recevabilité. En juin 1982, Novotel a lancé une offre plutôt amicale sur Jacques Borel et Sodexho est intervenue en juillet avec une offre concurrente qui a été acceptée et déclarée ouverte. Sur ces bases, l'intervention de la Commission de la concurrence a eu pour conséquence de suspendre le déroulement de l'offre jusqu'à obtention de l'autorisation. Saisie au mois de

juillet, elle a délibéré, compte tenu du contexte, d'une façon très rapide puisqu'elle avait rendu sa décision à la fin du mois de septembre, en dépit de la période de vacances estivales. Les autorités de la concurrence et les autorités boursières, du fait de la rédaction du règlement de la compagnie des agents de change en matière d'offres publiques, ont agi pour que les choses s'harmonisent au mieux. Mais les actions menées par la Commission de la concurrence et par la Compagnie des agents de change n'avaient pas pour but d'instaurer un obstacle à la recevabilité. C'est au contraire un obstacle à la mise en place et à la clôture de l'offre publique qui était visé. On retrouve ce verrou dans de nombreuses législations actuelles. C'est l'ouverture d'une offre, et non la recevabilité du projet, qui est examinée avec toutes ses attributions : son prix, les parités d'échange, le genre de titres remis, le seuil de renonciation envisagé et d'éventuelles autres conditions suspensives. L'évolution constatée en 1986 est essentiellement liée aux conclusions du dossier Jacques Borel. Je pense que si les textes en matière de concurrence réclamaient une autorisation préalable en matière d'offre publique, il est évident que les législations boursières en vigueur en tiendraient compte.

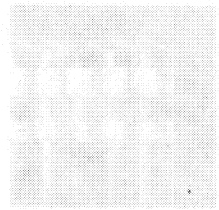
De 1986 à 1998, le règlement de la compagnie des agents de change, remplacé, en 1989, par la C.B.V., prévoyait une information de la D.G.C.C.R.F. en même temps qu'une information du Trésor, pour tout dépôt d'une offre publique. Je reconnais que la S.B.F. n'a jamais été

très rigoureuse pour informer la D.G.C.C.R.F., mais c'est parce que le ministre de l'Economie et des Finances, informé du dépôt, est représenté au C.B.V. par un commissaire du gouvernement. Pour les dossiers posant des problèmes particuliers, nous veillons à ce que le Trésor transmette les informations à la Commission de la concurrence.

Notre souci est d'éviter un cumul de procédures distinctes lors de phases initiales de simple information, cumul qui n'est d'ailleurs pas expressément prévu par nos réglementations respectives.

La situation du marché français des offres publiques

Le marché des offres publiques en France est encore limité comparative-ment au marché britannique de prises de contrôles. L'an dernier, le C.M.F. a examiné 123 offres publiques contre 125 en 1997. Sur ces 123 offres, 59 concernaient des opérations faites par des actionnaires détenant déjà le contrôle, soit parce que majoritaires et faisant des offres simplifiées, soit parce que largement majoritaires à 95 % et recourant à des offres publiques avec un retrait obligatoire (*squeeze out*) simultané. En 1998, on a recensé 11 offres simplifiées, 3 offres de retrait et 45 offres de retrait suivies d'un retrait obligatoire. Dans ces procédures, le problème de concurrence et de droit des concentrations ne se pose pas. Si j'élimine aussi les offres d'achat de leurs propres actions par les sociétés, au nombre de 5, il ne reste



MARKET JOSEPH VAREL

2002-2003, le directeur général adjoint du Conseil des marchés financiers

que 59 opérations de prises de contrôle.

Notre système est tel que ces opérations de prise de contrôle peuvent suivre deux types de procédures. L'une, plus allégée que l'autre, a la faveur des intervenants en raison de la configuration du capital des sociétés cotées. Elle permet de se placer dans une situation de prise de contrôle en acquérant une participation significative dans la société. L'acquisition d'un bloc qui confère la majorité en capital ou en droit de vote permet de bénéficier d'une procédure qui s'appelle la garantie de cours, et qui consiste à acheter au même prix que le cours du prix du bloc pendant une période d'au moins dix jours de bourse. Ces garanties de cours ont concerné, en 1998, 44 des 59 opérations de prises de contrôle.

La configuration des sociétés cotées à valeur moyenne fait que la majorité de leur capital et de leur droit de vote continue d'appartenir au groupe fondateur. Dans ce cadre, et donc pour ces 44 garanties de cours, les parties ont toute latitude pour régler leurs problèmes au titre du droit de la concurrence ou du droit des concentrations avant l'acquisition du bloc. L'acquéreur du bloc qui va mettre en œuvre la garantie de cours peut introduire toutes les conditions possibles dans le contrat, sans que le règlement du C.M.F. ne lui interdise. Il peut notamment conditionner son offre à la réalisation d'un audit, à l'octroi d'une garantie d'actif et de passif, à des autorisations diverses et variées en France et à l'étranger. Dans ces 44 opérations, la question de concurrence est pratiquement systématiquement

réglée sans problèmes avant l'acquisition du bloc.

