

## AVERTISSEMENT

Ce document est le fruit d'un long travail approuvé par le jury de soutenance et mis à disposition de l'ensemble de la communauté universitaire élargie.

Il est soumis à la propriété intellectuelle de l'auteur : ceci implique une obligation de citation et de référencement lors de l'utilisation de ce document.

D'autre part, toute contrefaçon, plagiat, reproduction illicite de ce travail expose à des poursuites pénales.

Contact : [portail-publi@ut-capitole.fr](mailto:portail-publi@ut-capitole.fr)

## LIENS

Code la Propriété Intellectuelle – Articles L. 122-4 et L. 335-1 à L. 335-10

Loi n°92-597 du 1<sup>er</sup> juillet 1992, publiée au *Journal Officiel* du 2 juillet 1992

<http://www.cfcopies.com/V2/leg/leg-droi.php>

<http://www.culture.gouv.fr/culture/infos-pratiques/droits/protection.htm>



# THÈSE

**En vue de l'obtention du**

**DOCTORAT DE L'UNIVERSITE DE TOULOUSE**

**Délivré par l'Université Toulouse Capitole**

**École doctorale : Droit et Science Politique**

**Présentée et soutenue par**

**SALLOUM Jahn**

**le 18 décembre 2017**

**L'application extraterritoriale du droit boursier, analyse de droit comparé français et américain**

**Discipline : Droit**

**Spécialité : Droit Public**

**Unité de recherche : IDETCOM (EA 785)**

**Directeur de thèse : M. Lucien RAPP, Professeur à l'Université Toulouse 1 Capitole**

**JURY**

**Mme France DRUMMOND, Professeur à l'Université Panthéon-Assas Paris 2**

**M. Serge SUR, Professeur à l'Université Panthéon-Assas Paris 2**

**Mme Wanda MASTOR, Professeur à l'Université Toulouse 1 Capitole**



**L'APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT  
BOURSIER,  
ANALYSE DE DROIT COMPARÉ FRANÇAIS ET AMÉRICAIN**

**thèse en droit soutenue à Toulouse**

**THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT**

**présentée et soutenue le 18 décembre 2017 par**

**SALLOUM Jahn**

**SOUS LA DIRECTION DE PROFESSEUR LUCIEN RAPP**



*L'université n'entend ni approuver ni  
désapprouver les opinions particulières  
de l'auteur*



## **Remerciements**

*Je remercie chaleureusement toutes les personnes qui m'ont aidé pendant l'élaboration de ma thèse et notamment mon directeur Monsieur le Professeur Lucien RAPP, pour son soutien, sa disponibilité et ses nombreux conseils durant la rédaction de ma thèse.*





*À mes très chers parents,  
aucun mot ni expression ne sauraient  
exprimer ma gratitude et ma  
reconnaissance. Votre confiance et vos  
conseils ont toujours guidé ma vie. En ce  
jour mémorable, je pense  
particulièrement à vous, qu'importe la  
distance qui nous sépare. Recevez ce  
travail en signe de mon amour et de ma  
reconnaissance.*

*À mes très chers frères et amis.  
En particulier, à Eulalie LAMENDIN  
pour le travail considérable qu'elle a  
effectué dans la relecture et la correction  
de forme de cette thèse.*



*Enfin et spécialement, à ma douce épouse, Émilie, lumière de ma vie et source de mon espoir et mes projets. Tu as su, doucement et soigneusement, m'encourager. Ton soutien, ta présence et ta patience ont été la pierre angulaire de la réalisation de ce projet.*



# SOMMAIRE

---

|   |     |
|---|-----|
| INTRODUCTION.....   | 1   |
| TITRE 1. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATEURS DE MARCHÉ.....   | 39  |
| Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la protection des investisseurs .....  | 43  |
| Section 1. Application extraterritoriale dans l'objectif de protéger les investisseurs des effets des activités et comportements réalisés à l'étranger.....                                     | 45  |
| Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent de protéger les investisseurs à l'extérieur de leurs frontières.....   | 91  |
| Chapitre 2 . L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la réglementation des émetteurs et intermédiaires .....   | 143 |
| Section 1. Les effets extraterritoriaux des dispositions boursières nationales résultant de l'adoption d'une logique de réglementation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires ..... | 147 |
| Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent d'influencer les émetteurs et intermédiaires et leurs comportements à l'étranger .....   | 207 |
| TITRE 2. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATIONS DE MARCHÉ.....   | 271 |
| Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre souveraineté et tendance à l'extension.....   | 275 |
| Section 1. La souveraineté et l'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières.....  | 275 |
| Section 2. L'extraterritorialité et l'adaptation des systèmes juridiques à la globalisation des marchés financiers .....  | 301 |
| Chapitre 2. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre jeu de puissance et opportunité de rapprochement.....   | 345 |
| Section 1. L'application extraterritoriale : un révélateur de la domination d'une puissance économique.....   | 345 |
| Section 2. L'application extraterritoriale du droit boursier : entre résistance et opportunité de modération et de rapprochement entre le système français et le système américain....          | 399 |
| CONCLUSION.....   | 467 |
| Bibliographie .....   | 481 |
| Table des matières.....   | 569 |



## Liste des abréviations

|                     |  |
|---------------------|--|
| ACP                 | Autorité de contrôle prudentiel  |
| ADR                 | American depositary receipts   |
| ADS                 | American depositary shares   |
| AEMF                | Autorité européenne des marchés financiers   |
| AG                  | Action de groupe/ class action en droit américain  |
| AIFM                | La directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers) du 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs |
| AMF                 | Autorité des marchés financiers  |
| Bull.crim.          | Bulletin des arrêts de la chambre criminelle de la Cour de cassation<br><i>forum shopping on</i>                                   |
| CA                  | Cour d'appel   |
| Cass. 1ère ch. Civ. | Arrêt de la première chambre civile de la Cour de cassation  |
| Cass. com.          | Arrêt de la chambre Commerciale de la Cour de cassation  |
| Cass.crim.          | Arrêt de la chambre criminelle de la Cour de cassation   |
| CBV                 | Conseil des bourses de valeurs   |
| CESR                | Committee of European Securities Regulators  |
| CFTC                | The United States Commodities Futures and Trading Commission   |
| ch.                 | Chambre  |
| CJCE                | Cour de justice des Communautés européennes  |
| CJUE                | Cour de justice de l'Union européenne  |
| CMF                 | Conseil des marchés financiers   |
| CNMV                | Comisión Nacional del Mercado de Valores / Autorité des marchés financiers espagnole   |
| COB                 | Commission des opérations de bourse  |
| CONSOB              | Commissione Nazionale per le Società e la Borsa / Autorité des marchés financiers italienne  |
| CPJI                | Cour Permanente de Justice Internationale  |
| DOJ                 | The United States Department of Justice  |
| DPS                 | Droit préférentiel de souscription   |
| EA                  | Securities Exchange Act of 1934  |
| EEE                 | Espace économique européen   |
| ESMA                | European Securities and Markets Authority / Autorité européenne des marchés financiers   |
| Fasc                | Fascicule  |
| FIA                 | Fonds d'Investissement Alternatifs   |
| FSB                 | Conseil de stabilité financière  |
| G20                 | Groupe des vingt   |
| IASB                | International Accounting Standards Board   |
| IBA                 | International Bar Association  |
| Ibid.               | Au même endroit  |
| IFOP                | Institut français d'opinion publique   |



|                 |   |
|-----------------|---|
| IFRS            | Normes internationales d'informations financières   |
| infra           | Ci-dessous  |
| JO              | Journal Officiel  |
| JOBS            | Jumpstart Our Business Startups Act   |
| JORF            | Journal officiel de la République française   |
| LSF             | Loi de sécurité financière  |
| MIF             | Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers |
| MIF 2 / MIFID 2 | Directive 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers   |
| MMIC            | Mails or means of interstate commerce   |
| NASDAQ          | National Association of Securities Dealers Automated Quotations   |
| Neth.           | Netherlands   |
| No/n°           | Nombre  |
| NYSE            | New York Stock Exchange   |
| OCDE            | Organisation de coopération et de développement économiques   |
| OICV/IOSCO      | Organisation internationale des commissions de valeurs  |
| OMC             | Organisation mondiale du commerce   |
| ONSC            | Ontario Superior Court of Justice (Canada)  |
| ONU             | Organisation des Nations Unies  |
| OP              | Offre publique  |
| OPA             | Offre publique d'achat  |
| op. cit.        | Ouvrage précité   |
| OPCVM           | Organisme de placement collectif en valeurs mobilières  |
| OPE             | Offre publique d'échange  |
| OTC             | Over-the-counter markets  |
| p.              | Page  |
| PASF            | Plan d'action pour les services financiers  |
| PSI             | Prestataire de service d'investissement   |
| RCDI            | Revue critique de droit international   |
| RDBF            | Revue de droit bancaire et financier  |
| Rec.            | Recueil   |
| Rec. C.I.J      | Recueil des arrêts de la Cour internationale de Justice   |
| Rev. crit. DIP  | Revue critique de droit international privé   |
| RFDA            | Revue française de droit administratif  |
| RGAMF           | Règlement général de l'Autorité des marchés financiers  |
| RTDF            | Revue trimestrielle de droit financier  |
| RTDcom          | Revue trimestrielle de droit commercial et de droit économique  |
| SA              | Securities Act of 1933  |
| SEC             | Securities and Exchange Commission  |
| SICAV           | Société d'investissement à capital variable   |
| SMN             | Système multilatéral de négociation   |
| SOX             | Sarbanes-Oxley Act  |
| supra           | Ci-dessus   |
| UE              | Union Européenne  |
| UMC             | Union des marchés de capitaux   |

|                    |   |
|--------------------|---|
| UNICE              | Union des confédérations de l'industrie et des employeurs d'Europe    |
| US                 | United States   |
| US GAAP            | United States Generally Accepted Accounting Principles                |
| T. com.            | Tribunal de commerce  |
| TGI                | Tribunal de grande instance   |
| TTP                | Traité de libre-échange transpacifique                                |
| Vol.               | Volume  |
|                    |   |
|                    |   |
|                    |   |
|                    |   |
| 1st Cir.           | United States Court of Appeals for the First Circuit                  |
| 2d Cir.            | United States Court of Appeals for the Second Circuit                 |
| 3d Cir.            | United States Court of Appeals for the Third Circuit                  |
| 4th Cir.           | United States Court of Appeals for the Fourth Circuit                 |
| 5th Cir.           | United States Court of Appeals for the Fifth Circuit                  |
| 7th Cir.           | United States Court of Appeals for the Seventh Circuit                |
| 8th Cir.           | United States Court of Appeals for the Eighth Circuit                 |
| 9th Cir.           | United States Court of Appeals for the Ninth Circuit                  |
| 10th Cir.          | United States Court of Appeals for the Tenth Circuit                  |
| 11th Cir.          | United States Court of Appeals for the Eleventh Circuit               |
| Bankr. D. Del.     | United States Bankruptcy Court for the District of Delaware           |
| C.D. CAL           | Central District of California  |
| D.C. Cir.          | United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit   |
| D.D.C.             | United States District Court for the District of Columbia             |
| D. Minn.           | United States District Court for the District of Minnesota            |
| D. Mass.           | United States District Court for the District of Massachusetts        |
| D.N.J.             | United States District Court for the District of New Jersey.          |
| E.D.N.Y.           | Eastern District of New York  |
| E.D. Pa.           | United States District Court for the Eastern District of Pennsylvania |
| E.D. Va.           | United States District Court for the Eastern District of Virginia     |
| Fed. Reg.          | Federal Register  |
| F.Supp             | Federal Supplement  |
| N.D. Cal.          | United States District Court for the Northern District of California  |
| N.D. Ill.          | United States District Court for the Northern District of Illinois    |
| N.Y. App.          | New York State Court of Appeals                                       |
| N.Y. Sup. Ct.      | New York Supreme Court  |
| S. Ct.             | United States Supreme Court   |
| S.D. Fla.          | United States District Court for the Southern District of Florida     |
| SDNY               | United States District Court for the Southern District of New York    |
| Sec. L. Rep. (CCH) | Federal Securities Law Reporter SEC Docket & Releases                 |
| W.D. Pa.           | United States District Court for the Western District of Pennsylvania |



# *L'application extraterritoriale du droit boursier, analyse de droit comparé français et américain*

## **INTRODUCTION**

*«Le droit, notamment boursier, pourrait être le prochain théâtre des affrontements entre États, par surenchère dans l'application extra-territoriale de leurs lois nationales et de leurs sanctions. Et à ne pas y prêter attention, la Tour de Babel juridique qu'ils construisent, accumule toutes les chances d'être le prochain bûcher où se consumera, avec leurs vanités, l'idéal de paix et de coopération qui les a habités pendant plus d'un demi-siècle»<sup>1</sup>.*

Si l'interdépendance des nations est ancienne, la globalisation<sup>2</sup> met aujourd'hui en évidence une confrontation entre deux approches différentes : la mondialisation<sup>3</sup> de la domination (modèle fondée sur l'hégémonie comme principe organisateur des relations internationales) et la mondialisation de nations souveraines alliées.

---

<sup>1</sup> Lucien RAPP, «Le droit international : entre espace et territoire», *Texte de présentation du Colloque de l'IDETCOM*, Université Toulouse1-Capitole, 5-6 octobre 2017.

<sup>2</sup> Lin Guo a défini la globalisation comme «*the increased integration of economies, reflected by increases in trade, capital, investment and migration flow*», «*the movement of capital, financial assets and financial corporations from their domestic country to the rest of the world has been part of what is referred to as financial globalization*», Lin GUO, *globalisation financière, développement financier et croissance en économie émergente*, (Doctorat: Droit: Paris 1: 2011).

<sup>3</sup> Pour de plus ample information sur la notion de mondialisation, voir, Marc JACQUEMAIN, «État et marché à l'heure de la mondialisation. Babel comme perspective sociologique», in *Le marché et l'État à l'heure de la mondialisation*, Actes du 1er colloque David-Constant de la faculté de droit de l'Université de Liège, Larcier, 2007, p. 275 et s.

La première approche est celle du système américain qui considère, que son système culturel, économique, politique et juridique est adapté au monde entier. La deuxième approche, quant à elle, consiste en une mondialisation fondée sur le maintien des spécificités nationales ; une approche reconnaissant et conservant la souveraineté de chaque État. Ce modèle provient d'un accord entre des pays indépendants défendant leurs identités nationales ; le modèle européen en est un exemple. Il s'efforce de tenir face à l'hégémonie américaine unilatérale. Bien que les États-Unis aient très récemment commencé et pour plusieurs raisons, à abandonner leur approche hégémonique en matière boursière en considérant que la voie la plus appropriée pour la résolution de conflits entre État était la coopération internationale, l'arrivée au pouvoir, d'un nouveau président et d'une nouvelle administration pourrait provoquer de nouveaux et délicats débats.

En matière boursière, cette confrontation se traduit par l'application extraterritoriale des règles nationales. Cette application peut avoir deux objectifs : faire face à une globalisation financière<sup>4</sup>, dont on saisit tous les jours l'ampleur, et/ou renforcer l'hégémonie de certains pays puissants, et en particulier des États-Unis. Dans cet environnement, plusieurs pays se sont récemment engagés dans une politique d'extension du champ d'application spatial de leurs droits boursiers nationaux. Laissée à la libre estimation des États, cette question peut provoquer des affrontements entre ceux-ci jusqu'à présent attachés à leur souveraineté. Pour comprendre ce phénomène, il est dès lors important de revenir sur le principe de territorialité, avant d'essayer de définir l'extraterritorialité et de saisir son importance dans le domaine boursier.

## **Le principe de territorialité**

L'État fonde généralement sa compétence sur le principe de territorialité<sup>5</sup>. La compétence

---

<sup>4</sup> Selon Michel BÉLANGER, il faut «distinguer entre la globalisation commerciale, qui se vérifie aujourd'hui par une extension du mouvement d'intégration à de nouveaux domaines (services, agricultures ...), et la globalisation financière qui est marquée par l'interconnexion générale des marchés». Il faut également «distinguer entre la globalisation et la mondialisation. Si toutes deux présentent un caractère multidimensionnel, la globalisation est un processus de structuration, alors que la mondialisation aboutit au résultat inverse avec le développement systématique de la concurrence à l'échelle de la planète», Michel BÉLANGER, *Institutions économiques internationales – La mondialisation économique et ses limites*, Economica, 6<sup>ème</sup> édition, 1997, p. 29.

<sup>5</sup> George WINTHROP HAIGHTI, «International law and extraterritorial application of the antitrust laws», *The Yale Law Journal*, Vol. 63: 639-1954: «The United States, Great Britain, France, and a majority of other civilized States

territoriale doit être comprise comme la capacité pour un État de jouir de ses pouvoirs tant pour régir des biens et des personnes se situant sur son territoire, que pour contrôler et statuer sur des situations et activités prenant place sur son territoire<sup>6</sup>. Un État souverain a le droit de réglementer les affaires (y compris économiques) réalisées sur son territoire. C'est à lui, et à lui seul, d'y établir des normes juridiques. Le principe de territorialité trouve son origine dans le dogme suivant : «*la compétence exercée sur le territoire d'un État donné est la principale caractéristique de la souveraineté de cet État*»<sup>7</sup>.

Cette souveraineté, qui implique pour un État le droit absolu à l'exercice de la plénitude des compétences sur une zone déterminée, qui constitue son propre territoire<sup>8</sup>, est cependant limitée. En effet, conformément au droit international public, chaque État est tenu de respecter la souveraineté des autres États sur leurs territoires respectifs. Ce principe est inscrit dans la Charte des Nations Unies qui trace la relation entre États sur une base de reconnaissance mutuelle ainsi que sur une préservation de la souveraineté et de l'intégrité territoriale de chaque État membre<sup>9</sup>. Il en résulte que l'État n'est pas en mesure d'exercer ses pouvoirs de manière physique sur le territoire d'un autre État. Comme l'a écrit l'arbitre Max Huber dans l'affaire Île des Palmes<sup>10</sup> «*la souveraineté, dans les*

---

*recognize that the jurisdictional competence of a State is governed by this territorial principle*».

<sup>6</sup> Pierre-Marie DUPUY et Yann KERBRAT, *Droit international public*, 11<sup>e</sup> édition, Dalloz, 2012 ; Hannah L. BUXBAUM, «Conflict of economic laws: From sovereignty to substance», *Virginia Journal of international law*, Vol. 42: 931- 2002.

<sup>7</sup> George M. TAYLOR, «Extraterritorial application of the federal securities Code : An examination of the role of international law in american courts», *Vanderbilt Journal of transnational law*, Vol. 11 :711-1978.

<sup>8</sup> La chambre criminelle a défini le territoire comme «*tout territoire sur lequel s'exerce la souveraineté de la France et régi par ses lois*», Cass. Crim., 23 février 1884, Bull. crim., n° 52. À partir de cette définition nous pouvons déduire que «*la compétence territoriale s'exerce par hypothèse sur le territoire de la République*», Didier RUBUT, *Droit pénal international*, 1<sup>ère</sup> édition, Dalloz, 2012.

<sup>9</sup> La Charte des Nations Unies dispose dans son article 2, Paragraphe 1 que : «*the Organization is based on the principle of the sovereign equality of all its members*», *Charte des Nations unies*, 26 juin 1945, R.T. Can. 1945 n° 7 (entrée en vigueur : 24 octobre 1945).

<sup>10</sup> Affaire de l'île de Palmas, Cour Permanente d'arbitrage, du 4 avril 1928, Recueil sentences arbitrales, Vol.II, p. 281. Les deux parties de cette affaire, les États-Unis et les Pays-Bas, ont accepté de soumettre le règlement du litige relatif à la souveraineté sur l'Île de Palmas à la Cour permanente d'arbitrage de la Haye. M. HUBER a été particulièrement attentif à dessiner la relation entre la souveraineté et la compétence territoriale. Nous pouvons lire par exemple : «*La souveraineté territoriale est, en général, une situation reconnue et délimitée dans l'espace*». Et aussi : «*Comme on l'a déjà dit, la souveraineté territoriale implique le droit exclusif d'exercer les activités étatiques. Ce droit a pour corollaire un devoir : l'obligation de protéger à l'intérieur du territoire, les droits des autres États, en particulier leur droit à l'intégrité et à l'inviolabilité en temps de paix et en temps de guerre, ainsi que les droits que chaque État peut*

*relations entre États, signifie l'indépendance. L'indépendance, relativement à une partie du globe est le droit d'y exercer à l'exclusion de tout autre État les fonctions étatiques. Le développement de l'organisation nationale des États durant les derniers siècles et, comme corollaire, le développement du droit international, ont établi le principe de la compétence exclusive de l'État en ce qui concerne son propre territoire, de manière à en faire le point de départ du règlement de la plupart des questions qui touchent aux rapports internationaux». Toute exception à ce principe d'exclusivité des compétences territoriales nécessite un consentement explicite, clair et préalable accordé par les autorités compétentes de l'État concerné<sup>11</sup>.*

## **Le principe de territorialité en droit boursier**

Le territoire de l'État délimite sa compétence<sup>12</sup> à réglementer les activités boursières. Aux États-Unis comme en France, le respect des lois et réglementations boursières est assuré par une approche territoriale de la compétence. Conformément à la loi *Securities Act* (SA), toute personne qui cherche à vendre des instruments financiers à l'intérieur des États-Unis est tenue de se conformer aux dispositions nationales concernant la divulgation d'informations<sup>13</sup>. La loi *Exchange Act* (EA) dispose de son côté, qu'il est illégal d'effectuer, aux États-Unis, une opération sur un instrument financier tant que celui-ci n'a pas été enregistré sur un marché financier américain<sup>14</sup>. Les cours américaines rappelaient dans les premières affaires soulevant le problème de l'extraterritorialité que les réglementations américaines ne régissaient que les actes survenant à

---

*réclamer pour ses nationaux en territoire étranger. L'État ne peut pas remplir ce devoir s'il ne manifeste sa souveraineté territoriale de manière adéquate aux circonstances. La souveraineté territoriale ne peut se limiter à son aspect négatif, c'est-à-dire au fait d'exclure les activités des autres États ; car c'est elle qui sert à répartir entre les nations l'espace sur lequel se déploient les activités humaines, afin de leur assurer en tous lieux le minimum de protection que le droit international doit garantir».*

<sup>11</sup> Affaire Öcalan c/ Turquie, Cour européenne des droits de l'homme, Requête no 46221/99, arrêt du 12 mars 2003.

<sup>12</sup> Régis BISMUTH note que «*le territoire de l'État occupe une place essentielle en droit international car il représente l'assise spatiale de sa souveraineté et un "titre juridique essentiel de sa compétence"*», Régis BISMUTH, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011, p. 15.

<sup>13</sup> Section 17 (a) and (b), 15 U.S. Code § 77q.

<sup>14</sup> Section 12 (a), 15 U.S. Code § 78l.

l'intérieur des frontières des États-Unis<sup>15</sup>. De manière similaire, le Code monétaire et financier français oblige toute personne ou entité, procédant à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé français, à respecter les obligations d'information énoncées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF)<sup>16</sup>. Autrement dit, toute entreprise qui cherche à effectuer des activités boursières sur l'un des marchés financiers français, se voit obliger de respecter les dispositions du droit boursier français. Par conséquent, les entreprises souhaitant accéder à un marché appartenant à l'un de ces deux pays sont soumises à un ensemble de règles obligatoires, en particulier, en matière d'enregistrement et de divulgation d'informations. Le respect de ces obligations est assuré par des sanctions civiles et pénales résultant des dispositions anti-fraude.

Ainsi, en règle générale, les lois américaines et françaises ont adopté le principe de territorialité comme critère d'application à l'égard de transactions prenant place sur leurs territoires respectifs, ou ayant un effet substantiel sur lesdits territoires.

En pratique, le principe de territorialité est facile à appliquer lorsque tous les éléments constitutifs d'une activité boursière donnée surviennent à l'intérieur d'un même État. L'application de ce principe est plus complexe lorsque deux ou plus de ces éléments ont lieu sur les territoires de deux, ou plusieurs, États. Par exemple, quand dans une infraction boursière, l'acte punissable commence dans un État et se consume dans un autre. C'est également le cas lorsque l'acte punissable se compose de plusieurs éléments qui s'accomplissent dans deux ou plusieurs États. Pour faire face à de telles situations, le droit international a développé deux concepts : le principe de territorialité subjective et le principe de territorialité objective. Le principe de territorialité subjective confère à l'État la compétence pour poursuivre et sanctionner tout acte commis sur son territoire et qui viole la loi, même si le résultat a eu lieu sur le territoire d'un autre État.

---

<sup>15</sup> Nous verrons plus tard comment les cours ont, dans les cas subséquents, jugé que la loi américaine s'appliquait également à certains comportements survenant en dehors des frontières américaines.

<sup>16</sup> Code monétaire et financier, article L 412-1: Sans préjudice des autres dispositions qui leur sont applicables, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération, dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.



Traditionnellement, l'État garde sa compétence pour statuer sur tout acte commis sur son territoire<sup>17</sup>. Le principe de territorialité objective confère, quant à lui, la compétence à l'État pour poursuivre et sanctionner une conduite, contraire à la loi, commise à l'étranger dont le résultat ou les effets se sont répercutés sur son territoire. Certains pays comme les États-Unis et la Grande Bretagne<sup>18</sup> ont promu l'idée d'un critère de rattachement du comportement dommageable, afin d'édicter des règles pour réguler ce comportement. En effet, bien que commis à l'extérieur des frontières d'un État, dès lors que ce comportement a des répercussions sur son territoire (résultat ou impact), il existe un critère de rattachement permettant à l'État en cause, dans certaines conditions, de réguler ledit comportement.

Le critère d'application de ces deux principes mentionnés plus haut est un critère spatial. Alors que le premier est fondé sur le lieu où l'acte punissable est commis, le second, quant à lui, se base sur le lieu de l'impact, dans la mesure où cet impact est considéré comme l'un des éléments constitutifs de l'infraction. Cependant, en matière boursière, ces deux principes sont à l'origine d'interprétations extensives de la compétence territoriale.

### **Diminution de l'importance du principe de territorialité : l'enjeu de la globalisation**

Avec la globalisation et l'augmentation considérable des activités transfrontalières, le principe de territorialité est en train de perdre de son éclat. C'est notamment le cas dans le domaine boursier où certains pays ont développé une vision extensive du champ d'application de leurs lois. Aux États-Unis par exemple, en l'absence d'intention claire du Congrès, les cours américaines interprétaient les deux principes susmentionnés (le principe de territorialité subjective et le principe de territorialité objective) de manière extraterritoriale. Si traditionnellement elles affirmaient que les lois de 1933 (*the Securities Act*) et de 1934 (*the Securities Exchange Act*) n'accordaient pas de compétence extraterritoriale, elles ont toutefois exercé leur compétence, dans de nombreuses

---

<sup>17</sup> Généralement, l'État se réclame compétent pour régir tout acte effectué sur son territoire. L'article 113-2 du Code pénal français dispose que «*La loi pénale française est applicable aux infractions commises sur le territoire de la République. L'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire*».

<sup>18</sup> Daniel C. MACLEAN, «The transnational investment company and the federal securities laws», *Columbia Journal Of Transnational Law*, Vol. 12:1-1973 ; George WINTHROP HAIGHTI, «International law and extraterritorial application of the antitrust laws», *The Yale Law Journal*, Vol. 63: 639-1954.

affaires, à l'égard d'activités effectuées en dehors des États-Unis, en se basant sur le fait que celles-ci violaient des législations américaines et endommageaient des investisseurs américains.

À l'heure actuelle, de nombreux États ont pris conscience que la nature des activités effectuées sur les marchés boursiers, caractérisées par leur internationalité, exige l'édiction de normes modérées qui dépassent les restrictions du principe de territorialité. Les lois nationales doivent être en mesure de suivre l'évolution rapide des marchés financiers. Pour que les autorités nationales compétentes atteignent leurs objectifs, il faut qu'elles dépassent la notion traditionnelle du principe de territorialité<sup>19</sup> en faveur d'une nouvelle notion ayant un aspect plus moderne, mais aussi plus controversé : l'extraterritorialité du droit boursier.

### **Notion d'extraterritorialité**

Qu'entendons-nous par l'extraterritorialité du droit boursier ? Posons-nous d'abord quelques questions : la France peut-elle, par exemple, prétendre que ses dispositions concernant la publication d'un prospectus s'appliquent à une entreprise française cotée uniquement sur un marché boursier américain ? Peut-elle prétendre que ses dispositions relatives à la lutte contre la fraude sur les marchés financiers (dispositions anti-fraude) s'appliquent à un délit d'initié, commis sur un marché chinois par un Français, et relatif à l'achat de titres d'une entreprise russe cotée sur ledit marché ? Le juge français peut-il se déclarer compétent pour poursuivre un délit financier, commis à l'étranger et n'étant pas réprimé de la même manière par l'État dans lequel il a été accompli, voire probablement, non réglementé ? De tels scénarios posent essentiellement la question de l'autorité légitime d'un État à appliquer ses législations à une situation donnée dont une partie, ou plus, s'est réalisée sur le territoire d'un autre État.

Par extraterritorialité<sup>20</sup>, nous entendons l'impact que produit un droit (une législation, une

---

<sup>19</sup> La Professeure Hélène RUIZ FABRI évoque une possible perte de validité du principe de territorialité et, en quelque sorte, une possible marginalisation du principe en raison de la porosité du territoire à des mouvements que l'État ne maîtrise plus, Hélène RUIZ FABRI, «Immatériel, territorialité et État», Archives de Philosophie du Droit, 43 (1999), p. 191.

<sup>20</sup> Jean PAULIN NIBOYET, *Traité de droit international privé français. Tome V . La territorialité (fin). L'extraterritorialité : Obligations. Personnes physiques et morales*, Recueil Sirey, 1948. L'auteur définit

loi, une réglementation, une décision administrative ou un jugement) à l'extérieur de l'État d'origine de celui-ci. Une norme est extraterritoriale si, au moment où elle opère, elle prétend régir des personnes ou des biens situés sur le territoire d'un État tiers, ou contrôler des actes ou des situations se composant de faits dont, une partie ou la totalité, ont eu lieu à l'extérieur du territoire de l'État régulateur<sup>21</sup>.

Il est vrai que la doctrine pose le principe selon lequel *les lois nationales ne produisent pas d'effets extraterritoriaux*<sup>22</sup>. Cependant, il est vrai, qu'en réalité, l'État édicte certaines lois en sachant que leurs effets seront ressentis sur les territoires de pays tiers. La loi boursière, obligeant les entreprises cotées à fournir des informations relatives à leurs opérations effectuées sur les marchés étrangers, en est un exemple. Il en résulte que chaque règle juridique a deux dimensions spatiales : la zone où elle peut être exécutée et la zone où elle est destinée à influencer un comportement déterminé. La première zone est limitée, en vertu du droit international, au territoire de l'État régulateur. La deuxième peut aller au-delà de ledit territoire.<sup>23</sup>

Lorsque un événement ou les conséquences de celui-ci, prend place en deux États distincts, ou plus, les juridictions de ces États possèdent respectivement le droit de revendiquer leur compétence pour statuer sur ce même événement. Une entreprise française cotée sur un marché financier américain pourrait se trouver ainsi concurremment soumise à la législation française et à celle des États-Unis ; par conséquent, elle se trouve parfois obligée de respecter des obligations incompatibles voire contradictoires. Il est donc possible de supposer que, généralement, chaque activité boursière se composant d'un ensemble d'éléments liés à deux États ou plus, peut poser la question de l'extraterritorialité du droit boursier. Historiquement, les États-Unis sont le pays le plus agressif dans l'application extraterritoriale de leurs lois<sup>24</sup>. La position de la France est, semble-t-il, l'extraterritorialité comme l'application de la loi d'un État donné à un fait qui se produit sur le territoire d'un autre État , ou encore l'application à un fait qui se produit en pays étranger, de la loi d'un troisième pays.

<sup>21</sup> Jean COMBEAU et Serge SUR, *Droit international public*, 8<sup>ème</sup> édition, Montchrestien, Lextenso édition, 2008 ; Evelyne FRIEDEL-SOUCHU, *Extraterritorialité du droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté Européenne*, L.G.D.J, 1994.

<sup>22</sup> Dominique CARREAU et Fabrizio MARRELLA, *Droit international*, 11<sup>ème</sup> édition, Pedone, 2012.

<sup>23</sup> Lvon LUTTEROTTI, *US extraterritorial economic sanctions and the EU blocking statute* (doctoral thesis, Vienna University, 2003).

<sup>24</sup> International Chamber of Commerce, *The extraterritorial application of national laws*, edited by Dieter LANGE and Gary BORN, Paris ; New York : ICC Pub. ; Deventer ; Boston : Kluwer Law and Taxation Publishers, c1987. The authors pointed out that the United States has historically asserted far broader extraterritorial jurisdiction than have most other countries ; Karl M. MEESEN, *Extraterritorial jurisdiction in theory and practice*, Kluwer Law International,

incertaine, cependant il est possible de considérer qu'elle a adopté une approche plus restrictive de la compétence extraterritoriale en matière boursière.

### **La licéité de l'extraterritorialité du droit boursier**

Il s'agit ici d'aborder les questions concernant la licéité de l'extraterritorialité du droit boursier, et les limites imposées par le droit international à la revendication de compétence extraterritoriale en matière boursière. La portée extraterritoriale du droit boursier doit être déterminée conformément aux principes du droit international. Autrement dit, la licéité de l'exercice extraterritorial de la compétence en matière boursière doit être appréciée au regard des principes du droit international qui déterminent la compétence. Le droit international impose des restrictions sur l'exercice extraterritorial de la compétence. La compétence juridique d'un État se compose d'une compétence normative et d'une compétence d'exécution. Alors que la deuxième est en principe strictement limitée au territoire de l'État, il est reconnu en droit international qu'un État peut édicter des règles influençant des comportements ou des activités au-delà de ses frontières. L'affaire Lotus<sup>25</sup> confirme cette thèse. Mais le droit international encadre la compétence étatique au travers de plusieurs principes, en particulier le principe de souveraineté et le principe de non-intervention. La souveraineté signifie que l'État est libre de déterminer l'étendue de sa compétence. Mais cette liberté est limitée par la liberté et par la souveraineté des autres États. Il est impossible de concilier les libertés de tous les États si ces libertés sont absolues. Dans ce contexte, le principe de non-intervention vient aider le principe de souveraineté dans la détermination de l'étendue de la compétence étatique. La transgression de ce principe rend illégal l'exercice extraterritorial de la compétence. Il constitue ainsi un obstacle considérable à l'extraterritorialité. La Cour Internationale de Justice confirme cette présomption dans l'affaire *Nicaragua* en estimant que le principe de non-intervention «interdit à tout État ou groupe d'États d'intervenir directement ou indirectement dans les affaires intérieures ou extérieures d'un autre État. L'intervention interdite doit donc porter sur

---

1996. The author pointed out that typically, the United States has been the most aggressive country in applying its laws in an extraterritorial manner ; Paul LANOIS, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *Journal of international law and policy*, Vol. 4:1-2007: «The United States has consistently been at the forefront of the extraterritorial application of its legislation, and has extensively used this practice in the area of competition/antitrust law, and to a lesser extent, in criminal, environmental, financial and securities law».

<sup>25</sup> Affaire du Lotus, Cour permanente de justice internationale, arrêt du 7 septembre 1927, Recueil C.P.J.I. Série A, n° 10.

*des matières à propos desquelles le principe de souveraineté des États permet à chacun d'entre eux de se décider librement. Il en est ainsi du choix du système politique, économique, social et culturel et de la formulation des relations extérieures. L'intervention est illicite lorsque à propos de ces choix, qui doivent demeurer libres, elle utilise des moyens de contrainte*»<sup>26</sup>. Un État peut donc exercer une compétence extraterritoriale en matière boursière dans la mesure où un tel exercice n'interfère pas dans le libre choix de la politique réglementaire boursière d'un autre État. Ainsi, un auteur a écrit que *«a State has a right to extraterritorial jurisdiction where its legitimate interests are concerned, but the right may be abused and it is abused when it becomes essentially an interference with the exercise of the local jurisdiction»*<sup>27</sup>. Dans ces limites susmentionnées, l'extraterritorialité du droit boursier est autorisée par le droit international<sup>28</sup>. Par conséquent, la revendication de compétence en matière boursière étant simplement qualifiée d'extraterritoriale, elle ne peut être préjugée illicite<sup>29</sup>. L'extraterritorialité n'est donc pas condamnable en tant que telle<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Affaire Nicaragua v. United States of America, Cour Internationale de Justice, arrêt du 27 juin 1986, Recueil C.I.J 1986, paragraphe 205.

<sup>27</sup> Robert.Y. JENNINGS, «Extraterritorial Jurisdiction and the United States Antitrust Law», *British Yearbook of International Law*, 33 :146-1957, at 153.

<sup>28</sup> Le professeur Louis d'AVOUT souligne que dans le «vrai» droit international, *«les compétences des États sont concurrentes en matière législative et contentieuse ; la territorialité n'est pas, en la matière, préférable à l'extraterritorialité ; l'exercice de ces compétences, distinguées de la compétence d'exécution matérielle, est illimité sous la réserve du déraisonnable et à charge de justification éventuelle dans l'hypothèse rare du contentieux entre États»*, Louis D'AVOUT, «L'extraterritorialité vue de Sirius. - (où il est question d'extraterritorialité "régulatoire", entre autres difficultés actuelles d'un droit mondial des affaires peu coordonné)», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

<sup>29</sup> Ce constat est compatible avec la décision n° 81-132 DC du 16 janvier 1982 du Conseil constitutionnel considérant qu'une loi, (en l'occurrence la loi de nationalisation), ne peut pas être jugée inconstitutionnelle du seul fait d'avoir des effets extraterritoriaux. Conseil constitutionnel, n° 81-132 DC du 16 janvier 1982, loi de nationalisation.

<sup>30</sup> Ce constat est également valable dans d'autres domaines. Concernant les contentieux supranationaux, le professeur Louis d'AVOUT explique que *«l'extraterritorialité n'est pas condamnable en tant que telle, aux yeux d'un juge supranational rompu à l'examen des effets des législations locales débordant par-delà les frontières. Cependant, les effets extraterritoriaux du droit sont sous contrôle et les excès susceptibles d'être par divers moyens sanctionnés. Dans la jurisprudence de l'OMC, il n'y a pas de condamnation de l'extraterritorialité en tant que telle. Au contraire, celle-ci est banalisée ; tous les titres de compétence étant classiquement tenus pour légitimes, à partir du moment où leur mise en œuvre concrète peut être justifiée. On voit ici qu'une certaine pression s'exerce sur les législations unilatérales et expansionnistes des États, mais qu'il n'y a aucune prohibition de principe de l'extraterritorialité. Il en va de même au sein de l'Union européenne [...]»*. Louis D'AVOUT, «L'extraterritorialité vue de Sirius. - (où il est question d'extraterritorialité "régulatoire", entre autres difficultés actuelles d'un droit mondial des affaires peu coordonné)», *op. cit.*

Les réglementations boursières américaines et françaises fondées sur le principe de territorialité peuvent avoir une portée extraterritoriale suivant la politique réglementaire de chacun de ces deux pays. Sans doute, la globalisation a imposé un nouveau défi, auquel les autorités nationales essaient de répondre en élargissant le champ d'application de leurs lois. Mais le silence des législateurs américains et français a permis le développement de certaines théories étendant la sphère de compétence du droit national. Parce que les textes de lois fournissent peu d'indications concernant l'étendue et les limites de la compétence, les tribunaux ont essayé d'évaluer la pertinence de l'application extraterritoriale des dispositions boursières au cas par cas. Ce qui a conduit à l'adoption d'approches divergentes, non seulement entre les juridictions de deux pays mais aussi entre les juridictions d'un même pays. La nature et l'importance des critères adoptés par les tribunaux sont soumises à une variété de formulations différentes, et souvent vagues. Ces critères manquant de consistance et de cohérence, ne favorisent pas la sécurité juridique, élément très important pour les opérateurs boursiers : leurs opérations sont-elles soumises à telle ou telle loi ? L'absence d'expression claire de la part des législateurs ainsi que l'adoption par les juridictions de critères incertains concernant l'application extraterritoriale des dispositions boursières, ont entravé la mise en place d'une politique claire en la matière. Par conséquent, les autorités américaines et françaises exercent aujourd'hui une compétence extraterritoriale à l'égard des transactions transfrontalières.