Il ne reste donc en 1998 que 15 véritables opérations de prises de contrôle. Par le passé, en cas d'offres dites amicales (concertées ou sollicitées), peu de litiges sont apparus entre les parties du fait du droit de la concurrence.

En cas d'offre inamicale en revanche, les contentieux peuvent constituer un moyen de défense pour la société cible. A la lumière des quelques exemples dont nous disposons, les parties doivent assumer cette responsabilité. Dans le cas de Perrier, Nestlé avait coopéré avec B.S.N. pour anticiper les problèmes susceptibles d'apparaître. Dans l'affaire Auchan-Docks de France, le groupe Auchan a entrepris des démarches auprès des autorités concernées et a pu, par anticipation, se conformer aux exigences qui lui ont été demandées.

Je noterais enfin que les initiateurs et les banques présentatrices s'entourent systématiquement d'avocats lorsqu'elles présentent un dossier. Certains sont très spécialisés en droit de la concurrence et maîtrisent toutes les ficelles des législations françaises et étrangères.

En matière d'irrévocabilité d'offre, le système français est assez restrictif. Il existe très peu de conditions suspensives aux offres ouvertes par rapport à ce qui peut avoir cours dans les pays anglosaxons. Le marché est finalement maître du jeu, si ce n'est que la loi a confié au C.M.F. le soin de réguler les offres publiques de manière à assurer l'égalité entre actionnaires et la transparence du marché.

Limites des analogies entre droit boursier et droit de la concurrence

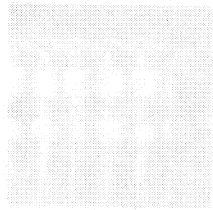
Pour dépasser l'aspect pragmatique de mon exposé, je tiens à faire remarquer que le droit des offres publiques n'est qu'une partie du droit financier. Ce dernier est confronté à un problème de distinction entre les concepts de contrôle et ceux de concert. Je souligne que la question est déjà très compliquée avant même la prise en compte des notions de droit de la concurrence. Une loi de 1966 définit le contrôle dans l'article 355.1, mais méconnaît le concept de concert.

Cette même loi définit par ailleurs les critères de consolidation, mais ne reprend pas les mêmes critères que ceux définis dans l'article 355.1. Cela engendre des situations pour lesquelles une consolidation par intégration globale peut ne pas conduire à un contrôle de fait de la société.

Je pense qu'il conviendrait d'harmoniser le droit des sociétés et le droit comptable avant de modifier le droit boursier.

En droit boursier, ce n'est pas l'acquisition du contrôle qui détermine l'obligation d'offre publique. L'acquisition d'un bloc de 50 % par garantie de cours est un cas spécifique. Pour le reste, le seuil d'une offre publique est du tiers du capital ou des droits de vote. Mais ce seuil n'est pas un seuil de contrôle.

C'est donc la perspective d'une prise de contrôle latente et rapide qui est sanctionnée par l'offre publique, et non l'acquisition ferme du contrôle. La notion de concert n'intervient pas, sauf



ANDREW WHITE

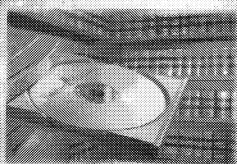
exception, dans le contrôle. La directive des franchise-ments de seuils donne une définition de la notion de concert : « exercice concerté des droits de vote pour la mise en œuvre d'une politi-que commune » ; la loi fran-çaise va plus loin et parle « d'accord en vue d'acquérir ou de céder ».

Autant en période d'offre publique, il est possible de

décèler des achats à un prix supérieur au prix d'offre et de débusquer, par parallélisme des comportements, une concertation destinée à faire échec à une offre (la C.O.B. l'a fait par deux fois en 1989), autant dans la vie courante d'une société, il est très difficile d'apporter une preuve tangible d'une action de concert.

La notion du parallélisme des comportements est très importante pour l'appréhension d'un concert, mais elle n'est pas suffisante en droit boursier, même si elle l'est en droit de la concurrence.