De manière générale, il y a une tendance croissante, parfois excessive, des États à étendre le champ d'application extraterritoriale de leurs lois boursières. Alors qu'en France, les dispositions d'enregistrement et de divulgation d'informations s'appliquent de manière territoriale, les dispositions anti-fraude peuvent être interprétées de manière extensive et peuvent, par conséquent, juger tout le monde. Aux États-Unis, l'étendue de ces dernières dispositions a été limitée par l'arrêt Morrison<sup>31</sup>. L'application extraterritoriale du droit boursier américain a été critiquée comme une forme d'impérialisme juridique et économique. Pendant plus de quarante ans, les dispositions anti-fraude américaines menaçaient non seulement les opérateurs intervenant sur les marchés américains, mais aussi ceux qui n'avaient jamais effectué d'opérations sur lesdits marchés. Bien qu'aujourd'hui, l'extension de ces dispositions soit limitée, les obligations d'enregistrement et de divulgation d'informations continuent à s'appliquer de manière extraterritoriale (l'arrêt Morrison ne limitant que l'extension des dispositions anti-fraude, en particulier, celles contenues dans l'article 10(b) de la loi *Securities Exchange Act*).

---

<sup>31</sup> Morrison v. National Australia Bank, 130 S. Ct. 2869 (2010).

## L'enjeu de l'extraterritorialité du droit boursier à l'heure actuelle

La question de l'application extraterritoriale du droit est une question classique<sup>32</sup>. Mais elle n'est pas usée. Au contraire, en matière boursière, elle n'est pas seulement intensifiée, mais le changement des échelles et l'évolution des modèles juridiques dominant sont tels que l'on peut se demander si les sujets, qui étaient des sujets relativement typiques de croisement de logique, ne se sont pas aussi transformés. Les activités boursières nationales ont pris beaucoup d'ampleur, en raison de la taille, des moyens d'investissement, de la structure des entreprises, du marché et de son fonctionnement, etc. La globalisation financière et l'augmentation considérable des transactions transfrontalières, qui ne reconnaissent plus les limites géographiques des États-nations, transforment en profondeur l'ensemble des questions juridiques<sup>33</sup>. Donc la question de l'application extraterritoriale du droit boursier est une question toujours d'actualité, mais aussi une question neuve. Parce que le changement des échelles et l'évolution des systèmes juridiques font que le monde du droit se transforme.

En matière boursière, la question de l'extraterritorialité du droit a son importance, en raison de l'augmentation accrue et accélérée des opérations boursières transfrontalières. L'augmentation du nombre et la complexité des transactions internationales, soulèvent dans un même temps, des questions de plus en plus complexes quant à l'application du droit boursier national à ces transactions. En effet, la globalisation financière et l'accroissement considérable des activités boursières traversant les frontières posent des défis importants concernant la capacité des États et des autorités compétentes nationales à imposer leurs politiques réglementaires à ces activités. Il y a ainsi une tension permanente entre la réglementation boursière, caractérisée par son caractère national, et la nature de plus en plus globale des opérations boursières. Ce domaine d'activité a, toujours été tiraillé entre la nécessité d'attirer entreprises et capitaux, et le souci de réglementation, notamment en raison du profil des investisseurs. La globalisation entraîne une profonde

---

<sup>32</sup> Voir dans ce sens, SYNDET Hervé, «Les enjeux de l'extraterritorialité en droit financier : introduction», *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, Novembre 2015, dossier 49.

<sup>33</sup> Nous voyons ainsi Laurent COHEN-TANUGI écrire : «Ce qui, à l'ère des États-nations et de l'ordre international westphalien, relevait de l'exception et de l'anomalie – l'application extraterritoriale des droits nationaux – est devenu, à l'heure de la globalisation, sinon la norme, du moins une réalité incontournable et un moteur de plus en plus universel de la régulation des affaires du monde», Laurent COHEN-TANUGI, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

interconnexion<sup>34</sup> dans laquelle les identités des émetteurs, intermédiaires et investisseurs deviennent sans importance. Par conséquent, la politique réglementaire nationale ne peut plus être pleinement mise en œuvre sans répercussions transnationales. La croissance des transactions transnationales suscite donc de plus en plus de difficultés en ce qui concerne l'extension des différents régimes boursiers nationaux. Une transaction boursière peut être liée à plusieurs pays par plusieurs liens de rattachement : la nationalité de l'investisseur et/ou le lieu de sa résidence, la nationalité de l'émetteur et celle de l'intermédiaire, le lieu de réalisation de l'opération, le lieu de la commission du comportement illégal. Ainsi, lorsque ces éléments sont rattachés à différents États, ces derniers peuvent réclamer leur compétence. Considérant la nature actuelle des marchés boursiers et des opérations boursières, il est fort probable que les réglementations nationales produisent des effets en dehors des frontières nationales. Les États tentent de donner à leur législation le plus large effet possible afin de saisir la globalisation financière. Ils cherchent à étendre le champ d'application de leurs réglementations boursières nationales à des situations et comportements situés hors de leur territoire afin de protéger leurs marchés et les intervenants sur ces marchés<sup>35</sup>. Dans ce cadre, l'extraterritorialité peut être vue comme une réponse des États à la globalisation<sup>36</sup>. En particulier, les États-Unis considèrent que le droit international est incapable d'appréhender la globalisation financière. Ce qui explique par conséquent, qu'ils aient fréquemment recours à l'application extraterritoriale de leur droit boursier pour protéger leurs marchés et leurs investisseurs.

Bien qu'il ne soit pas surprenant que certains pays aient conscience de la nécessité d'appliquer leurs lois boursières de manière extraterritoriale, l'analyse de ce phénomène témoigne de difficultés considérables. En effet, l'affirmation d'une compétence extraterritoriale tend, inévitablement à un système de compétence universelle. De nombreuses activités ont des effets bien au-delà des limites géographiques auxquelles sont soumises les autorités nationales<sup>37</sup>. Ainsi, la

<sup>34</sup> Le professeur Sébastien NEUVILLE considère que le marché constitue sans conteste «*le terrain sur lequel l'interdépendance planétaire s'est le plus rapidement manifestée, pour le meilleur comme pour le pire*», Sébastien NEUVILLE, «Marché et justice – Pour une nouvelle culture financière», in Les défis actuels du droit financier, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 12.

<sup>35</sup> Voir dans ce sens, Didier MARTIN, «L'extraterritorialité en droit des marchés financiers», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, Novembre 2015, dossier 52.

<sup>36</sup> Voir dans ce sens, SERRA Claude et BOUCOBZA Xavier, *Examen de questions liées à certaines conséquences juridiques d'un changement de contrôle d'Euronext, NV devenant filiale de NYSE Euronext*, Rapport fait à l'attention du Conseil de l'Association Paris EUROPLACE, décembre 2006, p. 16, en ligne : <http://www.paris-europlace.com/fr>.

<sup>37</sup> Le professeur Berman souligne dans ce contexte que «*The problem, of course, is that local communities are now far more likely to be affected by activities and entities with no local presence. Cross-border interaction obviously is not a new phenomenon, but in an electronically connected world the effects of any given action may immediately be felt*



question de la répartition des compétences entre ces autorités pour réguler les opérations transfrontalières devient de plus en plus importante. L'affirmation extraterritoriale de la compétence reflète également des préoccupations légitimes des États souverains quant à l'exercice du pouvoir et de l'autorité au sein de la communauté internationale. Les relations internationales sont dominées par le pouvoir et l'intérêt national. Alors que conformément au droit international les États sont égaux<sup>38</sup>, certains États essaient d'élargir l'étendue et la portée de leur pouvoir. Ils cherchent à étendre leurs ordres juridiques au-delà de leurs frontières. Cette extension du pouvoir est traduite en matière boursière en termes de capacité des autorités nationales à affirmer leur compétence de manière unilatérale à l'égard des opérateurs et opérations situés en dehors de leurs territoires. D'une part, cette pratique reflète une bataille entre les États pour la domination en matière d'élaboration des normes juridiques internationales. D'autre part, elle expose les opérateurs de marchés à des risques considérables.

De plus, chaque État a son régime juridique et économique. L'application extraterritoriale du droit boursier peut interférer dans les affaires internes des autres pays, ce qui entraîne un chevauchement de compétences et des conflits entre États souverains. En effet, en raison de leur souveraineté les États ont compétence pour régir des situations prenant place et/ou ayant des effets, sur leur territoire. Seulement cette compétence se trouve également limitée par la souveraineté d'autres États, dès lors qu'une même opération boursière, a un lien de rattachement avec plusieurs États. De ce fait, lorsqu'un État se prétend compétent pour statuer sur des éléments situés en dehors des limites de sa souveraineté, il entre en conflit avec d'autres États essayant de défendre leur propre souveraineté. Cependant, dans le domaine boursier, l'augmentation des activités transnationales a engendré diverses initiatives juridiques essayant de changer notre compréhension de la souveraineté telle que traditionnellement comprise. Il y a ainsi une diminution du pouvoir absolu de l'État à soumettre les relations apparues à l'intérieur de ses frontières à son propre droit boursier. Ainsi, pour certains auteurs le système traditionnel de l'État-nation est en déclin. C'est pourquoi est en train de surgir, par nécessité, une compétence souple et partagée pour rendre compte de notre monde, de

---

*elsewhere with no relationship to physical geography at all. Thus, although it is not surprising that local communities might feel the need to apply their norms to extraterritorial activities based simply on the local harms such activities cause, assertions of jurisdiction on this basis will almost inevitably tend toward a system of universal jurisdiction because so many activities will have effects far beyond their immediate geographical boundaries». Paul Schiff BERMAN, «The globalisation of jurisdiction», *University Of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151, NO.2 :319-december 2002.*

<sup>38</sup> La charte de l'ONU dispose dans son article 2, paragraphe 1 que : «L'Organisation est fondée sur le principe de l'égalité souveraine de tous ses membres».

plus en plus interconnecté.<sup>39</sup> La globalisation a pour conséquence de créer un système qui ne délimite plus les intérêts étatiques aux limites territoriales. Plus particulièrement, le développement du mouvement de la globalisation et des théories de compétence, ne permettent plus aux concepts territoriaux du pouvoir réglementaire, de déterminer l'étendue du pouvoir des autorités nationales<sup>40</sup>.

La globalisation remet en question la souveraineté territoriale des États. En particulier, elle suscite une contradiction entre deux tendances : rétablir et réaffirmer la pertinence de la souveraineté étatique, et rejeter le principe de territorialité comme base de la compétence. Les marchés boursiers sont devenus de plus en plus interconnectés. Les limites géographiques présentent moins d'obstacles que jamais aux transactions transnationales. Cependant, alors que cela semblent suggérer que les frontières nationales sont sans importance, cette présomption ne correspond pas à la réalité réglementaire. Il y a une exception à cette globalisation continue : la compétence à établir des règles boursières et à les exécuter. Le principe selon lequel le pouvoir de prescrire et d'appliquer les lois boursières est territorial, est un principe internationalement reconnu. La plupart des marchés boursiers sont réglementés sur une base nationale. Les objections des différents États à l'application extraterritoriale du droit boursier américain, en forme d'*amicus curiae* présentées dans l'affaire Morrison<sup>41</sup>, montrent que, malgré les changements pragmatiques opérés dans le secteur boursier qui avancent la volonté de concevoir la souveraineté de façon non territoriale, il s'avère difficile de réconcilier la compétence juridique et la déterritorialisation de la souveraineté nationale. Un détachement entre les concepts de la souveraineté et de la compétence produit sans doute des conséquences politiques, économiques et juridiques considérables<sup>42</sup>. Ainsi, même si la globalisation affaiblit la souveraineté territoriale des États, en pratique, ces derniers gardent toujours le pouvoir<sup>43</sup>. En effet, «*l'État apparaît le pôle organisateur à partir duquel*

---

<sup>39</sup> Jeffrey A. MEYERT, «Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U.S. Law», *Minnesota Law Review*, 95: 111-2010. Voir également : Ignaz SEIDL-HOHENVELDERN, *International economic law*, Nijhoff Publishers, 1989, p. 22, qui considère que les États sont devenus de plus en plus dépendants les uns des autres. La reconnaissance de cette réalité avait conduit les États à écarter la notion de souveraineté absolue en faveur de la souveraineté relative.

<sup>40</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Territory, Territoriality, and the Resolution of Jurisdictional Conflict», *The American Journal Of Comparative Law*, Vol. 57:634-2009.

<sup>41</sup> Morrison v National Australia Bank Ltd, 130 S. Ct. 2869 (2010).

<sup>42</sup> Voir dans ce sens, Suzanne E. GORDON, «Changing concepts of sovereignty and jurisdiction in global economy : Is there a territorial connection ?», Working Paper Series Number 1, 2001, available at:

<http://ccges.apps01.yorku.ca/wp/wp-content/uploads/2008/12/gordon-changing-concepts-of-sovereignty-and-jurisdiction-in-the-global-economy-is-there-a-territorial-connection.pdf>.

<sup>43</sup> Le professeur Sébastien NEUVILLE souligne que «*même si les États continuent à jouer un rôle important, ils sont*

*s'agence la répartition des espaces*»<sup>44</sup>, explique le Professeur Serge SUR. La souveraineté continue donc à être un concept pertinent en termes politiques, sociaux, économiques et juridiques. Mais pour le moins, le processus de la globalisation des marchés boursiers et les changements qui en découlent dans les stratégies réglementaires transfrontalières, permettent d'admettre que les lois boursières peuvent avoir une portée extraterritoriale. La question demeure donc aujourd'hui de savoir comment réguler les activités boursières transfrontalières dans un environnement juridique qui définit toujours la souveraineté réglementaire comme une prérogative territoriale.

Dans un système juridique fondé sur la souveraineté territoriale, le principal moyen pour protéger les intérêts réglementaires nationaux dans une situation présentant des liens de rattachement avec plusieurs pays est l'application du droit interne. En effet, les législateurs, les régulateurs et les tribunaux nationaux ont répondu à la globalisation et à la nécessité de protéger les investisseurs et marchés locaux en appliquant les lois boursières nationales aux transactions et comportements transnationaux et étrangers. Ainsi, à titre d'exemple, la menace que pèse la globalisation des marchés boursiers sur la compétence des autorités américaines, a été contrée par les efforts de la *Securities and Exchange Commission* (la SEC) pour donner aux lois boursières américaines une application extraterritoriale ; les tribunaux américains ont contribué à l'accentuation de cette tendance<sup>45</sup>. La politique américaine consistait, en effet, à étendre le champ d'application du droit boursier américain de manière unilatérale pour assurer la protection des investisseurs et marchés boursiers américains. Sans doute, les marchés boursiers américains sont les plus importants et les plus ouverts au niveau mondial<sup>46</sup>. Le droit boursier américain a donc été invité depuis longtemps à régir des opérations boursières transnationales. L'utilisation de

---

*largement débordés par une activité économique qui s'est affranchie des frontières. Faut-il en conclure que le rôle des États a disparu ? L'exemple de la crise montre, bien au contraire, que les États seuls ou collectivement ont su se réapproprier une fonction leur permettant de corriger les erreurs et les dysfonctionnements du marché. Il pourrait presque sembler que, lorsque tout semble s'effondrer, seule la garantie des États reste crédible*», Sébastien NEUVILLE, «Marché et justice – Pour une nouvelle culture financière», *op. cit.*, p. 13.

<sup>44</sup> Serge SUR, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au début du XXI<sup>e</sup> siècle* La Documentation Française, 2014, p. 52.

<sup>45</sup> Roberta S. KARMEL, «The second Circuit's Role in Expanding the SEC's Jurisdiction Abroad», *ST. John's Law Review*, Vol. 65:743-1991.

<sup>46</sup> «La capitalisation boursière des actions américaines représentait à fin novembre 2015 près de 26 000 milliards de dollars, soit plus de 38% de la valeur totale de l'ensemble des actions cotées dans le monde (soit environ 68 000 milliards de dollars)» ; MONEystore, «Quels sont les différents marchés boursiers américains ?», *MoneyStore*, Publié le 14 janvier 2016 par I.de.L, en ligne: <http://moneystore.be/2016/actions-2/quels-diffrents-marches-boursiers-americains>.

l'extraterritorialité a permis aux États-Unis de jouer un rôle dominant en matière boursière au niveau international.

En Europe, les États membres de l'Union européenne (UE) cherchent à créer un marché unique dans lequel les biens, les services, les capitaux et les personnes circulent librement. Avec le développement de l'UE, un droit communautaire boursier a commencé à émerger. Il vise à harmoniser les droits boursiers des États membres de l'UE. L'intégration européenne demeure le moteur de convergence le plus remarquable et le plus actif pour les réglementations et les pratiques des places européennes<sup>47</sup>. L'importance croissante des marchés boursiers européens et les avantages tirés du passeport européen attirent de plus en plus d'entreprises non-européennes ; ce qui a permis aux autorités des États membres et aux autorités européennes d'exercer leurs pouvoirs sur un nombre croissant d'opérateurs étrangers et d'opérations transfrontalières. Ainsi, contrairement à l'unilatéralisme américain, la méthode que l'UE a choisi pour régir les activités internationales repose essentiellement sur l'idée de la coopération et de l'harmonisation<sup>48</sup>. Face à une concurrence accrue des marchés européens et asiatiques, les places américaines ne sont plus majoritairement dominantes comme cela a été le cas jusqu'à la fin du siècle dernier<sup>49</sup>. Les États-Unis entrent aujourd'hui en période de «*repli américain*» et «*constatent les limites d'un modèle de puissance*»<sup>50</sup>. La prise de conscience par les autorités américaines de cette réalité, le risque de conflit important et continu entre les lois américaines et étrangères en raison de l'application extraterritoriale extensive, et parfois abusive, du droit boursier américain et les objections persistantes des opérateurs non-américains ont mené récemment les autorités américaines à restreindre le champ d'application du droit boursier américain. «*L'époque où le juge et le régulateur d'outre-Atlantique s'efforçaient d'étendre la protection du droit boursier américain aux épargnants de la planète est révolue*», écrit

---

<sup>47</sup> Claude SERRA et Xavier BOUCOBZA, *Examen de questions liées à certaines conséquences juridiques d'un changement de contrôle d'Euronext, NV devenant filiale de NYSE Euronext*, op.cit., p. 7.

<sup>48</sup> Le professeur Serge SUR souligne que «*le modèle européen s'oppose terme à terme au défi américain, à la visée hégémonique et à l'unilatéralisme... Les valeurs communes de l'Ue trouvent leur expression sur le plan universel : préférence pour le multilatéralisme ; coopération préférée à la confrontation ; réticence à l'égard de la coercition...*», Serge SUR, *Un monde en miettes, les relations internationales à l'aube du XXIe siècle*, La Documentation Française, 2010, p. 226.

<sup>49</sup> Eric C. CHAFFEE, «*A Call for Legislative Reform: Expanding the Extraterritorial Application of the Private Rights of Action Under Federal Securities Law While Limiting the Scope of Relief Available*», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol 22:1-Winter 2017, p. 3.

<sup>50</sup> Serge SUR, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au début du XXIe siècle*, op. cit., p. 17.

un auteur<sup>51</sup>. Cette tendance est accentuée dans l'affaire Morrison. Alors que cette décision a maintenant quelques années, elle inspire encore, et largement comme nous le verrons, les développements de la question de l'extraterritorialité, non seulement en droit américain, mais aussi dans d'autres droits. La décision indique, pour reprendre les termes de certains auteurs, «*a reversal of the role of the US as an international securities policeman. Perhaps more disparagingly, it signals an end to the aggressive approach to extraterritoriality adopted by US courts that has been portrayed as legal imperialism by some commentators*»<sup>52</sup>. L'évolution de cette question depuis l'arrêt Morrison, la loi Dodd-Frank, la volonté de la SEC ainsi que celle du gouvernement de rélargir le champ d'application spatial du droit boursier américain laisse la question de l'extraterritorialité largement ouverte au débat en droit américain. Au moment où les tribunaux américains continuent à prendre des décisions restreignant la portée extraterritoriale des dispositions boursières étasuniennes, certains pays, dont des pays européens (et en particulier les Pays-Bas), tentent d'étendre le bras de leurs lois boursières pour combler le vide laissé par le droit américain. À cet égard, la France continue d'appliquer ses dispositions anti-fraude de manière extraterritoriale. Ces développements en droit américain et les tentatives de certains pays de jouer un rôle semblable à celui joué par les juridictions américaines avant la décision Morrison, promettent des évolutions substantielles dans la question de l'application extraterritoriale du droit boursier.

Ce travail se limite à mener une étude comparative entre le droit boursier américain et le droit boursier français<sup>53</sup>. Certainement, les enjeux de l'extraterritorialité ne sont pas spécifiques à ces deux pays. Le choix de ces deux pays (un pays du *commun law* et un pays du *civil law*) permet de comparer deux systèmes juridiques, ayant les mêmes objectifs (la protection des investisseurs et des marchés boursiers), et adoptant des logiques juridiques différentes. La comparaison est intéressante parce que les États-Unis ont fait le choix d'appliquer leurs lois boursières de manière

---

<sup>51</sup> Laurent COHEN-TANUGI, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

<sup>52</sup> Peta SPENDER and Michael TARLOWSKI, «Morrison V National Australia Bank Ltd, Adventures On The Barbary Coast: Morrison And Enforcement In A Globalised Securities Market», *Melbourne University Law Review*, Vol 35:282-2011.

<sup>53</sup> Il aurait été plus évident de faire une étude comparative entre le droit européen et le droit américain (deux systèmes fédéraux), mais les États membres de l'Union européenne disposent d'une marge de liberté plus importante que celle des États fédérés dans le système américain (ceux-ci n'ont pas de compétence individuelle en matière boursière et tout relève de l'État fédéral), ou comme l'explique un auteur, «L'Union européenne dispose "ratione materiae" d'un champ de compétences beaucoup plus réduit que l'État central américain», Emmanuel AUBER, «États-Unis Versus Union Européenne, observations comparatives sur la répartition des compétences», *Revue du marché commun et de l'Union européenne*, n°517, avril 2008, p. 224.

extraterritoriale unilatérale, la France quant à elle, faisant partie de l'UE, a une vision coopérative concernant la question de l'extraterritorialité. Il est important de noter que le choix de la France permet d'étudier à la fois le modèle de l'UE (étant donné qu'il est aujourd'hui possible de dire que, le droit boursier des États membres est d'origine communautaire) et la spécificité française. L'examen du système français permet d'étudier les marges de manœuvre dont dispose la France en tant qu'entité souveraine dans un domaine qui n'est pas entièrement réglementé par le droit communautaire ; ce qui permet d'avoir un double degré de lecture de la question.

De plus, ce choix présente un intérêt parce qu'il existe une asymétrie entre, d'un côté, les États-Unis et la France en tant qu'États et, de l'autre, entre leurs systèmes juridiques. En effet, la puissance économique ainsi que la place financière de ces deux pays, ne sont pas les mêmes. L'un a des marchés plus liquides et attrayants que l'autre, ainsi qu'une puissance économique et une influence lui permettant d'avoir un poids décisif dans l'élaboration des normes (ce n'est pas le cas de la France, mais comme nous le verrons plus loin, c'est, depuis très récemment, le cas de l'Union Européenne). Une étude comparative franco-américaine permet d'examiner s'il existe des éléments de l'ordre de la loi de Goliath (loi du plus fort) ou des éléments qui relèvent de l'intérêt de David (l'intérêt des opérateurs boursiers français et autres, de se mettre sous la protection de la loi du dominateur), dans un rapport David-Goliath. Elle permet également d'examiner s'il est révélateur que l'application extraterritoriale est un instrument de domination du plus fort et d'un modèle ; mais aussi, si pour la France (dont la place boursière est plus petite et la puissance économique moins importante que celle des États-Unis), l'extraterritorialité du droit boursier est un instrument de valorisation pour le petit, ou le signe de la perte de souveraineté, de liberté et d'influence.

Il convient ainsi, après cette précision de choix, de s'interroger, dans un premier temps, sur les difficultés résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier qui constituent l'importance et la particularité de cette question en la matière, avant de souligner ensuite le contexte juridique de l'extraterritorialité du droit boursier américain et français. Ce contexte va permettre de déterminer les matières et les questions formant les axes de cette étude. La détermination de la particularité de la question en matière boursière, les difficultés qu'elle soulève et les résultats à atteindre impliquent le choix délicat d'une méthodologie qui rend possible une comparaison entre le droit boursier américain et français, et d'un plan d'étude qui en rassemble les apports essentiels.

## Les difficultés constituant la particularité de l'extraterritorialité en matière boursière

L'application extraterritoriale du droit pose un nombre important de défis. En droit international, il est accepté que les lois puissent avoir une portée extraterritoriale. Pour cela deux impératifs doivent être respectés : l'existence d'un intérêt légitime à protéger ; le respect du principe de souveraineté et de non-ingérence dans les affaires intérieures des autres États. En matière boursière, l'intérêt légitime à protéger est, en droit français et américain, la protection des investisseurs et des marchés locaux<sup>54</sup>; protection assurée par l'adoption d'une politique de réglementation des opérateurs boursiers assez stricte. Mais comme le note un auteur, «*regulators may compete not over the types and quality of investor protection but rather over jurisdictional boundaries and the extraterritorial application of law*»<sup>55</sup>. Pour cette raison, le respect du deuxième impératif est important. Il se traduit par l'abstention de l'application du droit boursier national aux opérations effectuées sur le marché d'un autre État, parce que la réglementation de ces opérations intéresse la politique financière de l'État dudit marché. Ainsi, l'application extraterritoriale du droit boursier pose des défis à deux niveaux :

- l'application extraterritoriale aux opérateurs boursiers expose ceux-ci à des difficultés considérables et affecte l'investissement transnational et la prospérité de l'économie globale ;
- l'application extraterritoriale aux opérations boursières entraîne des chevauchements de réglementations et de compétences, des conflits entre États et dans certains cas, suscite des réactions hostiles.

Concernant les opérateurs boursiers, l'application extraterritoriale des lois boursières nationales peut avoir des effets importants sur ceux-ci. Une telle application peut entraîner une confusion pour tous ceux qui pourraient être touchés par l'extraterritorialité, car ils ne peuvent pas

---

<sup>54</sup> En droit américain, voir : Jong-Seok KIM, «Sales Of Securities Over The Internet : Extraterritorial Reach And Limit Of The Federal Securities Laws In The U.S.», *Korean J. Of INT'L & COMP. L.*, Vol 30: 40-41, 2002 ; Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, Vol. IX : 89-2003, l'auteur souligne que «*Despite the usual presumption for the territorial application of securities laws, U.S. courts have applied domestic antifraud provisions extraterritorially to transactions in other countries, justifying its actions as necessary to protect U.S. investors and the integrity of US. Markets*». En droit français, voir notamment l'article L. 433-1 du code monétaire et financier qui dispose que la réglementation de l'AMF a pour but «*d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés*».

<sup>55</sup> Stephen J. Choi, «Channeling competition in the global securities market», *The Transnational Lawyer*, Vol. 16 : 111, 119 – 2002.

savoir si une loi nationale s'applique de façon extraterritoriale, et dans quelles situations. Ainsi, l'application extraterritoriale des lois boursières nationales suscite l'incertitude quant aux situations et aux conditions dans lesquelles les investisseurs peuvent être assujettis à une loi donnée. L'interconnexion des marchés financiers a créé de nouveaux risques pour les investisseurs, et de nouveaux moyens pour les entreprises afin d'éviter la mise en cause de leur responsabilité. Les investisseurs et les entreprises passent d'un pays à l'autre en cherchant les normes juridiques les plus favorables à leurs intérêts. L'application extraterritoriale des lois nationales favorise le phénomène de *Forum Shopping*. C'est pourquoi, l'application extraterritoriale du droit boursier américain a incité des investisseurs de toutes nationalités à intenter leurs actions aux États-Unis. Ainsi un investisseur, français par exemple, peut se demander si le fait de se prévaloir de la compétence des tribunaux américains pour poursuivre un défendeur domicilié en France, présente un intérêt, bien que l'opération n'ait aucun lien de rattachement avec les États-Unis. Si les titres achetés et les déclarations frauduleuses ont lieu sur la Bourse de Paris, une action en indemnisation des dommages subis par l'investisseur peut-elle avoir lieu devant une juridiction américaine ? Serait-ce différent si la fraude était commise aux États-Unis ? Un examen approfondi de l'extraterritorialité du droit boursier américain et français montre qu'elle a été utilisée de manière inconsistante. Dans certains cas, les juridictions ont répondu positivement à ces questions et se sont déclarées compétentes, dans d'autres, elles ont rejeté les actions en justice. Actuellement, il n'existe pas de politique cohérente, ni aux États-Unis ni en France, qui puisse fournir aux investisseurs une réponse claire et certaine à ces questions. Cette incertitude peut avoir des répercussions profondes sur l'investissement et la politique économique en général. Dans ce contexte, l'analyse de l'application extraterritoriale du droit boursier doit s'orienter vers la question de savoir si, et dans quelles conditions, les juridictions américaines et françaises ont compétence pour statuer sur des revendications venant des investisseurs étrangers. Mais aussi il est important de savoir si les législateurs américains et français ont voulu fournir une protection et une possibilité de recours aux investisseurs étrangers lésés (autrement dit, savoir quel investisseur a le droit de réclamer l'application de la loi), et comment ces investisseurs répondent à l'évolution de l'application extraterritoriale d'un droit donné.

Par ailleurs, l'application extraterritoriale expose souvent les entreprises à des exigences juridiques contradictoires ou chevauchantes ; ce qui peut entraîner une insécurité juridique, accroître les risques et les coûts liés aux activités boursières et exposer ces entreprises à des litiges excessivement lourds dans des juridictions étrangères. L'extraterritorialité du droit boursier américain, par exemple, constitue un facteur de méfiance, de peur et d'insécurité pour les émetteurs



étrangers, en raison de l'extension de l'application des dispositions anti-fraude, de la différence des principes comptables, des obligations d'enregistrement et de divulgation d'informations entre les États-Unis et les autres pays, et en raison des réglementations strictes des États-Unis. À titre d'exemple, l'application extraterritoriale de la loi *Sarbanes-Oxley* (SOX) peut s'avérer problématique<sup>56</sup>, pour les sociétés étrangères ayant des titres négociés aux États-Unis, ou ayant des filiales américaines, pour les entreprises d'audit étrangères contrôlant les comptes des entreprises étrangères exerçant des activités aux États-Unis, et pour les entreprises américaines ayant des filiales à l'étranger.

La nature transnationale actuelle des activités boursières rend la situation plus complexe. Si une entreprise de droit français a établi des déclarations trompeuses aux États-Unis, qui ont influencé le prix de ses titres négociés en France, y-a-t-il une affirmation extraterritoriale de la compétence de la part des juridictions américaines, si elles se déclarent compétentes pour sanctionner une fraude visant des transactions effectuées sur un marché français ? Il est possible, dans cet exemple, de considérer qu'il n'y a pas d'application extraterritoriale de la compétence, puisqu'un comportement préjudiciable ou un effet néfaste s'est produit aux États-Unis. Toutefois, il est également possible de considérer qu'il y a une application extraterritoriale parce que la loi nationale s'appliquera dans ce cas à un acte ou un effet qui a eu lieu sur le territoire d'un autre État. Cette situation et bien d'autres soulèvent de nombreuses questions : le droit boursier d'un État A s'applique-t-il aux réclamations des demandeurs résultant de comportements commis sur le territoire d'un État B et produisant des effets néfastes sur les investisseurs et les marchés de l'État A ? Quels sont les liens de rattachement qui permettent à une juridiction d'affirmer sa compétence à l'égard d'un opérateur étranger ? Est-il approprié de soumettre un opérateur étranger au droit américain ou français ? Par quels types de réclamations et dans quelles circonstances ? Dans quel cas, un opérateur étranger doit-il respecter les obligations d'enregistrement et de divulgation d'informations du droit français ou américain ? Quelle est la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude contenues dans chacun de ces deux droits ? Quand les tribunaux américains et français devraient-ils appliquer leurs droits respectifs de manière extraterritoriale, et quand devraient-ils se déclarer incompétents, obligeant de cette manière les demandeurs à solliciter la protection d'un autre droit ?

La détermination de l'extension extraterritoriale du droit boursier a des répercussions

---

<sup>56</sup> En particulier, l'application extraterritoriale de la loi *Sarbanes-Oxley* expose les entreprises étrangères à des exigences qui peuvent être contradictoires avec les réglementations d'autres pays concernés, à des coûts onéreux, à des responsabilités accrues et à des exigences supplémentaires souvent inutiles.

importantes sur : d'une part, le choix fait par les émetteurs concernant le marché sur lequel leurs titres seraient enregistrés et négociés ; d'autre part, sur ceux qui y investissent ; enfin, sur les informations à divulguer par les entreprises au public. De plus, elle a parfois des répercussions sur les comportements des opérateurs à l'étranger ainsi que sur la structure de l'entreprise. L'absence d'un corps législatif prévisible clarifiant la portée extraterritoriale des lois boursières nationales contraint sérieusement la capacité d'un émetteur à prévoir les lois régissant leurs comportements et leurs activités, paralysant, par conséquent, leur accès à de nouveaux marchés. Cette situation nuit aux intérêts des entreprises, des investisseurs et des économies nationales.

En ce qui concerne les opérations boursières, l'application extraterritoriale des lois boursières nationales suscite de plus en plus de difficultés politiques pour les régulateurs de chaque pays. Les marchés boursiers, même les plus développés, restent gouvernés par les autorités locales. Chaque autorité applique sa propre loi et cherche à attirer des investissements étrangers en offrant des règles attrayantes pour les participants au marché. L'application extraterritoriale du droit boursier, en quelque sorte inévitable dans une ère de globalisation, met au défi la mission des régulateurs boursiers. Ceux-ci doivent encourager les émetteurs étrangers (craignant naturellement une application extensive des dispositions locales à leurs activités transnationales) à accéder aux marchés locaux, tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs.

De plus, l'application extraterritoriale du droit boursier constitue une ingérence substantielle et déraisonnable dans les politiques, les lois et les intérêts souverains d'autres nations<sup>57</sup>. L'application extraterritoriale unilatérale d'une loi locale implique que les autorités nationales imposent leurs réglementations aux transactions essentiellement étrangères sans tenir compte des intérêts des autres pays concernés par ces transactions. Cela signifie également que la loi d'un État A s'applique aux transactions effectuées dans des pays tiers dont les régimes réglementaires, les lois substantielles et procédurales sont parfois différents de, ou contradictoires à, ceux appliqués dans l'État A (les mécanismes de divulgation d'informations par exemple, ou encore la collecte d'informations et d'éléments de preuve, les règles régissant le lien de causalité et l'évaluation des indemnités, les honoraires d'avocat, le mécanisme d'*opt out*, etc.). La réglementation des opérations et la protection des investisseurs présentent un intérêt pour tout pays. Seulement cet intérêt est supérieur pour le pays sur lequel une opération ou un investisseur intervient<sup>58</sup>. Au surplus,

---

<sup>57</sup> Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, at 17, February 26, 2010.

<sup>58</sup> Ainsi, le gouvernement français s'est demandé dans son *amicus curiae* présenté dans l'affaire Morrison : «*Where*

chaque pays développe ses propres réglementations pour sanctionner et corriger les comportements illégaux ; réglementations adoptées selon les intérêts politiques particuliers de chaque pays.

Ainsi, l'application extraterritoriale du droit boursier endommage sérieusement les relations internationales. Les tentatives de certaines autorités nationales pour réglementer des opérations boursières étrangères sont souvent accueillies avec désapprobation par les gouvernements étrangers et les entreprises concernées. En particulier, la condamnation des entreprises étrangères peut nuire aux économies de leur pays d'origine. Cela constitue une réelle inquiétude pour ces derniers, comme en témoigne le rapport d'une Mission parlementaire française sur l'extraterritorialité de la législation américaine<sup>59</sup>. Cette Mission considère que, depuis quelques années, la chronique est régulièrement défrayée par les amendes colossales infligées aux États-Unis à des entreprises européennes, et que les entreprises françaises sont particulièrement touchées par ces condamnations. Cette situation, comme le souligne la Mission, *«a des conséquences macro-économiques perceptibles : le versement de plusieurs dizaines de milliards de dollars, en quelques années, par les entreprises européennes représente un prélèvement significatif sur les économies européennes au bénéfice des finances publiques américaines. Elle entraîne aussi, inévitablement, des interrogations sur un possible «ciblage» des entreprises européennes et sur la loyauté de certaines pratiques des administrations américaines»*<sup>60</sup>. D'après la Mission, il est nécessaire de faire valoir auprès des États-Unis que *«certaines pratiques sont devenues abusives et que la France ne les acceptera plus»*. Elle préconise ainsi d'instaurer un "rapport de force" avec les États-Unis pour faire face aux pénalités financières infligées par les autorités américaines à des entreprises étrangères, concernant des faits commis hors du territoire américain et n'impliquant pas directement des personnes (physiques ou morales) américaines.

---

*foreign plaintiffs seek redress for foreign harm suffered abroad, why should American law supplant, for example, Canada's or Great Britain's or Japan's [or France's] own determination about how best to protect Canadian or British or Japanese [or French] customers from [securities fraud] engaged in significant part by Canadian or British or Japanese [or France] or other foreign companies?»* Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, *op. cit.*

<sup>59</sup> Pierre LELLOUCHE et Karine BERGER, *Rapport d'information sur l'extraterritorialité de la législation américaine*, Commission des affaires étrangères et Commission des finances, Assemblée Nationale, le 5 octobre 2016, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rap-info/i4082.pdf>. Pour un commentaire sur ce rapport, voir LE FIGARO avec l'AFP, «Extraterritorialité : pratiques "abusives" des USA», *Le Figaro*, le 05/10/2016, en ligne : <http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2016/10/05/97002-20161005FILWWW00232-extraterritorialite-les-pratiques-abusives-des-usa.php>.

<sup>60</sup> Pierre LELLOUCHE et Karine BERGER, *Rapport d'information sur l'extraterritorialité de la législation américaine*, *op. cit.*

Il n'est donc pas étonnant que les États touchés par l'extraterritorialité s'opposent à cette pratique. Dans l'objectif de protéger les transactions et les intérêts intérieurs, l'Union européenne en général, et la France en particulier, se sont opposées à plusieurs reprises aux pratiques extraterritoriales du droit américain. Elles disposent de moyens juridiques, économiques et politiques leur permettant de faire face à cette pratique. Les lois de blocage n'en sont qu'un exemple. Ainsi, l'application extraterritoriale extensive unilatérale du droit boursier est source de conflits entre États et d'obligations contradictoires, constituant un danger sur le plan économique et juridique.