Quand l'information passe à l'action



GRAPHIE

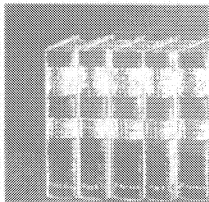
La pratique juridique en ligne avec les événements

- l'information juridique
Les Petites Affiches publient au rythme de l'actualité
- les formalités et les annonces
Les Petites Affiches garantissent rapidité d'exécution et sécurité du traitement
- le multimédia
Les Petites Affiches développent les outils professionnels de demain

2, rue Montesquieu 75001 Paris
Tél. 01 42 61 56 14 Fax. 01 47 03 92 02

Petites Affiches

Le rendez-vous traditionnel des professionnels du droit



LES RAPPORTS ET COOPÉRATIONS ENTRE AUTORITÉS DE RÉGULATION CONCURRENTIELLE ET FINANCIÈRE : L'EXPÉRIENCE ANGLAISE

ANDREW WHITE

Directeur chargé des concentrations
à l'*Office of Fair Trading*

Il s'agit de présenter la réglementation applicable aux prises de contrôle et aux concentrations au Royaume-Uni. Avant d'aborder cela, il convient de revenir sur quelques points soulevés par les communications antérieures. Tout d'abord, l'*Office of Fair Trading* propose un service de conseil à toute entité préparant une concentration, et ce dans la plus stricte confidentialité. Nous préservons ainsi la justesse et l'équilibre de la concurrence. Ce service de conseil a été salué par les acteurs du marché comme étant très bénéfique. Je souhaitais également évoquer le conflit d'intérêts entre investisseurs et consommateurs, qui n'existe pas au Royaume-Uni. Le *Take-Over Panel* protège les intérêts des investisseurs tandis que l'*Office of Fair Trading* protège les intérêts des consommateurs.

Le régime d'autorisation

L'autorisation des prises de contrôle au Royaume-Uni se déroule en trois étapes. L'*Office of Fair Trading* mène d'abord une première enquête. Dans 5 % des cas, la situation n'étant pas satisfaisante, il demande un complément d'informations. Il appartient au secrétaire d'Etat au Commerce et à l'Industrie d'approuver ou non la poursuite de l'enquête. Ce deuxième volet de recherches relève de la responsabilité de la *Competition Commission*. Les conclusions de ces recherches sont communiquées au secrétaire d'Etat, qui définit les mesures correctives à imposer aux entreprises concernées. L'*Office of Fair Trading* examine ces mesures et y

apporte les modifications nécessaires.

A deux exceptions près, cette réglementation n'impose aucune contrainte dans le temps. Dans certaines situations, il est possible de demander que la décision concernant l'enquête complémentaire soit prise dans les 20 jours ouvrables qui suivent. Si nécessaire, ce délai peut être repoussé à 35 jours. Une fois la fusion achevée, les autorités disposent de quatre mois pour mener une deuxième enquête. Les entreprises sont de plus en plus nombreuses à demander que nous tranchions rapidement sur l'enquête complémentaire. Autrefois inusitée, cette possibilité est invoquée par 20 % des demandeurs. Notez que cette deuxième enquête ne dure jamais plus de quatre mois.

Bien que le *Take-over Code* n'ait pas force de loi, il est reconnu comme étant un exemple de bonne conduite et toutes les sociétés voulant être cotées en Bourse doivent s'y conformer. Toutefois, comme il s'agit d'une réglementation officieuse, il est possible de l'interpréter de différentes façons, voire de le modifier. Le Code comprend un ensemble de principes généraux et une série de règles précises. En dépit de leur nature divergente, les uns doivent être respectés au même titre que les autres. En cas d'incertitude sur un point précis, les entreprises peuvent demander l'avis du *Take-over Panel*.

Le *Take-over Panel* et l'*Office of Fair Trade*

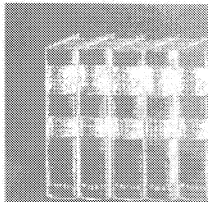
Les seuls points communs entre le travail du *Take-over Panel* et celui de

l'*Office of Fair Trading* résident dans leurs calendriers. Pour mieux comprendre cette situation, il faut revenir sur les articles du *Take-over Code*.

La règle 12 est très importante car elle précise que, dès lors qu'une offre de rachat fait l'objet d'une enquête réglementaire, elle doit être mise « en veille », que l'enquête soit menée par la *Competition Commission* ou par les autorités européennes. Elle ne peut être « ressuscitée » que si l'autorité concernée la juge acceptable.

La règle 31 précise que toute entreprise faisant une offre d'achat doit présenter son offre officielle dans les 28 jours qui suivent l'annonce initiale. Cette offre doit être publique durant au moins 21 jours. Ce délai rejoint celui imposé à l'*Office of Fair Trading* concernant l'enquête complémentaire. L'offre publique d'achat est ensuite proclamée sans condition et doit rester valable durant 14 jours ouvrables. L'entreprise s'engage ainsi à acheter des actions à toute personne acceptant l'offre avancée. Cette obligation se retrouve dans le délai de 35 jours décrit ci-dessus.

Enfin, aucune offre ne peut être valable plus de 60 jours. Seule une absence de décision de la part de l'autorité concernée peut faire annuler cette règle. Dans ce cas, qui se produit très rarement, le *Take-over Panel* et l'*Office of Fair Trading* doivent se consulter. Ils doivent également se concerter au 39^e jour qui suit l'annonce de l'offre. En principe, au-delà de ce jour, les entreprises faisant des offres n'ont plus le droit de révéler la moindre information financière les concernant. Si l'*Office of Fair*



PEUT-ON CONCEVOIR ABUS DE POSITION DOMINANTE ET ENTENTES DANS LE SYSTÈME BOURSIER ?