### **Le contexte juridique de l'étude de l'extraterritorialité du droit boursier américain et français**

Tant la France que les États-Unis appliquent leurs lois boursières de manière extraterritoriale. Les autorités chargées de l'application des lois de ces deux pays les appliquent aux comportements et aux transactions ayant eu lieu hors de leurs frontières, afin d'accomplir les missions et réaliser les politiques réglementaires qui leur sont confiées. Dans certains cas, les théories adoptées en matière de compétence par les autorités des deux pays sont divergentes. En particulier, les limites de la compétence sont interprétées de façon tout à fait différente dans les deux systèmes juridiques. Alors que l'approche des autorités américaines, pour définir la portée de la compétence législative, s'appuie fortement sur les concepts du droit international privé, les autorités françaises s'appuient quant à elle sur les concepts du droit international public. Ainsi, l'approche des États-Unis est économique : il s'agit de régler les différends entre des parties privées dans une relation présentant un aspect international. Alors que l'approche de la France privilégie les relations entre États. À ce titre, l'application extraterritoriale du droit boursier américain se fait de manière unilatérale, la France préférant la voie de la coopération, en particulier au sein de l'UE. La France a ainsi son propre régime de réglementation et d'application du droit boursier, qui diffère de celui des États-Unis. Également diffère, comme le note le gouvernement français dans son mémoire d'*amicus curiae* déposé dans l'affaire Morrison<sup>61</sup>, le rôle de l'administration et des pouvoirs publics par opposition à la réglementation et à l'exécution privée, comme en témoigne, en France, le recours aux actions publiques plutôt qu'aux actions privées. Alors qu'aux États-Unis il est

---

<sup>61</sup> Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, *op. cit.*, at 1 and 2.

possible de poursuivre pénalement les abus de marché, il est traditionnellement fait recours à des acteurs privés et poursuites civiles afin d'encourager le respect des réglementations boursières. Par conséquent, les revendications de l'extraterritorialité s'entendent différemment dans les deux systèmes. Les réglementations boursières américaines ont pour objectifs de protéger les investisseurs et les marchés boursiers de toute menace, même celle venant de l'étranger. Historiquement, les tribunaux américains ont élargi le champ de cette protection pour inclure tout investisseur, qu'importe le marché sur lequel l'opération est réalisée, le lieu où se trouve l'investisseur et le lieu où la fraude est commise (dans des situations appelées *F-C class actions*). Les États-Unis ont donc adopté une vision paternaliste dans l'exercice de la compétence, ce qui explique l'extension de l'application extraterritoriale du droit boursier américain. Les réglementations boursières françaises adoptent les mêmes objectifs, mais leur réalisation s'inscrit dans un cadre plus large : le cadre européen. Les réglementations européennes visent à construire un marché commun, dépassant ainsi la seule vision économique adoptée par les États-Unis. Généralement, les réglementations européennes ne cherchent pas à protéger les investisseurs lésés par des transactions effectuées sur des marchés non européens. L'UE cherche à rendre les marchés européens plus performants et plus attractifs en facilitant le mouvement transfrontalier des capitaux, des biens et des personnes (un facteur attractif pour les entreprises). Les directives européennes visent à harmoniser la structure réglementaire à laquelle sont soumis les opérateurs de marché. À titre d'exemple, elles établissent le principe du passeport unique selon lequel une entreprise autorisée à exercer ses activités dans un État membre de l'UE peut exercer les mêmes activités dans n'importe quel autre État de l'UE sans approbations supplémentaires. La directive «Prospectus» ainsi que la directive «Transparence» harmonisent les informations fournies par les sociétés procédant à des offres publiques ou ayant des titres négociés sur le marché boursier d'un État membre. Ces deux directives exigent des États membres d'accepter les documents déposés auprès de l'autorité de l'État membre compétent en vertu de leurs dispositions. L'UE n'a pas conçu de règles pour réglementer les activités des entreprises qui se déroulent sur le marché d'un pays tiers. Ainsi, la politique de l'UE est orientée essentiellement vers le marché intérieur. Elle vise à réglementer les activités des entreprises qui décident de réaliser des activités boursières à l'intérieur de l'UE et doivent, pour cette raison, respecter ses réglementations. L'UE ne cherche à réglementer les comportements et activités des entreprises qui ont lieu en dehors des frontières européennes, seulement s'ils ont produit, ou sont réalisés dans le but de produire, des répercussions néfastes à l'intérieur de l'UE.

Il y a ainsi ici une importante divergence entre les systèmes juridiques américain et

européen, en particulier en ce qui concerne le respect du droit international. Comme le souligne, à juste titre, un auteur, la promulgation d'une législation extraterritoriale par l'UE est «*extrêmement rare*»<sup>62</sup>. L'UE recourt fréquemment à une technique législative que l'auteur appelle *extension territoriale* «*territorial extension*», afin d'obtenir une compétence réglementaire sur les activités qui se déroulent à l'étranger. Cette technique permet à l'UE de réglementer certaines transactions qui se sont déroulées en dehors de son territoire. Cependant, la législation de l'UE qui présente une extension territoriale se caractérise généralement par une orientation internationale, c'est-à-dire par son respect des critères du droit international et par la compatibilité des exigences normatives européennes avec les normes internationales existantes<sup>63</sup>. L'UE cherche à mobiliser les pays tiers ou l'action mondiale, pour s'attaquer aux problèmes transfrontières et poursuivre les objectifs convenus au niveau international. L'importance de cette orientation internationale pour l'UE ressort clairement des critiques qu'elle a faites de l'extraterritorialité du droit américain<sup>64</sup>.

Cependant, l'analyse de la position de la France en ce qui concerne l'application extraterritoriale de ses réglementations boursières reste subtile, malgré cette politique européenne générale. En fait, «*derrière une attitude apparemment respectueuse des principes de compétence internationalement reconnus, la France cache mal des positions prêtant à controverse ainsi que de profondes incohérences*»<sup>65</sup>. D'une part, la France n'applique pas extraterritorialement les dispositions d'enregistrement et de divulgation d'informations aux opérateurs agissant en dehors de l'UE. D'autre part, elle a élargi considérablement le champ d'application spatial des dispositions anti-fraude, en s'opposant en même temps à l'application extraterritoriale des lois boursières d'autres pays.

Par ailleurs, le marché boursier américain est l'un des plus puissants et concurrentiels au monde en termes de capitalisation, de volume de négociation et de nombre d'investisseurs. La position dominante des marchés américains a permis à la réglementation boursière américaine d'exercer une influence importante sur les réglementations de nombreux autres pays. Cependant, la domination américaine est aujourd'hui moins importante, parce que d'autres pays ont développé des

---

<sup>62</sup> Joanne SCOTT, «Extraterritoriality and Territorial Extension in EU Law», *The American Journal Of Comparative Law*, Vol. 62: 87-2014, p. 87.

<sup>63</sup> Laurent COHEN-TANUGI, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

<sup>64</sup> Joanne SCOTT, «Extraterritoriality and Territorial Extension in EU Law», *op. cit.*, p. 87.

<sup>65</sup> Albane GESLIN, «La position de la France en matière d'extraterritorialité du droit économique national», *Revue juridique de l'Ouest*, 1997-4, p. 413.

marchés liquides qui attirent de plus en plus les opérateurs boursiers. La compétitivité croissante des marchés étrangers et la pression exercée par les autres États, et en particulier par l'UE, sur les régulateurs américains, appellent les États-Unis à un retour au mécanisme classique d'établissement des normes internationales et de règlement des conflits impliquant les intérêts de plusieurs États souverains : la coopération internationale. Évidemment, il est possible de constater une récente tendance américaine à revenir à la coopération internationale dans le domaine boursier. Il est inapproprié que les pays continuent à appliquer leurs droits boursiers de manière extraterritoriale sans prendre en compte les intérêts des autres pays concernés par les transactions transfrontalières. Au contraire, l'économie mondiale actuelle exige une coopération mondiale pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale<sup>66</sup>, de façon à permettre aux États de préserver leur souveraineté et leurs intérêts nationaux, et de prévenir les fraudes résultant des comportements illicites d'émetteurs multinationaux. Les lois et les réglementations financières relèvent principalement de la compétence des autorités nationales, mais les institutions internationales deviennent au fil du temps de plus en plus importantes<sup>67</sup>. Les organisations internationales peuvent être efficaces dans le traitement de la question de l'extraterritorialité. Elles peuvent offrir des solutions acceptables au niveau international en modérant l'application extraterritoriale extensive, tout en accroissant sa légitimité.

Plusieurs théories ont été avancées par la doctrine pour résoudre les problèmes résultant de l'extraterritorialité. De nombreux tribunaux et auteurs argumentent que l'exercice de la compétence doit être soumis à une doctrine de proportionnalité ou de raisonabilité<sup>68</sup> (un moyen pour limiter l'application extraterritoriale de la loi et pour prendre en compte les intérêts des autres États). Certains auteurs ont fait valoir que le pays d'origine de l'entreprise (théorie de la nationalité de l'entreprise) devrait réglementer toutes les transactions effectuées sur les titres de la société quel que

---

<sup>66</sup> Comme nous le verrons plus loin, il existe bien entendu d'autres raisons de la coopération internationale telle que par exemple la facilitation de la poursuite et de l'exécution des jugements, le renforcement de la courtoisie internationale, la facilitation des échanges et de flux des capitaux, etc. Voir dans ce sens, Joel P. TRACHTMAN, «Unilateralism, bilateralism, regionalism, multilateralism, and functionalism : A comparison with reference to securities regulation», *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 4 : 69-1994, p. 75-81.

<sup>67</sup> Hal S. SCOTT, «International finance: Rule choices for global financial markets», in *Research handbook in international economic law*, Edward Elgar, 2007, p. 363.

<sup>68</sup> *F. Hoffmann-La Roche Ltd v Empagran S.A.*, 542 U.S. 155, 163 (2004) («[T]his Court ordinarily construes ambiguous statutes to avoid unreasonable interference with the sovereign authority of other nations [...]. This rule of construction reflects principles of customary international law [...]»); James CRAWFORD, *Brownlie's Principles of Public International Law*, 5th edn, Oxford: Oxford University Press, 1998, at 313.

soit le lieu de la réalisation de celles-ci<sup>69</sup>. D'autres proposent de donner aux émetteurs une plus grande liberté pour choisir, parmi les régimes de différents pays, celui qui gouverne leurs activités boursières<sup>70</sup>. Et d'autres suggèrent de laisser aux parties la liberté de choisir le droit applicable (*parties' choice of law*)<sup>71</sup>. Cette étude plaide en faveur d'une coopération accrue entre les différents pays, au sein de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), comme moyen efficace pour résoudre les problèmes soulevés par l'application extraterritoriale du droit boursier<sup>72</sup>.

L'extension de l'application extraterritoriale peut se produire de manière unilatérale (à l'exemple américain). Cette forme d'extraterritorialité est controversée, car l'État qui la pratique tente de réglementer des opérateurs, comportements ou activités ayant eu lieu sur le territoire d'un autre État, sans le consentement de ce dernier. Une telle extension de la juridiction nationale est source d'insécurité juridique et de frictions internationales. L'extension de l'application extraterritoriale peut aussi se produire avec le consentement tacite ou même explicite d'autres États, exprimé dans un accord international (à l'exemple européen). La réglementation européenne permet ce que l'on peut appeler l'«*application extraterritoriale douce*» de la compétence. La coopération et l'harmonisation européennes permettent que certaines dispositions boursières d'un État membre s'appliquent ou produisent des effets sur les territoires des autres États membres. Dans ce dernier cas, l'extension de la compétence nationale se fait de manière coordonnée et il est peu probable qu'elle cause des conflits internationaux, au moins parmi les États parties à l'accord. Cette logique peut constituer une politique efficace pour résoudre, au niveau international, les problèmes nés de l'application extraterritoriale du droit boursier national. Elle permet aussi de combler les lacunes réglementaires résultant des systèmes territoriaux, tout en favorisant l'harmonisation des normes et la convergence des méthodes de réglementation.

---

<sup>69</sup> Voir à titre d'exemple, Merritt B. FOX, «Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom», *Michigan Law Review*. Vol. 95, No 8 : 2498-1997, at 2588-89.

<sup>70</sup> Stephen J. CHOI, «Promoting Issuer Choice in Securities Regulation», *Virginia Journal of International Law*, 815 (2000-2001).

<sup>71</sup> Voir par exemple, Wulf A. KAAL and Richard W. PAINTER, «Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law After Morrison v. National Australia Bank», *Minnesota Law Review*, Vol. 97:132-2012.

<sup>72</sup> Il y a lieu de noter qu'en réponse à l'absence de coordination réglementaire suffisante en matière boursière entre les différents pays, certains auteurs ont proposé de transmettre le pouvoir de réglementation à une organisation mondiale. Voir : Uri GEIGER, «Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market - A Proposal», *Fordham Law Review*, Vol. 66:1800-1998. Notre étude considère que la coopération au sein d'une organisation mondiale est importante, non seulement pour harmoniser les réglementations boursières nationales, mais aussi pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale de ces réglementations.



L'extraterritorialité du droit boursier américain constituait une stratégie qui permettait aux États-Unis de trouver l'équilibre entre, d'une part, la promotion du modèle américain (ou encore la promotion d'un ordre individualiste promu à l'échelle de la planète), et d'autre part, la coopération avec les autres États à travers des traités souvent bilatéraux (garantissant ainsi l'influence de la superpuissance sur ceux-ci). Cela permet aux États-Unis, comme l'écrit un auteur, «*de manipuler unilatéralement la différence juridique afin de mieux servir leurs intérêts, tout en renforçant le pouvoir et les intérêts américains sur la scène mondiale*»<sup>73</sup>. Cependant, le climat actuel offre l'espoir que la portée extraterritoriale des lois américaines puisse être modérée pour respecter la souveraineté des autres pays et la courtoisie internationale. Mais cette hypothèse doit être prise avec beaucoup de nuance. La Cour suprême des États-Unis a dégagé, dans l'affaire Morrison, un nouveau critère pour limiter l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude américaines. Elle a adopté, dans cette affaire, une approche entièrement nouvelle pour déterminer la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude, contenues dans l'article 10(b) de la loi *Securities Exchange Act*, dans des situations à caractère transnational. Cette nouvelle approche porte principalement sur la question de savoir si l'opération concerne un titre coté sur un marché américain, ou si elle était survenue aux États-Unis. Avant l'affaire Morrison, les tribunaux utilisaient les critères de *conduct and effects tests* (critères de conduite et des effets) selon lesquels, les dispositions susmentionnées s'appliquaient, si un comportement illégal ou des effets nocifs suffisamment importants se produisaient aux États-Unis. L'arrêt Morrison a abrogé ces deux critères et a ranimé la présomption contre l'extraterritorialité<sup>74</sup>. Mais l'importance de cette décision est parfois surestimée dans la doctrine française<sup>75</sup>. Moins de trois semaines plus tard, le Congrès a répondu à la décision de la Cour suprême. Dans la loi *Dodd–Frank Wall Street Reform and*

---

<sup>73</sup> Jeffrey A. MEYERT, «Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U.S. Law», *op. cit.*, p. 112.

<sup>74</sup> Le professeur BRADLEY identifie cinq justifications de la présomption contre l'extraterritorialité : «*international law, international comity, choice-of-law principles, likely congressional intent, and separation-of-powers considerations*», Curtis A. BRADLEY, «Territorial intellectual property rights in an age of globalisation», *Virginia Journal of international law*, Vol. 37 : 505-1997, p. 513-516. Le professeur DODGE considère qu'il existe une seule base légitime de la présomption contre l'extraterritorialité : «*Congress generally legislates with domestic concerns in mind*», William S. DODGE, «Understanding the presumption against extraterritoriality», *Berkeley Journal Of International Law*, Vol. 16 : 85-1998, p. 90.

<sup>75</sup> Nicolas SPITZ, «Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants», *Revue Lamy de la concurrence*, N° 28, 1er juillet 2011. Le professeur SPITZ souligne que «*les réactions françaises à cet arrêt [l'arrêt Morrison] ont souvent été excessives et on aurait tort de considérer que les class actions américaines ne concurrencent plus notre cadre juridique*» et que «*cette jurisprudence a une portée plus réduite que celle qu'on a tendance à lui donner*».

*Consumer Protection Act*, le Congrès a, en substance, rétabli les critères de conduite et des effets pour déterminer l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude, au moins dans les actions initiées par la SEC et par le gouvernement. Cette loi est considérée, comme le note plusieurs auteurs et comme le montre le débat parlementaire, comme une réponse immédiate à la restriction de l'application extraterritoriale du droit boursier américain<sup>76</sup>. Mais le texte de la loi semble être sans aucun effet sur l'extension des dispositions anti-fraude américaines en raison d'une erreur de rédaction<sup>77</sup>. La réponse du Congrès à la restriction de l'application extraterritoriale du droit boursier américain, est intéressante. Parce que cette première réponse reste sans effet, une autre est raisonnablement attendue. De plus, il est possible que la SEC se prononce sur le sujet. Celle-ci a exprimé, dans son mémoire d'*amicus curiae* déposé dans l'affaire Morrison, son objection à la restriction de l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude. Il est donc fort probable que la SEC utilise le pouvoir qui lui a été accordé par le Congrès pour adopter un critère plus flexible de l'application extraterritoriale de ces dispositions<sup>78</sup>. En outre, le représentant du gouvernement (Solicitor General) a, dans son mémoire d'*amicus curiae* dans cette même affaire, adopté la même position. L'arrivée de M. Trump au pouvoir et sa vision très concentrée sur les intérêts des États-Unis (comme le montre ses promesses de sortir de certains traités internationaux, tel que l'accord sur le programme nucléaire iranien, et sa sortie du traité de libre-échange transpacifique (TTP) qu'il a signée le lundi 23 janvier 2017, lors de sa première semaine à la Maison Blanche<sup>79</sup>) laisse présager

---

<sup>76</sup> Bernard AUDIT, «Rapport de synthèse», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6 ; Meny ELGADEH, «Morrison V National Australia Bank: Life After Dodd-Frank», *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, Vol. XVI: 573-2011, «a provision of [ *The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*] was specifically included to overturn the result in the Morrison decision» ; voir également, Merritt B. FOX, «Securities Class Actions Against Foreign Issuers», *Stanford Law Review*, Vol. 64:1174-May 2012, «In almost immediate response, Congress, in the Dodd-Frank Act, reversed the Court's decision with respect to actions by the government and mandated that the SEC prepare a report concerning the desirability of doing the same with respect to private damages actions». Cependant, d'autres auteurs considèrent que cette loi ne constitue pas de réponse du législateur à la l'arrêt Morrison de la Cour Suprême, parce qu'elle a été élaborée par l'administration américaine avant même que la Cour Suprême ne tranche le cas Morrison, voir : FAGES Bertrand et PERCHET Christophe, «Les foreign cubed class actions après les arrêts Morrison et Vivendi», *Bulletin Joly sociétés*, septembre 2010, n° 9, p. 744.

<sup>77</sup> Voir par exemple, Richard W. PAINTER, «The Dodd-Frank extraterritorial jurisdiction provision: Was it effective, needed or sufficient ?», *Harvard Business Law Review*, Vol. 1 : 195-2011, p. 200-201, considérant que «the statute was drafted incorrectly» et que «Congress made a mistake in using the jurisdictional language».

<sup>78</sup> Genevieve BEYEA, «Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U.S. Securities Laws», *Ohio State Law Journal*, Vol. 72:3-2011, at 571-572.

<sup>79</sup> Le président américain entend sortir les États-Unis de cet accord commercial, car il est, pour reprendre son expression, «catastrophe en puissance pour notre pays», LE MONDE, «Qu'est ce que le traité transpacifique, que Trump veut abandonner ?», *Journal le Monde*, 23 novembre 2016, en ligne :

que la timide ouverture américaine à la coopération va être remise en question. Les autres pays et les grands marchés boursiers, tels que le marché de Paris et de Londres guettent l'évolution du droit américain dans le domaine boursier. Ils craignent que la probable intervention du Congrès ou de la SEC pousse les États-Unis vers un retour à son rôle de gendarme financier du monde. La situation est donc susceptible de rester dynamique dans un avenir proche.

Pour le moment, la restriction du champ d'application du droit boursier américain est conséquente. Celle-ci a des répercussions importantes sur la confiance et les comportements des différents participants du marché boursier. Elle a également des conséquences sur la politique et les réglementations des autres pays. En particulier, la restriction unilatérale de l'application extraterritoriale est une étape importante, mais pas suffisante pour traiter la question au niveau international. En l'absence de coopération internationale, elle peut conduire à une compétition entre les différents régulateurs pour étendre leurs compétences dans la tentative de jouer le rôle assumé auparavant par les États-Unis en tant qu'*investor-friendly country*. L'environnement actuel en matière de législation boursière est donc, approprié à la négociation de mécanismes de coopération, en vue de résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale des lois nationales. Cette mesure est nécessaire mais aussi urgente, avant que les États-Unis reviennent à une politique d'application extraterritoriale unilatérale extensive du droit boursier.

### **La méthode de l'analyse juridique des différentes questions soulevées par l'application extraterritoriale du droit boursier**

L'application extraterritoriale du droit boursier pose de nombreuses questions juridiques et pratiques. Les évolutions spectaculaires des lois et des jurisprudences nationales suggèrent la nécessité d'une analyse approfondie des approches possibles, pour déterminer l'extension extraterritoriale des réglementations boursières nationales. Cette étude examine le développement parallèle de l'application extraterritoriale des réglementations boursières américaines et françaises, analyse les questions soulevées par une telle application et propose un mécanisme pour éviter les conflits qui en résultent. L'objectif est de comprendre dans quelles conditions et dans quelles circonstances un État (en l'occurrence, les États-Unis ou la France) peut étendre sa compétence au-

---

[http://www.lemonde.fr/ameriques/article/2016/11/23/qu-est-ce-que-le-partenariat-transpacifique-que-donald-trump-veut-abandonner\\_5036344\\_3222.html#oJu74feTJBohsWLw.99](http://www.lemonde.fr/ameriques/article/2016/11/23/qu-est-ce-que-le-partenariat-transpacifique-que-donald-trump-veut-abandonner_5036344_3222.html#oJu74feTJBohsWLw.99).

delà de son territoire, et dans quels cas cette mesure est nécessaire pour réguler le marché soumis à ses pouvoirs. Il est donc nécessaire d'exposer et d'examiner les critères adoptés par les tribunaux et les autorités de réglementation compétentes pour déterminer l'étendue de leur compétence, ainsi que d'analyser les effets qui en résultent. Il ne suffit pas de déterminer le champ d'application spatial des règles boursières. Il faut aussi examiner à quel comportement, personne et opération elles entendent s'appliquer. Cela demande de traiter plusieurs points.