PATRICIA CHARLÉTY

Professeur à l'E.S.S.E.C.

Les interventions des autorités sur les marchés financiers portent essentiellement sur la qualité de l'information (qui doit être « exacte, sincère et précise ») donnée au public et l'égalité de traitement des épargnants (sanction des délits d'initiés).

Les situations de position dominante ou d'ententes susceptibles de nuire au bon fonctionnement des marchés ne sont pas abordées explicitement. L'explication tient peut-être au fait que les marchés financiers présentent des caractéristiques proches des hypothèses de la concurrence pure et parfaite : ils sont mondiaux, les biens (les titres financiers) sont très substituables (seuls comptent la rentabilité et le risque), les vendeurs et acheteurs sont nombreux, en particulier pour les marchés secondaires.

Pourtant, les notions d'abus de position dominante et d'entente sont pertinentes, même si les cas observés sont sans doute plus rares que sur les marchés de biens et services. Pour l'illustrer, nous allons présenter quelques exemples d'abus de position dominante (I) et d'ententes (II) traités récemment par la littérature économique et financière.

I. Trois cas d'abus de position dominante

Dans trois situations différentes, nous allons présenter la façon dont un « gros opérateur » peut profiter de sa position dominante sur un marché. Le premier cas est celui d'une manipulation de cours sur un même marché ; dans le deuxième cas, on montre

comment des interventions sur deux marchés distincts mais liés, marchés d'option et du titre sous-jacent, peuvent être rentables ; le troisième cas est celui d'un acheteur dominant (Salomon Brothers) sur le marché primaire des bons du Trésor américain qui réalise des profits anormalement élevés à la revente.

A. Manipulation de cours par un opérateur dominant

Le cours d'un titre résulte du jeu « naturel » de l'offre et de la demande des acteurs présents sur un marché.

Leurs motivations ne sont pas identiques :

— certaines transactions sont réalisées pour satisfaire des besoins de liquidités (les opérateurs sont alors dénommés *liquidity traders* ou *noise traders*, dans la mesure où ils font varier les cours sans apporter d'information et ajoutent simplement du bruit) ;

— d'autres interventions résultent de la mise en œuvre de stratégies d'assurance de portefeuilles (achats ou ventes automatiques) ;

— finalement, d'autres transactions sont motivées par la détention d'informations sur les titres (par exemple, les analystes sont a priori mieux informés).

Dans un marché qui fonctionne bien, le prix de marché des titres reflète les informations publiques pertinentes ; en effet, tant que les informations des analystes ne sont pas incorporées dans les cours, ils ont intérêt à effectuer des transactions, ce qui fait varier les prix jusqu'à ce que la valeur d'équilibre soit atteinte.

La manipulation des cours peut cependant fausser le marché, la hausse ou baisse artificielle des prix profitant à leurs auteurs.

Différents moyens peuvent être utilisés par les manipulateurs :

— la prise de décisions « opérationnelles » (1) ;

— la diffusion de fausses informations ;

— l'achat ou la vente d'une quantité importante de titres.

Dans le troisième cas qui nous intéresse ici, la rentabilité de l'opération n'est pas évidente : en vendant (achetant) un paquet de titres, le manipulateur se punit lui-même en faisant baisser (augmenter) les cours.

Allen et Gale (cf. bibliographie, p. 43) ont montré qu'une telle stratégie peut être profitable dans le cas d'une interprétation erronée des autres opérateurs sur le marché ; en effet, s'ils pensent que les achats (ventes) sont motivés par des informations pertinentes, les autres opérateurs vont amplifier rationnellement le mouvement, permettant au gros opérateur de revendre (racheter) ses titres en réalisant un profit.

Dans le même esprit, dans le cas où les prix ne s'ajustent pas suffisamment rapidement, une position dominante peut être à la source de profits (Jarrow, cf. bibliographie p. 43).

B. Interventions sur le marché des actions et des options

En dehors des deux situations précédentes, une position dominante sur le marché des actions peut permettre à un opérateur de réaliser des

(1) Par exemple, en 1901, les dirigeants de American Steel ont successivement vendu les titres à découvert, fermé l'usine, ce qui entraîna une chute du cours de 60 \$ à 40 \$, acheté des actions afin de couvrir leur position puis rouvert les usines, ce qui ramena le cours à son niveau initial de 60 \$.

profits, ou d'éviter des pertes, quand il détient simultanément une position sur un marché lié comme celui des options.

Imaginons par exemple le cas d'un gros actionnaire de l'entreprise X ayant vendu des options d'achat au prix d'exercice de 100 F. Supposons qu'à échéance, le prix de marché du sous-jacent s'établit à 101 F, l'option est donc exercée. Pour éviter cette situation défavorable, le gros actionnaire peut avoir intérêt à vendre massivement l'action X de façon à ce que son prix n'atteigne pas la valeur de 100 F, la perte enregistrée sur le marché au comptant étant plus que compensée par le gain implicite sur le marché des options.