D'un côté, il est nécessaire d'examiner les critères sur lesquels, les autorités législatives, les autorités de régulation et les autorités judiciaires américaines et françaises fondent l'étendue spatiale de leurs droits boursiers à l'égard des opérateurs de marché. Il s'agit d'étudier les considérations et les liens de rattachement pris en compte par les autorités compétentes pour décider de leur compétence à l'égard des opérateurs étrangers. Il s'agit également de savoir dans quelles conditions, un tribunal peut connaître d'un litige impliquant des défendeurs domiciliés à l'étranger ; ou des investisseurs nationaux effectuant des opérations sur un marché étranger ; et comment il doit répondre lorsque des investisseurs étrangers cherchent à joindre le litige. Comment une autorité nationale peut tenter de régir des événements survenus uniquement en dehors de son territoire, ou à la fois à l'intérieur et à l'extérieur de celui-ci (comme par exemple dans le cas où la déclaration de fausses informations est effectuée sur le marché local et sur un marché étranger, ou lorsque les fausses déclarations effectuées sur le marché local affectent le prix d'achat de titres sur un marché étranger), et dans quelles mesures les infractions doivent être sérieuses et liées à l'État régulateur. Comment les autorités nationales cherchent à réguler le comportement d'une personne domiciliée à l'étranger, en lui imposant une obligation de faire ou de ne pas faire ? Il s'agit donc d'examiner comment les autorités compétentes américaines et françaises appliquent leurs lois de manière extraterritoriale et comment les opérateurs boursiers répondent à l'évolution de l'application extraterritoriale du droit boursier.

D'un autre côté, il est nécessaire d'examiner la délicate question de l'application extraterritoriale du droit boursier aux transactions transfrontalières. Il s'agit ici de vérifier les différentes préoccupations fondamentales impliquées dans la détermination de l'extension des réglementations boursières. Il est également question de déterminer les circonstances qui permettent aux autorités nationales d'étendre leur compétence aux opérations comportant des éléments d'extranéité. Il est donc important d'approfondir l'analyse de plusieurs points évoqués ci-dessus. Il convient de se demander si les juridictions nationales sont légitimes à étendre le champ d'application spatial de leurs lois boursières, ou bien si l'application extraterritoriale du droit

boursier constitue un empiétement injustifié sur les droits boursiers d'autres pays pouvant avoir des intérêts tout aussi forts dans l'affirmation de la compétence. Il est important de vérifier si l'utilisation du principe de territorialité en droit boursier est toujours adapté, à une époque où la globalisation change notre compréhension de la souveraineté. En particulier, les chevauchements croissants dans la réglementation nationale des activités boursières transfrontalières remettent en question la souveraineté territoriale comme fondement des règles de compétence. La réflexion sur l'importance du principe de territorialité et sur son rejet ou sa réintégration dans les théories de compétence en matière boursière est importante. Il est donc nécessaire de déterminer le rôle du principe de territorialité en droit boursier américain et français pour révéler les différences entre les deux systèmes ayant un impact sur leur portée spatiale. Dans ce contexte, cette étude montre que malgré la tendance croissante des autorités américaines et françaises à étendre le champ d'application de leurs lois boursières, les États, dont les États-Unis et la France, restent attachés à leur souveraineté et, c'est pour cette raison que l'application extraterritoriale du droit boursier national aux transactions effectuées sur les territoires d'autres États reçoit de vives objections et affecte négativement les marchés et l'économie globale. En particulier, l'extraterritorialité peut être considérée comme un moyen permettant d'exercer une domination sur l'élaboration des normes boursières internationales. Ainsi, doit être examinée l'influence de la force des marchés boursiers et des puissances politiques et économiques dans l'élaboration et la mise en place des réglementations boursières. Cette étude montre que les régulateurs américains ne jouissent plus d'un monopole du fait sur ces processus. Au contraire, elle montre que le développement des autres marchés boursiers et la montée en puissance de l'UE ont participé à la création d'un équilibre entre les deux côtés de l'Atlantique ; ce qui a permis d'exercer une pression sur les autorités américaines afin qu'elles restreignent l'application extraterritoriale de leurs lois boursières. L'extraterritorialité n'est pas seulement une question juridique mais elle est aussi une question politique et économique<sup>80</sup>. En effet, «*les considérations politiques et économiques sont d'une importance capitale dans un domaine où est en jeu la souveraineté*»<sup>81</sup>. Considérant la complexité de la question de l'extraterritorialité en matière boursière, une méthode permettant de prendre en compte l'environnement du sujet, en considérant les conditions historiques, politiques et économiques, semble ainsi la plus adéquate.

---

<sup>80</sup> Douglas E. ROSENTHAL and William M. KNIGHTON, «National Laws and International Commerce : The Problem of Extra-territoriality», *London, Routledge & Kegan Paul, The Royal Institute of International Affairs, Coll. «Chatham House Papers*, No. 17, 1982, p. IX.

<sup>81</sup> Albane GESLIN, «La position de la France en matière d'extraterritorialité du droit économique national», *op. cit.*, p. 467.

Cette étude montre ainsi que l'UE a joué un rôle déterminant en incitant les États-Unis à changer leur politique de réglementation, passant d'une politique de traitement national unilatéral des opérateurs et opérations boursiers, à une politique de coopération mutuelle dans l'objectif de rapprocher les normes boursières américaines et européennes. Les pratiques unilatérales de l'extraterritorialité, source d'insécurité juridique et de contradictions, doivent être remplacées par une coopération plus importante entre les autorités nationales concernées. Alors que des progrès considérables ont été faits pour renforcer la coopération internationale, ceux-ci restent insuffisants. Ainsi, la prochaine étape consiste à renforcer la coopération internationale pour créer une harmonie plus efficace dans la réglementation des marchés boursiers. Bien que la doctrine soit claire sur le fait que les réglementations nationales actuelles sont, dans ce domaine, problématiques et nécessitent une réforme substantielle, les opinions diffèrent quant à la meilleure solution à adopter au problème. Cette étude fait valoir que la nécessité d'harmoniser les réglementations nationales concernant la question de l'extraterritorialité demande d'accorder à une organisation internationale le pouvoir réglementaire en la matière. Il ressort du développement de cette question, que le climat actuel est approprié pour apporter les réformes attendues. L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (l'OICV) semble être plus adaptée pour régir et réglementer la question de l'extraterritorialité que les autorités nationales. Cette étude termine en proposant d'intensifier la coopération dans le cadre de l'OICV, de renforcer ses pouvoirs pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier afin de consolider la confiance des marchés et des opérateurs boursiers.

Cependant, cette étude n'abordera pas certaines questions connexes. La présente étude analyse les textes, les pratiques et les techniques d'application extraterritoriale en matière boursière en s'appuyant sur un nombre important de poursuites administratives et judiciaires. L'extraterritorialité est un concept juridique qui est parfois difficile à saisir. Cette étude ne traite pas la question théorique consistant à savoir comment peut-on, et dans quelle mesure devrait-on, construire et concevoir cette notion complexe d'extraterritorialité de manière juridiquement adéquate, afin de comprendre son fonctionnement. Elle ne traite pas non plus les questions de la fiscalité des opérations boursières et de l'application extraterritoriale des réglementations fiscales sur les transactions financières, ni de l'application extraterritoriale des droits boursiers des autres États membres de l'UE. Ces questions nécessitent des études spéciales. De même, l'analyse des différents types de sanctions existant en droit boursier américain et français ; les détails de la procédure judiciaire suivie dans les deux pays ; les éléments de preuve ; les notifications de

dispositifs à l'étranger ; les mesures d'enquête ou de la notification de documents de procédure ; la demande d'informations, ni la visite des locaux ne seront abordés. Les questions qui concernent l'exécution des jugements et des sanctions pris à l'encontre des personnes situées à l'étranger ainsi que la notification des dispositifs, n'ont pas de spécialité particulière en matière boursière et sont soumises aux règles générales de contrôle, de reconnaissance et d'exécution des jugements et décisions étrangères. Concernant les mesures d'enquête, de demande d'informations et de visite des locaux, celles-ci sont généralement effectuées en coopération avec l'autorité locale<sup>82</sup>, le principe de souveraineté étatique exigeant nécessairement l'indépendance et l'exclusivité des compétences de l'État sur son territoire, en prohibant ainsi toute mise en œuvre du pouvoir d'enquête ou de visite en territoire étranger.

L'objectif de cette étude est de fournir une discussion approfondie sur l'état actuel et la pratique récente en matière d'application extraterritoriale du droit boursier. Elle donne un aperçu global des lois et pratiques actuelles en droit boursier américain et français. Elle offre une discussion approfondie sur la législation, la doctrine et la jurisprudence relatives à la compétence extraterritoriale dans les deux pays : comment, lorsque le recours à l'extraterritorialité est adapté, celle-ci est-elle mise en œuvre, et comment les conflits résultant de l'application extraterritoriale peuvent être résolus. Cette étude considère comme primordial de ne pas restreindre l'analyse à l'étude de l'extraterritorialité comme elle est appliquée par l'État qui exerce sa compétence extraterritoriale. Ainsi, d'un côté, l'analyse de la réponse et de la réaction des opérateurs boursiers concernés par l'application extraterritoriale s'avère important. De l'autre, l'analyse de la réponse et de la réaction des États subissant les conséquences de l'application extraterritoriale semble incontournable.

Dans sa première partie, cette étude examine les critères adoptés par les autorités américaines et françaises dans le cadre de l'affirmation de leur compétence législative et juridictionnelle à l'égard des opérateurs boursiers. Elle scrute l'état actuel de l'application extraterritoriale du droit boursier américain et français aux opérateurs boursiers, les différents moyens de régulation à travers lesquels les autorités compétentes cherchent à influencer les comportements des opérateurs boursiers à l'étranger, les intérêts que certains opérateurs cherchent à

---

<sup>82</sup> L'article 4-1 du Protocole d'accord concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités couvertes dans le secteur de la gestion d'actifs entre la SEC et l'AMF (Journal Officiel De La République Française, Texte 68 sur 107, 22 septembre 2015), dispose que : «Avant de mener une visite sur place, les autorités prendront en compte la souveraineté, le cadre légal et les obligations réglementaires de chacune».

travers l'application extraterritoriale de certaines lois nationales, les difficultés et les défis que d'autres opérateurs rencontrent en raison de cette application, et leur réaction à une telle pratique.

La deuxième partie de cette étude s'intéresse à la question de l'application extraterritoriale du droit boursier américain et français aux opérations boursières. Elle analyse, d'un côté l'affirmation extraterritoriale de la compétence législative et juridictionnelle à l'égard des opérations boursières ; et de l'autre côté, les effets de cette affirmation sur la souveraineté des autres États et les objections et réponses de ceux-ci à cette pratique ; et enfin, dans quelle mesure l'extraterritorialité peut être une opportunité de rapprochement entre le système français et le système américain.

Ainsi, cette étude se compose de deux parties :

- Titre 1. Application extraterritoriale du droit boursier et opérateurs de marché
- Titre 2. Application extraterritoriale du droit boursier et opérations de marché





## TITRE 1. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATEURS DE MARCHÉ

La réglementation boursière se base essentiellement sur la protection des marchés boursiers et des investisseurs, sur l'encadrement et la surveillance des activités ainsi que des comportements des intervenants sur lesdits marchés. Alors que cette réglementation est, en général, pour chaque État, orientée vers l'intérieur, autrement dit, vers les marchés locaux, dans certains cas elle est orientée vers l'extérieur (vers les marchés étrangers). En effet, un État dispose de moyens au travers desquels il peut exercer une influence sur les opérateurs boursiers et leurs comportements à l'extérieur de ses frontières.

Généralement, les États utilisent des mesures nationales ayant des effets extraterritoriaux. Bien que ces mesures soient fondées sur des critères territoriaux de compétence (la survenance d'un acte, l'exercice d'une activité ou la présence d'une personne sur son territoire), elles peuvent être une source de conflits. Un État peut demander, aux sociétés étrangères ayant des instruments financiers négociés sur ses marchés, de divulguer des informations concernant des transactions effectuées sur des marchés de pays tiers et dont la publication ou la communication est interdite par les lois de ces derniers. Cependant, il y a lieu de noter que toute affirmation de la compétence à l'égard d'une personne étrangère n'est pas extraterritoriale. C'est en particulier le cas lorsque l'exercice de la compétence est lié aux actes ou aux activités exercés par ladite personne sur le territoire de l'État concerné.

De surcroît, certains États exercent une compétence extraterritoriale directe envers des opérateurs étrangers relativement à des activités boursières effectuées entièrement ou essentiellement en dehors de leurs frontières. Ces États prétendent qu'une réglementation efficace des activités réalisées sur leur territoire exige un certain contrôle sur les activités effectuées à l'étranger. La globalisation financière, accompagnée d'une importante évolution technologique<sup>83</sup>, favorise cette vision, dans la mesure où elle rend la distance et les frontières nationales relativement peu importantes pour la réalisation des opérations boursières. En effet, il est instantanément

---

<sup>83</sup> Ethiopis TAFARA, «Investors' Choice in the Regulation of Global Capital Markets?», Speech by SEC Staff (Director, Office of International Affairs, U.S. Securities and Exchange Commission) in International Corporate Governance Network Annual Conference, Globalization of Capital Markets, Seoul, Korea, June 19, 2008, available at: <https://www.sec.gov/news/speech/2008/spch061908et.htm>.

possible à un investisseur français d'acheter des instruments financiers négociés sur un marché américain. Le coût d'investissement sur un marché étranger est relativement le même que sur un marché national. Nombreuses sont les entreprises qui cherchent à augmenter leurs capitaux sur un marché qui n'est pas le leur. Les intermédiaires travaillent sur plusieurs marchés. Ils ont des agences et des filiales dans plusieurs pays. Un délit boursier (la divulgation de fausses informations par exemple) peut traverser les frontières géographiques nationales et impliquer des personnes, des intermédiaires et des transactions effectuées dans des pays différents, et ainsi avoir des effets sur les marchés boursiers du monde entier.

Devant cette nouvelle réalité, les frontières des États sont devenues sans importance. Elles ne constituent guère un critère décisif dans la détermination de l'autorité compétente. Comme le note un auteur, «*Hardly a day passes without the emergence of some new evidence of the interconnectedness of the world's financial markets*»<sup>84</sup>. L'interconnexion des différents marchés boursiers rend difficile de préciser quel régulateur a, sans contestation ou réclamation d'un autre régulateur, le pouvoir de régir une opération boursière transfrontalière. Si l'on reprend l'exemple du délit boursier précité, lorsqu'un État se déclare compétent sur l'affaire, cette compétence peut sembler, en raison des éléments du délit qui se sont produits sur le territoire et en dehors de cet État, à la fois «territoriale» et «extraterritoriale». Dans le cas où l'affirmation de la compétence se fonde sur des liens insignifiants entre l'ensemble du délit et l'État régulateur, celle-ci est décrite comme extraterritoriale. L'extraterritorialité est ici une question de degré<sup>85</sup>.

Ainsi, un État peut, par le biais de mesures nationales ayant des effets extraterritoriaux ou par l'exercice direct de la compétence extraterritoriale, affecter la structure, les comportements et les activités des opérateurs à l'étranger. Cette extraterritorialité peut être vue dans certains cas comme une opportunité (en particulier, comme nous allons le voir, pour les investisseurs), mais peut également être vue comme une source de difficultés pour d'autres opérateurs boursiers. En effet, les États peuvent être d'accord sur les objectifs de la réglementation boursière, mais adopter des réponses réglementaires profondément différentes, ce qui peut créer des défis considérables pour les

---

<sup>84</sup> Howell E. Jackson, «Toward a New Regulatory Paradigm for the Trans-Atlantic Financial Market and Beyond: Legal and Economic Perspectives», in *Global Capital Markets and the U.S. Securities Laws 2009: Strategies for the Changing Regulatory Environment*, NY : Practising Law Institute, May 2009, at 1205.

<sup>85</sup> Jennifer A. Zerk, *Extraterritorial jurisdiction: lessons for the business and human rights sphere from six regulatory areas*, A report for the Harvard Corporate Social Responsibility Initiative to help inform the mandate of the UNSG's Special Representative on Business and Human Rights, Corporate Social Responsibility Initiative Working Paper No. 59, June 2010. p.15.

opérateurs intervenant sur plusieurs marchés. Les États-Unis et la France ont des régimes boursiers basés essentiellement sur la protection des marchés et des investisseurs. Protection assurée par une réglementation et un contrôle stricts des opérateurs boursiers. Cependant, les cadres juridiques par lesquels les deux pays tentent, d'une part d'influencer les opérateurs boursiers et leurs comportements à l'étranger, et d'autre part de faire face aux problèmes juridiques et pratiques qui en résultent, diffèrent de manière significative.



## Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la protection des investisseurs

Dans un monde globalisé et dans une interconnexion sans précédent des places boursières, il n'est pas étonnant que des questions concernant la portée extraterritoriale des droits boursiers nationaux en matière de protection des investisseurs surgissent. À une époque où les investisseurs recourent de plus en plus à des titres étrangers pour diversifier leurs portefeuilles, dans l'objectif de réduire les risques systématiques portant sur leurs marchés nationaux, et pour réaliser des gains plus importants à partir de ces titres qui offrent un équilibre attractif entre les risques et la rentabilité, les régulateurs des marchés financiers sont et seront confrontés à d'importants défis dans la mise en œuvre du mandat qui leur est accordé pour la protection des investisseurs et le maintien de marchés équitables, ordonnés et efficaces. En effet, la protection des investisseurs est l'un des principaux objectifs des réglementations boursières américaines<sup>86</sup> et françaises. Ainsi la protection des petits investisseurs, a toujours justifié que les autorités de contrôle des marchés boursiers réglementent les activités boursières. Cette dernière est également mentionnée parmi les objectifs de la régulation internationale. À titre d'illustration, les principes *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection* annonce que «*Financial consumer protection should be an integral part of the legal, regulatory and supervisory framework, and should reflect the diversity of national circumstances and global market and regulatory developments within the financial sector*<sup>87</sup>». Les législateurs et les régulateurs boursiers ne cessent d'apporter des modifications aux règles qu'ils édictent pour améliorer la qualité de la protection accordée aux investisseurs et faciliter leurs recours à la justice. L'adoption de la *class action* (ci après dénommé l'action de groupe à la française AG) en droit français est un exemple illustratif.

Bien que les autorités américaines et françaises aient une vision protectrice des investisseurs, la portée extraterritoriale de cette protection diffère entre les deux systèmes. Cela résulte du fait que la nature de la protection des investisseurs et de la régulation des marchés financiers plus généralement, est profondément enracinée dans l'origine des lois et de la structure juridique de chacun des deux pays. En comparaison avec la France, les États-Unis ont assuré pendant longtemps une application extraterritoriale de leurs lois en fournissant ainsi une protection étendue, non

<sup>86</sup> Didier MARTIN, «L'extraterritorialité en droit des marchés financiers», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, Novembre 2015, dossier 52.

<sup>87</sup> Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection*, OCDE en coopération avec le Conseil de stabilité financière et d'autres organisations internationales, Octobre 2011, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>.

seulement aux investisseurs intervenant sur les marchés américains contre les effets des activités et comportements déroulés à l'étranger, mais aussi aux investisseurs intervenant sur les marchés de pays tiers. La large liberté dans l'application des principes généraux et des précédents juridiques, dont disposent les juges américains, a permis d'étendre le champ d'application des dispositions boursières américaines à des situations présentant des liens insignifiants avec les États-Unis. Au contraire, en France, les règles juridiques sont édictées par le législateur et les juges doivent fonder leurs décisions sur les textes de loi. Par conséquent, historiquement, les juges français ont assuré une protection moins étendue aux investisseurs. Bien que la portée extraterritoriale des dispositions protectrices des investisseurs du droit boursier américain et celle du droit français, ne soient pas les mêmes, les deux systèmes s'accordent sur le fait que l'objectif d'une telle application extraterritoriale est de protéger les marchés et les investisseurs au sein de leurs frontières, des effets néfastes des activités et pratiques réalisées à l'étranger. Ainsi, l'évolution de l'application extraterritoriale des deux droits en matière de protection des investisseurs et leurs conséquences méritent d'être étudiée, en particulier à la lumière de l'arrêt Morrison et de ses impacts sur les investisseurs français.