C. Interventions sur le marché primaire et le marché secondaire : le « Salomon Squeeze »

En général, les transactions effectuées sur les marchés secondaires émanent de nombreux intervenants qui agissent sans concertation. Ceci est moins vrai des marchés primaires, où parfois seuls quelques opérateurs sont autorisés. Dans le cas du marché des bons du Trésor par exemple, seuls quelques S.V.T. (spécialistes en valeurs du Trésor) participent à la procédure d'adjudication utilisée pour placer les titres (ceci est vrai en France comme aux Etats-Unis et d'autres pays). On peut penser que le petit nombre d'opérateurs sur ces marchés est de nature à favoriser la collusion et la constitution de positions dominantes nuisibles au bon fonctionnement du marché.

C'est ce que Jegadeesh (cf. bibliographie p. 43) a tenté de vérifier en utilisant des

données sur les enchères de bons du Trésor américain. Nous présentons ici les résultats concernant les conséquences de la position dominante de Salomon Brothers à l'occasion de ces adjudications, le cas des collusions est abordé dans la deuxième partie.

En mai 1991, lors de l'adjudication (à la hollandaise, ce qui signifie que les gagnants payent le prix annoncé par eux) de bons du Trésor à deux ans, Salomon Brothers a acquis directement et indirectement 94 % des titres mis aux enchères (2). Jegadeesh a comparé le prix payé par Salomon à celui de titres équivalents sur le marché secondaire et trouvé une différence de 4,98 cts pour 100 \$ de valeur faciale, Salomon subissant ainsi une légère perte sur le marché primaire. En revanche, les ventes sur le marché secondaire ont été réalisées à un prix supérieur de 31,36 cts pour 100 \$ de valeur faciale (la moyenne étant de 4,23 cts) à des titres comparables. Il apparaît ainsi clairement que l'acquisition d'une position dominante sur le marché primaire conduit à des profits anormalement élevés aux dépens des autres S.V.T. et des acheteurs sur le marché secondaire.

II. Collusion sur les marchés financiers : trois exemples

Si il est possible d'acquiesrir une position dominante dans les enchères de bons du Trésor, la collusion doit également être réalisable. C'est effectivement la conclusion des études de Jegadeesh (cf. bibliographie p. 43) et de Umlauf (idem) qui portent respectivement sur les marchés américain et

mexicain. Si le petit nombre d'offres autorisés dans les enchères de bons du Trésor facilite l'entente, les auteurs montrent que le mode d'adjudication lui-même joue également un rôle essentiel.

Les deux autres cas présentés sont des exemples d'une éventuelle collusion tacite : entre *market makers* sur le marché du Nasdaq américain et entre banques d'affaires lors des introductions en bourse.

A. Collusion dans les enchères : les marchés de bons du Trésor américain et mexicain

Dans le système d'enchères discriminatoires utilisé jusqu'à une période récente aux Etats-Unis (3), le Trésor annonce la quantité de titres offerts et les S.V.T. (*primary dealers*) soumettent des offres dans des enveloppes cachetées sous la forme de couples prix-quantités. Les titres sont alloués par ordre décroissant de prix aux offreurs gagnants qui payent le prix qu'ils ont proposé.

Pour les économistes, ce type d'enchères dites « discriminatoires » présente plusieurs inconvénients :

— les gagnants risquent d'avoir surévalué le bien, et de regretter leur offre *ex post* ; cette « malédiction du vainqueur », si elle est correctement anticipée, peut dissuader des offreurs potentiels de participer à l'enchère ;

— les différents participants à l'enchère ont intérêt à se concerter pour soumettre des offres plus faibles, puisqu'ils payent le prix annoncé.

Pour ces deux raisons, les enchères « uniformes » pour lesquelles tous les offreurs gagnants payent le prix annoncé par le premier perdant seraient préférables :

(2) Bien que la limite légale fût de 35 %, Salomon la dépassa en achetant pour le compte de clients.

(3) Le système a été abandonné au profit des enchères homogènes à l'automne 1998.

elles suppriment la malédiction du vainqueur, ce qui incite à participer à l'enchère, et minimisent l'intérêt à la collusion puisqu'on ne paye pas le prix proposé.

Les résultats de Jegadeesh suggèrent qu'en moyenne les S.V.T. ne réalisent pas de profits anormalement élevés : les prix d'achat sur le marché primaire et de revente sur le marché secondaire ne sont pas sensiblement différents de ceux de titres comparables ; toutefois, dans les enchères pour lesquelles les offres sont moins « agressives », c'est-à-dire globalement plus basses, les profits s'avèrent anormalement élevés (8 cts au lieu de 4 cts pour 100 \$), comme si les S.V.T. se concertaient.