## **Section 1. Application extraterritoriale dans l'objectif de protéger les investisseurs des effets des activités et comportements réalisés à l'étranger**

Les opérations boursières sont aujourd'hui caractérisées par leur internationalité. Au cœur de ce mouvement international se trouve l'investisseur. La protection de celui-ci constitue une des pierres angulaires de la politique des régulateurs des marchés financiers<sup>88</sup>. Malgré la primauté de cet objectif, l'investisseur se trouve parfois perdu entre les différentes juridictions concernées, ne sachant pas quelle est celle qui lui offre sa protection. Ou bien dans d'autres cas, il a recourt à une juridiction plus protectrice mais moins liée au litige, et se heurte ainsi à des difficultés procédurales et d'exécution des jugements dans d'autres juridictions, ce qui l'empêche par conséquent, d'obtenir une réparation du préjudice qu'il a subi. La question qui se pose ici est donc de savoir quelles catégories d'investisseurs sont concernées par la protection garantie par le droit français et américain et dans quels cas ils peuvent en faire l'usage ? L'extension de la catégorie d'investisseurs protégés par un droit donné aura-t-elle des conséquences sur l'investissement et sur les comportements des investisseurs ? La réponse à ces questions est importante. Elle permet de déterminer si l'investisseur lésé a qualité à agir en justice. En d'autres termes, elle aide à préciser quelles sont les personnes physiques ou morales qui sont habilitées à demander la protection garantie par la loi, et qui pourront avoir recours aux autorités judiciaires. Elle permet aussi de déterminer l'extension extraterritoriale des dispositions boursières protectrices, en particulier lorsque la situation en question présente des liens de rattachement forts avec d'autres pays.

Parce que plusieurs juridictions peuvent se déclarer compétentes pour connaître d'un litige lié à une transaction boursière transfrontalière, il est dès lors intéressant d'examiner la portée extraterritoriale des dispositions boursières américaines et françaises protectrices des investisseurs, ainsi que l'influence que peut avoir l'extraterritorialité sur l'investissement et sur les comportements des investisseurs.

---

<sup>88</sup> L'IOSCO (International Organization of Securities Commissions) a publié en juin 2010 et actualisé en mai 2017, un document qui énonce 38 principes de réglementation des valeurs mobilières. Ces principes sont fondés sur trois objectifs :

- 1- la protection des investisseurs ;
- 2- veiller à ce que les marchés soient équitables, efficaces et transparents ;
- 3- réduire le risque systémique

International Organization of Securities Commissions, Objectives and Principles of Securities Regulation, 31 May 2017, available at : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.



## **Paragraphe 1. La logique protectrice des investisseurs dans des situations comportant des éléments d'extranéité**

Dans une opération boursière un ou plusieurs éléments d'extranéité peuvent se présenter. C'est notamment le cas, lorsqu'un investisseur français, passe, à partir des États-Unis où il réside, son ordre d'achat de titres d'une société de droit américain négociés uniquement sur le marché français, ou lorsqu'un investisseur américain recourt à un intermédiaire français pour acheter des titres d'une société de droit français cotée aux États-Unis, etc. Dans de pareils cas, plusieurs juridictions peuvent se déclarer compétentes pour régir la situation. Si dans le premier exemple, l'émetteur américain a pris contact avec l'investisseur français aux États-Unis, où il lui a délivré de fausses informations qui ont motivé l'investisseur à prendre sa décision d'achat, les juridictions françaises peuvent-elles appliquer le droit français aux faits survenus sur le territoire américain ? Plus généralement, l'acte survenu sur le territoire d'un État tiers peut-il relever de la compétence du juge français s'il a un impact significatif en France, à l'égard des investisseurs français ? La déclaration d'une telle compétence extraterritoriale est-elle inévitablement nécessaire pour protéger les investisseurs français et l'intégrité des marchés français ?

L'Autorité des marchés financiers français (AMF)<sup>89</sup> et *the American Securities and Exchange Commission* (SEC) n'ont cessé de souligner que la protection de l'investisseur est une priorité<sup>90</sup>. Cet objectif préoccupe également le droit communautaire<sup>91</sup>. Les textes en droit français citent à plusieurs reprises cette terminologie d'investisseur. Un titre intitulé «la protection des investisseurs» a été inclus dans le Code monétaire et financier français. En réalité, «*placer la protection de l'investisseur au cœur du droit des marchés financiers est l'un des caractères essentiels du droit français et sans doute, l'un de ses caractères distinctifs*»<sup>92</sup>.

Mais, les difficultés viennent de l'absence de déclaration explicite des législateurs et

---

<sup>89</sup> AMF, *Quelles priorités pour les marchés financiers ?*, communiqué du 30 mars 2011.

<sup>90</sup> Stephen J. CHOI, «Assessing regulatory responses to securities market globalization», *Theoretical inquiries in law*, Vol.2:613-2001.

<sup>91</sup> Voir par exemple : Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, Journal officiel de l'Union européenne n° L 345/64 du 31/12/2003 la : point 10 «*la présente directive et ses mesures d'exécution ont pour objet de garantir la protection des investisseurs et l'efficacité des marchés*» ; point 16 «*l'un des objectifs de la présente directive est de protéger des investisseurs*».

<sup>92</sup> Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>e</sup> édition, Economica, 2010.

régulateurs des marchés financiers à propos de la portée extraterritoriale des dispositions protectrices des investisseurs. Législateurs et régulateurs n'ont pas directement fourni une définition de portée générale<sup>93</sup>. Ils se contentent d'annoncer la protection des investisseurs comme l'un de leurs objectifs en laissant le soin aux tribunaux de préciser qui en sont finalement les bénéficiaires. Malgré l'ambiguïté des législations et réglementations boursières et la volatilité de la jurisprudence, plusieurs indices nous permettent de déterminer l'extension des réglementations boursières américaines et françaises en matière de protection des investisseurs.

### **A. Investisseur national, marché local : l'apparition des éléments d'extranéité n'exclut pas l'application du droit national**

L'application du droit boursier d'un État à l'un de ses ressortissants qui intervient sur un marché local ne pose pas beaucoup d'interrogations. En effet, il n'est pas discutable que le juge national ait une compétence dans pareil cas. L'apparition des éléments d'extranéité dans l'opération n'est pas suffisante pour exclure l'application du droit national. Il peut arriver que l'investisseur décide d'investir dans des valeurs mobilières d'une société de droit étranger cotée sur le marché local ; ou qu'il passe son ordre d'achat ou de vente à sa banque étrangère, dont le siège social est situé sur le territoire d'un autre État, mais qui est présente sur le marché local à travers une filiale. Ces circonstances et bien d'autres n'empêchent pas l'investisseur de demander la protection de la loi

---

<sup>93</sup> Récemment, la loi américaine *Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* se livre à ce débat en demandant à la SEC de solliciter des commentaires du public, et d'effectuer ensuite une étude visant à déterminer dans quelle mesure les *private rights of action*, au titre des dispositions anti-fraude de la *Securities and Exchange Act* de 1934 (15 USC 78U-4), devraient être étendus pour couvrir :

- 1- une conduite qui a eu lieu aux États-Unis et qui constitue une étape importante dans l'avancement de l'infraction, même si la transaction boursière a lieu en dehors des États-Unis et ne concerne que les investisseurs étrangers.
- 2- une activité ayant lieu en dehors des États-Unis qui a un effet prévisible considérable aux États-Unis.

Ce faisant, le Congrès va loin dans ses réflexions. Les investisseurs étrangers seront peut-être légalement autorisés à porter leurs plaintes devant les tribunaux américains, même si leurs opérations ont été effectuées sur un marché non-américain, et ont porté sur des instruments financiers de sociétés étrangères. En se fondant sur les critères de «*conduct and effects tests*», les portes des juridictions américaines s'ouvriraient devant tout investisseur, américain ou non, résident ou non, qui peut prouver que le comportement commis n'importe où dans le monde a des effets négatifs sur les investisseurs américains ou sur les marchés boursiers américains, ou que le comportement commis aux États-Unis est significatif dans la réussite de la fraude achevée sur le territoire d'un autre pays et qu'il a causé directement le préjudice allégué par le demandeur.

de son pays dès lors qu'il a investi sur le marché de celui-ci. Cela n'empêche pas non plus que l'investisseur puisse demander la protection d'un droit étranger. Même dans des situations purement nationales, il est possible que l'investisseur cherche à se protéger à travers des réglementations étrangères. Dans ce dernier cas, la question de l'extraterritorialité du droit boursier se pose, comme nous le verrons plus tard, du côté de l'État recevant la demande de protection.

## **1. L'intention législative et réglementaire américaine de protéger les américains indépendamment des circonstances liant l'opération à d'autres juridictions**

Plusieurs données permettent de considérer que la protection de l'investisseur national qui agit sur un marché local est un des objectifs prioritaires des autorités compétentes américaines, malgré l'existence d'un élément d'extranéité dans la relation boursière. La référence aux investisseurs nationaux est bien présente dans les débats menés devant le Congrès des États-Unis. L'objectif central des *federal securities laws* est de protéger les investisseurs<sup>94</sup> mal informés<sup>95</sup>. En partant de l'idée qu'un investisseur bien informé est un investisseur mieux protégé<sup>96</sup>, le Congrès cherche à assurer, aux investisseurs, l'accès aux informations leur permettant d'éviter d'investir dans des instruments financiers, en particulier étrangers, sans valeur ou frauduleux. Conformément au rapport du Sénat, l'adoption de la loi de 1933 était nécessaire en raison des billions de dollars qui ont été investis par des investisseurs américains dans des valeurs mobilières sans valeur via des

---

<sup>94</sup> Le rapport du Sénat sur le projet de loi du 1933 (S.Rep.No.47, 73d Cong., 1st Sess., to accompany S. 875, April 27, 1933) a déclaré que «*The purpose of this bill is to protect the investing public and honest business. The basic policy is that of informing the investor of the facts concerning securities to be offered for sale in interstate and foreign commerce and providing protection against fraud and misrepresentation. The aim is to prevent further exploitation of the public by the sale of unsound, fraudulent, and worthless securities through misrepresentation ; to place adequate and true information before the investor ; [...] ; to restore the confidence of the prospective investor in his ability to select sound securities ; [...]*», the statement of Huston Thompson, U.S., Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, Hearings on S. 875, 73d Cong., 1st sess. (1933) ; Voir également : *Lank v. New York Stock Exch.*, 548F.2d 61, 65 (2d Cir. 1977) ; *Futura Dev. Corp. v. Centex Corp.*, 761 F.2d 33, 39 (1st Cir.), 106 S. Ct. 147 (1985) ; *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 388-89 (1983) ; *SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.*, 375 U.S. 180, 186 (1963).

<sup>95</sup> Douglas M. FRIED, «General Partnership Interests as Securities Under the Federal Securities Laws: Substance over Form», *Fordham Law Review*, Vol. 54 | Issue 2-1985.

<sup>96</sup> IOSCO Technical Committee Release : International Securities Regulators Issue New Economy Bulletin, «Bulletin regarding Investor Protection in the New Economy», Sydney, Australia – 19 May, 2000.

déclarations fausses ou incomplètes<sup>97</sup>. La loi de 1934 a été adoptée dans le même esprit. Un tribunal américain a pu constater que : «*The Act (of 1934) was designed to eliminate deceptive and unfair practices in security trading and to protect the public from inaccurate, incomplete and misleading information*»<sup>98</sup>.

En règle générale, toutes les dispositions relatives à la régulation des marchés financiers et toutes les obligations imposées aux intervenants sur lesdits marchés visent à protéger, principalement, les investisseurs nationaux<sup>99</sup>. La loi de *Securities Act* de 1933 exige généralement, afin qu'une société puisse faire une offre publique aux États-Unis, que ses titres soient inscrits auprès de la SEC. Pour la SEC, les exigences d'inscription de la loi de 1933 sont, essentiellement, destinées à protéger les investisseurs américains<sup>100</sup>. C'est pour cette raison que les offres publiques exclusivement destinées aux citoyens non-américains, seront exemptées de l'exigence d'enregistrement, et que le courtier étranger, participant à la distribution des titres d'un émetteur américain, n'est pas non plus tenu de se conformer à l'obligation d'enregistrement des courtiers conformément aux *federal securities laws* si sa participation est placée à l'étranger et non aux États-Unis. De manière similaire, le prestataire de services d'investissement étranger qui n'exerce pas ses activités sur un marché américain, n'est pas tenu de respecter les exigences de la SEC et des lois américaines, même si les valeurs mobilières concernées appartiennent à une société américaine. Historiquement, les *securities laws* s'appliquaient à toutes les offres visant à lever les capitaux sur le marché américain, fournissant ainsi une protection substantielle aux personnes investissant dans des valeurs mobilières d'émetteurs étrangers<sup>101</sup>. De plus, les investisseurs ne sont pas seulement protégés des émetteurs étrangers, mais aussi des investissements inappropriés effectués par les intermédiaires et les conseillers d'investissement pour le compte de leurs clients dans des valeurs mobilières de

---

<sup>97</sup> Rapport du Sénat, No. 47, at 2 (1933), point 72. Voir également : *Lincoln National Bank v. James F. Herber and First National Bank of Lake Forest*, 604 F.2d 1038 (7th Cir. 1979). Voir également : *Kahan v. Rosenstiel*, 424 F.2d 161, 167 (3d Cir 1970).

<sup>98</sup> *Erling v. Powell*, 429 F.2d 795 (8th Cir. 1970).

<sup>99</sup> *Lank v. New York Stock Exch.*, *op. cit.*, : «*The primary purpose of the Exchange Act was to protect customers of the stock exchanges that is, public investors. One method of effectuating this was to impose on the exchanges a statutory duty "to protect investors by regulating (the exchanges') members"*», Note, *Exchange Liability for Net Capital Enforcement*, 73 *Col.L.Rev.* 1262, 1264 (1973).

<sup>100</sup> Joseph Jude NORTON, «United States securities laws: A transnational perspective», *Anglo-American law review* 81-1978. p. 97.

<sup>101</sup> C. Nicholas REVELOSTT, «Transnational Securities regulation: Can U.S. investors have their cake and eat it too?», *Journal of International Law and Practice*, 3:87-1994.

sociétés de droit étranger<sup>102</sup>.

De manière analogue, un tribunal a jugé, qu'afin de protéger les investisseurs américains d'une société de droit étranger dont les titres sont cotés sur le marché américain et étranger, celle-ci a l'obligation de respecter les dispositions de la loi *Securities Exchange Act* concernant les rapports financiers qu'elle doit déposer auprès de la SEC, la *proxy solicitation* et les rapports concernant les *insider holdings*<sup>103</sup>. Les activités des entreprises et les informations données au public doivent être transparentes. Pour le sénateur Fletcher, la régulation des activités des banques d'investissement était nécessaire au motif qu'elles se sont livrées à des pratiques douteuses dans la promotion de prêts étrangers et dans la vente de titres étrangers aux américains<sup>104</sup>. Le représentant Eltse a révélé la même inquiétude exprimée par le sénateur Fletcher. Dans ses remarques au cours des débats de l'élaboration de la loi de 1933, il illustre que : «*It was through and by means of loans made by international bankers and brokers from funds derived from the sale of foreign securities to the American investor that the American investor was shorn and impoverished. He literally was a sheep led to the slaughter*<sup>105</sup>». Il recommande de prendre des mesures nécessaires pour contrôler et réguler la distribution des valeurs mobilières américaines et étrangères, afin de mieux protéger les investisseurs américains contre l'exploitation.

Plusieurs cours ont estimé que l'histoire législative des Lois de 1933 et 1934 témoigne d'un objectif clair, celui de protéger les investisseurs et les marchés américains<sup>106</sup>. De plus, certaines cours ont considéré que le Congrès avait l'intention de donner à l'*Exchange Act* une application extraterritoriale afin de protéger les investisseurs nationaux qui avaient acheté des titres étrangers sur les bourses américaines et de protéger le marché intérieur des effets de transactions étrangères frauduleuses effectuées sur les titres américains<sup>107</sup>. D'après le *second circuit*, ni la présomption contre l'application extraterritoriale de la législation nationale, ni le langage spécifique de l'article 30(b) de la loi de 1934 ne montrent l'intention du Congrès d'écarter l'application de ladite loi à des transactions concernant des valeurs mobilières cotées aux États-Unis et produisant des effets en dehors de son territoire, lorsque l'application extraterritoriale de la loi est nécessaire pour protéger

---

<sup>102</sup> Ibid., p. 87.

<sup>103</sup> Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F.2d (2d Cir. 1968).

<sup>104</sup> Senate. Committee On Banking And Currency, Stock Exchange Practices, S. Report No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. (1934).

<sup>105</sup> Senate-77 Congressional Record, 2951-52 (1933).

<sup>106</sup> Schoenbaum v. Firstbrook, *op. cit.*

<sup>107</sup> Ibid.

les investisseurs américains<sup>108</sup>.

Toutes les transactions et pratiques qui passent sur le marché local, et qui touchent aux intérêts du public doivent être régulées et contrôlées par la loi locale. Celle-ci cherche à réguler le marché local et les relations entre les investisseurs et les sociétés cotées qui incitent ces premiers à acheter leurs titres<sup>109</sup>. Quand les pratiques des sociétés de droit étranger cotées sur le marché américain violent les dispositions américaines, les *anti-fraud provisions*<sup>110</sup> dépassent les limites territoriales des États-Unis et s'appliquent même aux actes accomplis sur le territoire d'un autre pays lorsque la violation est préjudiciable aux investisseurs américains<sup>111</sup>. En règle générale, les investisseurs américains sont protégés contre les activités frauduleuses relatives à leurs achats et ventes de valeurs mobilières<sup>112</sup> offertes à la fois par des émetteurs américains et étrangers sur le marché américain<sup>113</sup>. D'après le juge Friendly, *the anti-fraud provisions of the federal securities laws* s'appliquent aux pertes résultant de ventes de valeurs mobilières à des américains résidant aux États-Unis si, oui ou non, des actes d'importance substantielle se sont produits dans ce pays. Autrement dit, le droit boursier américain s'étend extraterritorialement pour juger un comportement survenu à l'étranger, si celui-ci est en relation avec les transactions boursières réalisées sur le marché américain et a causé un préjudice aux investisseurs américains. Il en est ainsi, même lorsque le pourcentage des valeurs mobilières détenues par des américains est insignifiant. Bayer AG est une société pharmaceutique et chimique internationale organisée et basée en Allemagne. Les actions de Bayer AG sont cotées sur plusieurs marchés allemands. Elles le sont également sur d'autres places boursières européennes et sur la bourse de Tokyo. Aux États-Unis, les actions de Bayer AG ont commencé à être négociées à la Bourse de New-York en décembre 2001 sous la forme d'*American Depositary Shares* représentées par des *American Depositary Receipts*. Seulement 8 %

---

<sup>108</sup> Ibid.

<sup>109</sup> Ibid.

<sup>110</sup> les *anti-fraud provisions* se trouvent dans les articles 12 (2) et 11 de la loi de 1933 (*Securities Act*), et les articles 10(b)7, 10b-5 et 14 (e) de la loi de 1934 (*Securities and Exchange Commission*).

<sup>111</sup> «*the anti-fraud provision of § 10(b), which enables the Commission to prescribe rules "necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors" reaches beyond the territorial limits of the United States and applies when a violation of the Rules is injurious to United States investors*», Schoenbaum v. Firstbrook, Ibid.

<sup>112</sup> *The Foreign Bondholders Act of 1933*, promulguée en tant que Titre II de la loi de 1933, est entièrement consacrée à la situation des investisseurs qui détiennent des titres étrangers décrits comme *defaulted foreign securities*. La loi souligne que la société doit être créée "for the purpose of protecting, conserving and advancing the interests of the holders of foreign securities in default".