Les conclusions de l'étude de Umlauf (cf. bibliographie p. 43) sont plus tranchées. L'auteur s'est intéressé au marché mexicain des bons du Trésor qui est passé des

enchères discriminatoires aux enchères homogènes en 1990. Au Mexique, l'existence d'un cartel entre six grandes institutions financières était explicite, la loi ne l'interdisant pas. Le changement de système a eu des conséquences immédiates et très sensibles, les profits agrégés des S.V.T. passant de 36.000 \$ à 3.000 \$ en moyenne.

B. Collusion entre teneurs de marché : le cas du Nasdaq

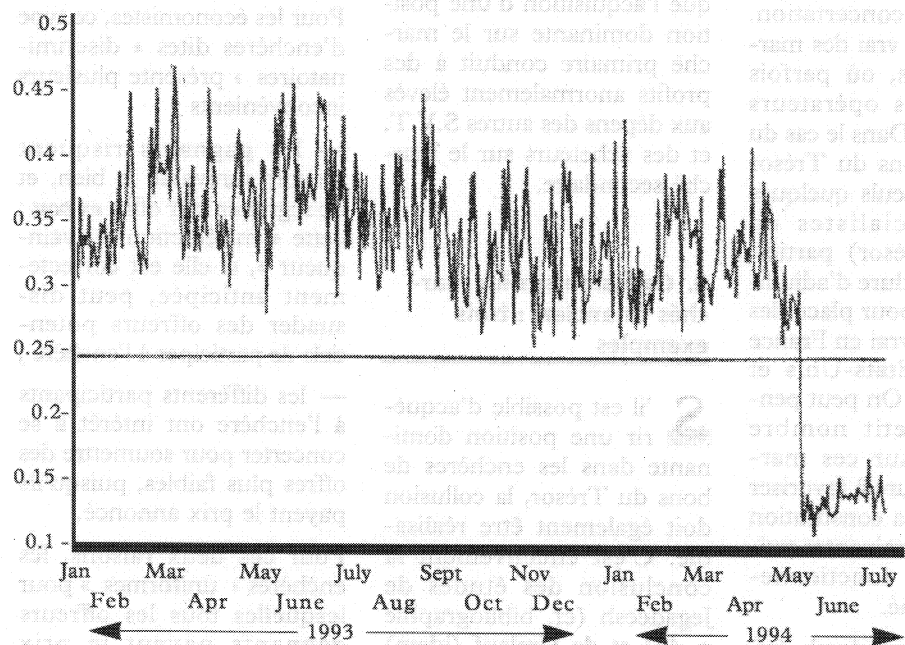
Le Nasdaq américain est un marché de *market makers* où chaque teneur de marché annonce les prix auxquels il est prêt à acheter (*bid*) ou à vendre (*ask*) un titre, la différence entre les deux cours étant le *spread* ou « fourchette », l'échelon minimum de cotation (*tick*) étant de 1/8. Le Nasdaq ne cote pas que des petites valeurs, mais également des titres comme

Apple, Lotus, Microsoft, ou MCI. Pour chaque titre, le nombre de teneurs de marché est compris entre deux et cinquante, la moyenne étant à dix.

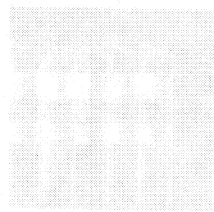
Deux économistes, Christie et Schultz, constatent dans le cadre d'une étude de ce marché l'absence presque totale de cotations impaires (1/8, 3/8, 5/8...), ce qui explique une fourchette minimale de 2/8. Après avoir recherché différentes explications à cette observation, les auteurs retiennent l'hypothèse d'une collusion explicite ou tacite entre teneurs de marché destinée à maintenir des marges élevées.

L'annonce à la presse des résultats de Christie et Schultz (avant publication dans le Journal of Finance) le 24 mai 1994, a entraîné une baisse instantanée des fourchettes de prix, comme l'illustre le schéma reproduit ci-dessous, des cotations impaires beaucoup plus fré-

Fourchette quotidienne moyenne pour le titre Microsoft (janvier 1993-juillet 1994)



Source : Christie et Schultz (1995)



ALBERT HENRI

Université de la Sorbonne

quentes et suscité de nombreuses plaintes de clients ; le jugement n'a d'ailleurs toujours pas été rendu.

L'hypothèse de la collusion tacite ne fait toutefois pas l'unanimité : le choix de cotations paires pourrait simplement faciliter les échanges, comme sur les marchés immobiliers où on observe des prix arrondis ; les prix étant négociables, il serait dangereux de fixer des fourchettes trop basses ; les barrières à l'entrée seraient faibles sur le Nasdaq ; ou, encore, l'entente sur une

fourchette minimale plutôt que sur une cotation impaire serait plus facile.

C. Collusion entre intermédiaires financiers : le cas des introductions en bourse

Dans un article récent, Chen et Ritter notent que depuis quelques années, le taux de commission des intermédiaires financiers pour les introductions en bourse aux Etats-Unis est fixé systématiquement autour de 7 %. Les auteurs constatent que ce

pourcentage est plus élevé que dans la plupart des autres pays (Japon, Hong-Kong, pays européens) ; de plus, le coût fixe représentant une part importante des coûts totaux dans les introductions en bourse, la constance des 7 % est surprenante. Les auteurs l'attribuent à une concertation entre intermédiaires financiers similaire à celle constatée sur le Nasdaq.

Bibliographie

— F. Allen et D. Gale, Stock Price Manipulation, The Review of Financial Studies, 1992, vol. 5.

— H. Chen et J. Ritter, The Seven Percent Solution, Mimeo, University of Florida, 1999.

— W. Christie et P. Schultz, Why do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-Eighth Quotes ? The Journal of

Finance, 1994, vol. XLIX, 5, 1813-1840.

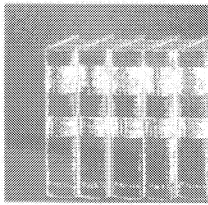
— W. Christie et P. Schultz, Did Nasdaq Market Makers Implicitly Collude ?, Journal of Economic Perspectives, 1995, vol. 3, 503-5299, 3, 199-208.

— R. Jarrow, Market Manipulation, Corners, and Short Squeezes, Journal of Finan-

cial and Quantitative Analysis, 1992, vol. 27, 3, 31-336.

— N. Jegadeesh, Treasury Auction Bids and the Salomon Squeeze, The Journal of Finance, 1993, vol. XLVIII, 4, 1403-1419.

— S. Umlauf, An Empirical Study of the Mexican Treasury bill Auction, The Journal of Financial Economics, 1993, 33, 313-340.



LE CONTRÔLE DES ACTIVITÉS BOURSIÈRES PAR LES AUTORITÉS COMMUNAUTAIRES DE LA CONCURRENCE

ALBERT NIJENHUIS

Commission européenne, D.G. IV

Jusqu'à très récemment, la D.G. IV s'occupait peu des marchés financiers. Cette situation change actuellement puisque ces marchés constituent aujourd'hui des secteurs de croissance. L'introduction de la monnaie unique et la mise en place de l'union monétaire européenne ont accentué la concurrence entre acteurs industriels européens et opérateurs en bourse.

La concurrence devrait également s'intensifier entre bourses européennes. C'est le cas des marchés primaires, qui se mobiliseront le plus possible pour attirer de nouvelles entreprises, comme des marchés secondaires, qui tenteront de retenir les valeurs déjà cotées. Parmi les atouts à cultiver par ces marchés, je citerai : la liquidité, l'ampleur de l'offre, le coût des transactions, l'existence d'une réglementation appropriée, des modalités de règlement efficaces et peu coûteuses. Le paysage concurrentiel des opérateurs a également changé puisque la monnaie unique permet aux investisseurs de comparer les prix et les conditions offertes avec plus de facilité.

Pour faire face à ces évolutions, les différentes bourses ont commencé à coopérer avec le marché dérivé de façon à créer encore plus de liquidité et pour mettre en place des modalités d'échange plus efficaces.

I. Coopérations entre opérateurs

La D.G. IV s'est intéressée au cas d'I.S.M.A. au début des années 1990. Il s'agissait du cas le plus intéressant de l'époque. L'Inter-

national Securities Market Association est une entité indépendante qui relie les bourses du monde entier. Elle est tenue de faire part de sa réglementation à la D.G. IV.

Avant d'entrer dans le détail de cette situation, il convient de préciser quelques définitions. Les *market-makers* sont les entreprises qui créent des marchés à l'intérieur d'une catégorie de valeurs précises. En l'occurrence, il s'agit des valeurs en euro-obligations. Les courtiers, quant à eux, mettent en relation acheteurs et vendeurs et définissent les conditions des transactions entre ces deux parties.

La D.G. IV avait répondu par la négative à la demande de l'I.S.M.A. et avait lancé un appel public d'informations. Nous avons reçu une réponse de la part d'un des plus grands courtiers du marché des euro-obligations, qui critiquait les règles 931 et 932 du code de l'I.S.M.A. La première indiquait que les courtiers ne pouvaient traiter qu'avec les *market-makers* appartenant au *Council of Reported Dealers* (C.R.D.), une sous-division de l'I.S.M.A. La seconde indiquait que les *market-makers* ne pouvaient traiter qu'avec les courtiers qui se conformaient à la règle 931.

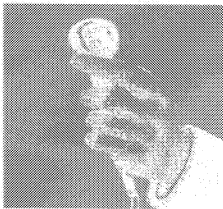
Après examen, la Commission a déclaré que la règle 931 constituait une limite à la concurrence telle qu'elle était définie sous l'article 85-1. Je vous rappelle, à cet égard, que nos décisions se basent soit sur l'article 85-1, qui s'intéresse à la limitation de la concurrence, soit sur l'article 86, qui interdit les abus de position dominante. Cette règle empêchait les courtiers extérieurs au

C.R.D. de conserver leurs clients, générant ainsi des prix trop élevés pour l'ensemble du marché et conduisant à une hausse des prix pour les courtiers non-C.R.D. La règle 932 a également été jugée illégale puisqu'elle avait pour but de renforcer l'action contraignante de la règle 931. La D.G. IV a adressé une lettre informelle à l'I.S.M.A., qui a aussitôt supprimé ces deux règles.

II. Coopération entre bourses

La coopération entre bourses peut prendre plusieurs formes, allant de la simplification des conditions d'accès à la mise en place de nouvelles entités pour l'échange de valeurs précises. Nous étudions actuellement une coopération entre deux marchés dérivés scandinaves, O.M. Stockholm et O.B. Norway. Nous surveillons l'évolution d'un accord de coopération entre les bourses du Benelux et avons enquêté sur l'I.S.D.E.Q., un marché composé des entreprises à forte croissance en Europe.

Enfin, nous suivons de très près le projet d'alliance européenne entre les bourses londonienne et allemande. Cette alliance donnerait ensuite naissance à un marché indépendant composé exclusivement de sociétés *Blue Chip*. Les conditions d'accès et la réglementation générale de ce marché seront harmonisées et il est question que d'autres bourses puissent intégrer cette entité à une date ultérieure.



CONCLUSION

Nous avons organisé cet atelier pour mettre fin au paradoxe du droit boursier et du droit de la concurrence, paradoxe qui existe surtout en France. En effet, il est difficile d'accepter que le droit boursier et le droit de la concurrence se situent dans deux sphères aussi éloignées l'une de l'autre. Certes, lorsque surviennent des cas précis, comme des affaires de concentration importantes ayant donné lieu à des offres publiques d'achat, nous arrivons à résoudre les problèmes mais c'est uniquement grâce à la bonne volonté des acteurs.

Outils intellectuels

Marie-Anne Frison-Roche nous a parlé des outils intellectuels dont nous disposons tandis que Laurent Cohen-Tanugi a décrit les procédures. En matière d'information, le problème va bien au-delà de la coordination. En effet, il peut exister des contradictions, voire des oppositions dans les objectifs poursuivis. Par exemple, si l'information complète est essentielle pour les actionnaires, l'excès d'informations peut être nuisible à la concurrence car il conduit à des collusions. Il faut que notre analyse commence à prendre en compte les problèmes d'égalité et d'information asymétrique.

La mise en œuvre même des procédures de concurrence peut influencer de façon non négligeable sur la valeur boursière des entreprises. C'est pourquoi il est nécessaire d'informer sur les éventuels problèmes de concurrence lors des offres publiques d'achat. Il reste maintenant à déterminer à quel moment il faut rendre publique cette mise en œuvre dans les cas où la publicité n'est pas obligatoire.

L'influence déterminante et le contrôle constituent un sujet tout à fait pertinent. Marie-Josèphe Vanel a mis en avant la complexité de l'analyse en matière de droit des sociétés, tandis que Marie-Anne Frison-Roche a souligné les difficultés du droit boursier. Ces deux témoignages nous forcent à considérer avec d'autant plus de prudence l'articulation entre le droit de la concurrence et le droit boursier. La différence entre l'influence déterminante et le contrôle, qui sont sources d'inquiétude pour les sociétés, correspond à celle qui sépare le droit boursier du droit de la concurrence.

En ce qui concerne le problème des sanctions, je suis d'accord avec Marie-Anne Frison-Roche, qui indique que nous pouvons progresser dans nos méthodes de comparaison et dans l'élaboration de grilles d'analyse. Elle a notamment proposé d'ajouter tous les types de sanctions existant dans les deux types de droits. Le Conseil de la concurrence, qui prône l'innovation dans ce domaine, souhaite également que nous puissions progresser dans le domaine des méthodologies.

Procédures

Les passerelles entre les deux droits dans les pays étrangers fonctionnent de façon satisfaisante, bien que certains cas restent difficiles. Cet atelier n'a pas montré en quoi l'absence de passerelles posait de plus fréquentes difficultés, même si cette absence créait une incertitude indéniable. Faut-il nous lancer dans un dispositif d'évolution de textes pour mieux faire coïncider ou rapprocher les deux droits ? Cette question reste sans réponse pour l'instant.

Laurent Cohen-Tanugi a formulé trois suggestions pour mieux orienter les procédures à l'avenir. Tout d'abord, il a évoqué les délais d'examen. Pour changer ces délais en France, il faudrait soit modifier les textes, soit faire prendre des engagements informels à l'administration pour que les éventuels conflits entre le droit de la concu-