<sup>113</sup> C. Nicholas REVELOSTT, «Transnational Securities regulation: Can U.S. investors have their cake and eat it too?», *Journal of International Law and Practice*, 3:87-1994.

des actions sont acquises aux États-Unis. Une *securities fraud class action* a été engagée devant les juridictions américaines par des actionnaires américains et étrangers, en prétendant que la société a fait de fausses déclarations, et demandant, en conséquence, la réparation des dommages subis sur la base de l'article 10(b) de la *Securities Exchange Act* de 1934 et la règle 10b-5 promulguée sous son régime. La *District Court* de New York a décliné sa compétence pour statuer sur les réclamations des acquéreurs étrangers, mais a décidé que cette déclaration n'affectait pas sa compétence *ratione materiae* pour juger les réclamations des acheteurs américains<sup>114</sup>. Pour la Cour, le pourcentage de 8 % était suffisant pour porter le litige devant les juridictions américaines. Elle voulait laisser entendre que : «*courts are not willing to deprive U.S. investors who purchase securities on U.S. markets of a remedy under U.S. law*<sup>115</sup>».

Il en découle que, ni les lois, ni les juridictions américaines ne privent l'investisseur américain de leur protection tant que ce dernier agit sur un marché local. Tout investisseur américain lésé suite à une opération réalisée sur un marché américain peut demander réparation devant les juridictions américaines, et cela, indépendamment des autres circonstances qui ont accompagné l'opération. Il en est ainsi, même si les valeurs mobilières en question appartiennent à une société de droit étranger. De même, si le comportement frauduleux a été commis à l'étranger ou si le comportement reproché a causé beaucoup plus de dommages aux investisseurs étrangers qu'aux investisseurs américains.

---

<sup>114</sup> *In re Bayer AG Sec. Litig.*, 423 F. Supp. 2d 105, 113 (S.D.N.Y. 2005), «[...] *this Court concludes that subject matter jurisdiction does not reach the Foreign Purchasers. This determination, however, does not affect this Court's subject matter jurisdiction over the claims of United States purchasers of Bayer AG securities*».

<sup>115</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, Issue 1- June 2007. Malgré cette hypothèse, M. Buxbaum confirme que «*This is not to suggest that courts do not consider the relative strength of an issuer's contacts with different countries. The decisions pay careful attention to factors such as the percentage of investors located in the United States versus abroad, the presence of intent to market the relevant securities in the United States, and the extent of an issuer's business operations in the United States. But such analysis is generally undertaken with an eye only on the claims based on foreign transactions—that is, courts weigh these factors in determining whether a class should be expanded to encompass foreign claimants, but not to question the jurisdictional status of claims based on U.S. transactions*».

## 2. L'attachement français au principe de protection des investisseurs nationaux dans des situations comportant des éléments d'extranéité

En France, comme aux États-Unis, la protection des investisseurs est un des objectifs primordiaux du législateur et des autorités de régulation compétentes<sup>116</sup>. Cette protection est donc l'une des raisons d'être de la réglementation des marchés boursiers et «*présuppose l'égalité entre (les investisseurs), la transparence du marché, la réglementation et sa surveillance*»<sup>117</sup>. Cette question est fortement évoquée lors des débats parlementaires<sup>118</sup>. Plusieurs questions ont été adressées au ministère de l'Économie concernant les mesures à prendre pour mieux protéger l'investisseur<sup>119</sup>. À titre d'exemple, parmi tous les actionnaires de la société Eurotunnel (une société franco-britannique dont les actions étaient, au moment des faits, cotées sur NYSE Euronext à Paris et à Londres), M. Galy-Dejean René<sup>120</sup> et M Mesquida Kléber<sup>121</sup> s'intéressent uniquement à la

---

<sup>116</sup> Le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie a confirmé dans une réponse ministérielle que l'un des objectifs de la loi LSF est de protéger les épargnants et de renforcer leur confiance dans les marchés financiers : «*la loi de sécurité financière va permettre la création de l'AMF, [...]. La loi s'attache également à renforcer la transparence des acteurs du marché financier. Cela passe, pour les émetteurs, par une plus grande transparence sur les mécanismes et les pratiques de gouvernement d'entreprise. [...]. Enfin, la loi de sécurité financière permettra de renforcer l'information des épargnants, le contrôle des professionnels concernés et, le cas échéant, les sanctions prononcées à leur encontre. [...]. Ces différentes mesures devraient être de nature à améliorer la sécurité des épargnants*», Question N° 12533- de M. Santini André, Question publiée au JO le 24/02/2003, p. 1318, Réponse publiée au JO le 23/06/2003 p. 4996.

<sup>117</sup> Radita CORCHES, «La protection des investisseurs dans la législation roumaine du marché de capital», *IDEAS*, en ligne : <http://ideas.repec.org/a/pmu/cjurid/v34-35y2008p126-133.html>.

<sup>118</sup> Jean-Baptiste LEHNOF, «Interprétation stricte des textes versus protection de l'investisseur, la Cour de cassation penche en faveur du marché », (Note sous : Cass. com., 14 février 2006), 18 mai 2006, en ligne : Lexbase, [www.lexbase.fr](http://www.lexbase.fr) : «*les parlementaires n'ont pas manqué de souligner -et, ce, à maintes reprises- que l'établissement de marchés réglementés n'était, dans la nouvelle logique qui gouvernait la finance européenne, justifié que par la protection de l'investisseur*».

<sup>119</sup> Réponse ministérielle, Question N° : 12533 - de M. Santini André, Question publiée au JO le : 24/02/2003 page : 1318, Réponse publiée au JO le : 23/06/2003 page : 4996 ; Réponse ministérielle, Question N° : 50600 - de M. Le Déaut Jean-Yves- Question publiée au JO le : 09/11/2004 page : 8789, Réponse publiée au JO le : 21/06/2005 page : 6285 ; Réponse ministérielle, Question N° : 46706- de M. Léonard Gérard, Question publiée au JO le : 14/09/2004 page : 7082, Réponse publiée au JO le : 12/07/2005 page : 6871 ; Réponse ministérielle, Question N° : 27307, question de M. Galy-Dejean René-Publiée au Journal Officiel le 27/10/2003.

<sup>120</sup> Question N° : 27307, Ibid.

<sup>121</sup> Réponse ministérielle, Question N° : 32656, question de M. Mesquida Kléber, Publiée au Journal Officiel le 27/01/2004, Réponse parue le 12/04/2005.



protection des intérêts des épargnants français porteurs de titres de cette société. Suite à une décision de celle-ci, qui a suscité de vives critiques, MM. René et Kléber s'adressent à M. le ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie. Ils attirent son attention sur la nécessaire protection, face à certaines pratiques financières en général, des épargnants français détenteurs de titres de sociétés cotées en bourse. Mais aussi, et en particulier, sur la protection, face aux agissements suspects de la direction de la société Eurotunnel, des porteurs français de titres de cette société. Ils souhaitent en conséquence, connaître les mesures législatives ou réglementaires que le gouvernement entendrait mettre en œuvre pour protéger lesdits investisseurs. D'ailleurs, dans la proposition de loi visant à favoriser le placement d'épargne en actions, la situation des épargnants français inquiète les députés. Ils soulignent que les épargnants français sont désavantagés par rapport aux épargnants étrangers, qui ne supportent pas la plupart des impôts qui frappent les résidents. Ils visent par cette proposition à favoriser l'actionnariat des personnes physiques en France, et à assurer le développement de l'économie et de l'emploi en France<sup>122</sup>.

De manière générale, les mesures prises par les autorités compétentes dans le but de protéger l'investisseur figurent dans les différentes obligations imposées aux acteurs du marché. Ces obligations permettent d'assurer, à tout investisseur, la fourniture des informations qui lui sont nécessaire pour prendre sa décision en connaissance de cause<sup>123</sup>. Les moyens d'action de l'AMF, pour mener à bien sa mission de protection de l'investisseur, reposent de plus en plus sur des mécanismes de formation des épargnants, qui consistent à la mise à disposition du public de l'information pertinente pour apprécier les caractéristiques des placements proposés. L'AMF constate que les épargnants français sont confrontés à des produits de plus en plus sophistiqués et que leur connaissance en matière de produits financiers est aujourd'hui insuffisante pour leur permettre de faire face sereinement à leurs responsabilités. Le régulateur vise à développer une politique globale en faveur de l'approfondissement de la culture économique et financière des Français. L'AMF détient un autre moyen pour venir au secours des investisseurs non-professionnels, celui de son service de médiation. En effet, *«outre sa mission d'information et de pédagogie auprès du public, le Service de la médiation reçoit les réclamations portant sur l'information financière, l'exécution des ordres, le transfert de comptes-titres, la gestion pour*

<sup>122</sup> Assemblée nationale, «Proposition de loi visant à favoriser le placement d'épargne en actions», No 1706, 16 juin 1999, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/11/propositions/pion1706.asp>.

<sup>123</sup> L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) a confirmé la nécessité de donner à chacun les informations de base pour faire ses choix d'investissement en connaissance de cause. Voir: OCDE, *les Principes et les Bonnes Pratiques Relatifs à la Sensibilisation et l'Education Financières*, Conseil de l'OCDE, juillet 2005, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>.

*compte de tiers. Il propose également un règlement à l'amiable en cas de litige entre un particulier et un professionnel*»<sup>124</sup>.

Certaines autorités ont indiqué, directement ou indirectement, que l'objectif du législateur et du régulateur français est de garantir aux investisseurs nationaux un investissement sécurisé sur les marchés locaux. Dans le cadre de la transposition de la directive OPCVM IV, le Comité de Place a préparé un rapport<sup>125</sup>. Est intéressant ici, la citation du rapport qui fait mention de la principale préoccupation du législateur : l'investisseur français. Il a ainsi proposé que, dans le cadre de la transposition de ladite directive, «*la France doit adopter une approche ouverte, européenne, consistant à transposer la directive de manière littérale*». Et qu' «*A priori, cette position va, de fait, conduire le régulateur français à abandonner certaines règles nationales qu'il avait adoptées pour renforcer la protection des investisseurs français*».

La protection des investisseurs français reste donc l'élément essentiel de la législation et de la réglementation française. Protéger l'investisseur, c'est, avant tout, lui fournir une information complète et correcte, pour éviter, au final, sa perte. Cependant, la perte des investisseurs provient soit de la volatilité des cours<sup>126</sup>, soit de pratiques frauduleuses. Quand la perte trouve son origine dans des pratiques frauduleuses, il est nécessaire, même urgent, de protéger les investisseurs, la partie la plus faible, de celles-ci, sinon, ils perdront confiance<sup>127</sup> dans les marchés financiers<sup>128</sup> ;

---

<sup>124</sup> Assemblée nationale, Rapport d'enquête de Jean-François MANCEL sur *les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*, publié le 14/12/2010, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/>.

<sup>125</sup> Comité de Place, Rapport final : *état des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV*, AMF, Communiqué de presse, 26 juillet 2010.

<sup>126</sup> Question N° : 12533- de M. Santini André, *op. cit.*, p. 1318, Réponse publiée au JO le : 23/06/2003 p. 4996 : «*le risque est inhérent aux marchés financiers et la volatilité des cours, à la hausse comme à la baisse, ne fait que refléter l'incertitude fondamentale dans laquelle ils évoluent. Il importe donc que, dans la détermination de leur politique d'investissement, les épargnants conservent à l'esprit que le risque d'un placement est normalement d'autant plus fort que son espérance de rendement est grande*».

<sup>127</sup> Comme l'annonce les *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection*, «*consumer confidence and trust in a well-functioning market for financial services promotes financial stability, growth, efficiency and innovation over the long term. Traditional regulatory and supervisory frameworks adopted by oversight bodies contribute to the protection of consumers – which is often and increasingly recognised as a major objective of these bodies together with financial stability*», Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection*, *op. cit.*

<sup>128</sup> «*Dans l'intérêt des épargnants, il convient que chacun des acteurs qui concourent au bon fonctionnement des marchés financiers joue son rôle de manière efficace, sincère et transparente. Particulièrement conscient de cette nécessité, dans une période où la confiance dans les marchés financiers a pu être ébranlée par la baisse des cours et la révélation de comportements répréhensibles, le Gouvernement s'est attaché, dans le projet de loi de sécurité financière*

ayant des répercussions négatives sur la stabilité financière. Cette protection est assurée non seulement a priori, c'est-à-dire avant que l'investisseur subisse un préjudice résultant d'une infraction boursière, mais aussi a posteriori en punissant les abus de marché et tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché<sup>129</sup>. Il arrive que l'investisseur français achète sur un marché local une valeur mobilière appartenant à une société de droit étranger dont la crédibilité n'est pas avérée. Il est vrai que l'opération s'est produite sur le marché français, mais il n'en reste pas moins que la nationalité étrangère de l'entreprise peut lier l'opération à une autre juridiction. Il en va de même si le comportement frauduleux est commis sur le territoire d'un autre État, ou encore si les préjudices résultant de l'opération sont survenus également sur un marché étranger ou ont touché aussi des investisseurs étrangers. Toutefois, cela n'empêche pas l'investisseur français d'avoir recours aux juridictions françaises. Dans pareils cas, la loi française s'applique de manière extraterritoriale pour ajuster les différentes composantes de l'opération. Elle aura la même application si les transactions frauduleuses effectuées sur un marché étranger entraînent des dommages pour les investisseurs français qui effectuent leurs opérations sur le marché français. La loi française privilégie, en premier lieu, la protection des investisseurs français. Le Comité de Place l'a très clairement signalé. Conscient du fait de l'internationalisation des marchés financiers, il a clarifié qu' *«avec les opportunités transfrontières, outre les fonds français gérés par des entités françaises, pourront être proposés aux investisseurs français 1- des OPCVM étrangers gérés par des entités françaises ou étrangères, via le passeport OPCVM ; 2- des OPCVM français gérés par des entités étrangères, via le passeport société* <sup>130</sup>». Il attire l'attention sur le fait que le contrôle de la structuration des produits et la supervision des prestataires ne pourraient plus porter sur l'ensemble des OPCVM commercialisés en France. Nonobstant, conscient de cette réalité, il a rappelé, avant tout, que *«l'objectif premier du régulateur est d'assurer la protection des investisseurs français»*<sup>131</sup>.

*en cours d'adoption par le Parlement, à renforcer l'efficacité des autorités de supervision, la transparence des comportements et la protection des épargnants»,* Question N° : 12533- de M. Santini André, *op. cit.*, p.1318, Réponse publiée au JO le 23/06/2003 p. 4996 ; voir dans le même sens : Question N° : 27307, question de M. Galy-Dejean René- Publiée au Journal Officiel le 27/10/2003.

<sup>129</sup> Frank MARTIN LAPRADE, «Vers une reconnaissance en droit français de la notion de "bénéficiaire économique" ?», *Bulletin Joly Bourse*, 01 avril 2013 n° 4, p. 173.

<sup>130</sup> Le Comité de Place recommande que *«le régulateur doit tenir compte des modifications engendrées par la directive pour veiller à continuer à assurer un haut niveau de protection des investisseurs quelque soit l'OPCVM proposé à l'investisseur (de droit français ou étranger, géré par une entité régulée en France ou à l'étranger). Cet objectif pourrait être atteint si le régulateur français recentre sa régulation sur le contrôle de la commercialisation de tous les OPCVM commercialisés sur son territoire»*. Rapport final du Comité de Place, Ibid.

<sup>131</sup> Rapport final du Comité de Place, Ibid.

Il est ainsi possible de conclure de tout ce qui précède que, tant le droit américain que le droit français, s'attachent significativement au principe de protection des investisseurs nationaux, et s'appliquent, par conséquent, à une situation survenue sur un marché local et comportant un ou plusieurs éléments d'extranéité. Même lorsque tous les éléments de l'infraction sont commis à l'étranger par des étrangers, le droit national s'applique si les comportements illégaux concernent une opération effectuée sur un marché local, et en particulier lorsque ladite situation est préjudiciable aux investisseurs nationaux. Il y a lieu, après cette conclusion, de se demander si les investisseurs étrangers, qui choisissent d'intervenir sur un marché financier, sont protégés par le droit qui régit ce marché.

## **B. Investisseur étranger, marché national : la nationalité et le lieu de résidence de l'investisseur n'excluent pas l'application du droit national**

Alors que la nationalité et le lieu de résidence de l'investisseur peuvent lier l'opération à une autre juridiction, en particulier s'ils sont accompagnés par d'autres éléments (lieu de passation de l'ordre ou lieu de commission du comportement illégal à l'étranger, etc.), les autorités américaines et françaises accordent leur protection à tout investisseur intervenant sur leurs marchés respectifs. Les juridictions américaines et françaises ont d'ores et déjà appliqué leurs droits respectifs aux manquements commis par des étrangers en dehors de leurs territoires, mais aussi concernant des opérations effectuées par des étrangers sur leurs marchés boursiers. Chaque État présente un intérêt dans la réglementation des opérations effectuées sur ses marchés. Mais cet intérêt nécessite, dans certains cas, des États américains et français d'appliquer de manière extraterritoriale leurs législations boursières, à certains éléments d'opérations qui se sont déroulés à l'étranger. De ce fait, l'investisseur étranger bénéficie d'une protection similaire à celle accordée à l'investisseur ressortissant.

### **1. Protection américaine des *domestic traders* et critère du lieu de réalisation de l'opération**

Les juridictions et juristes américains sont en désaccord en ce qui concerne l'applicabilité du

droit américain aux investisseurs étrangers effectuant une opération sur un marché américain. En effet, l'affirmation ou la négation d'une telle application est épineuse<sup>132</sup>. Certains affirment que le droit boursier américain vise à protéger tout investisseur, peu importe sa nationalité, dès lors qu'il intervient sur un marché local, et que ce droit s'applique ainsi de manière extraterritoriale. D'autres maintiennent que le droit américain distingue l'investisseur américain de l'investisseur étranger, et qu'il se soucie seulement du premier, ne trouvant donc application que dans les limites de ses frontières.

Les partisans de la deuxième hypothèse mettent en avant quelques indices pour clarifier la position du Congrès, qui selon eux souhaite uniquement protéger les investisseurs américains. Ainsi, les *alien domestic traders*, c'est-à-dire les étrangers faisant affaires sur le territoire américain, ne figurent pas parmi les bénéficiaires de la loi américaine. Plusieurs expressions ont été utilisées par les membres du Congrès lors des débats de la loi de 1933 et de 1934, qui reflètent leur souhait de protéger l'investisseur américain, comme par exemple : "american citizens", "american investors", "the american people", "the american public" ou "the nation"<sup>133</sup>. Ces expressions n'excluent pas seulement les investisseurs étrangers qui interviennent sur un marché étranger, mais aussi ceux qui interviennent sur un marché américain. Au demeurant, les amendements apportés aux lois n'examinaient pas ce problème en dépit de sa présence significative devant les juridictions à travers les *class actions* (l'action de groupe à la française AG). Le Congrès ne définit donc pas ces expressions et ne détermine pas la catégorie des bénéficiaires. Deux interprétations sont envisageables. Premièrement, par cette négligence, le Congrès pourrait avoir l'intention de laisser le soin aux tribunaux de répondre à cette question à la lumière de l'évolution de la vie économique<sup>134</sup>. Il appartient aux tribunaux dans le cadre de leur rôle d'interprétation de la législation de définir certaines expressions lorsque le Congrès ne le fait pas<sup>135</sup>. Deuxièmement, il est possible que le Congrès, encouragé par le principe de la courtoisie internationale, n'ait pas voulu trancher cette

---

<sup>132</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.* 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975). Point 57: «*Other fact situations, such as losses to foreigners from sales to them within the United States, are not before us. We freely acknowledge that if we were asked to point to language in the statutes, or even in the legislative history, that compelled these conclusions, we would be unable to respond. The Congress that passed these extraordinary pieces of legislation in the midst of the depression could hardly have been expected to foresee the development of off-shore funds thirty years later.*».

<sup>133</sup> Pour obtenir de plus amples renseignements, voir Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 28, No. 3 : 677-1990, p. 677-721.

<sup>134</sup> *Carter v. Derwinski*, 987 F.2d 611 (9th Cir.), cert. denied, 114 S. Ct. 78 (1993) : «*Congressional silence may, from time to time, require us to fill gaps within the interstices of a statute.*».

<sup>135</sup> *Ibid.* : «*We may, as a matter of legislative interpretation, place a gloss on vague or undefined terms.*».

problématique individuellement afin d'éviter un conflit avec les autorités étrangères. Cette éventualité a été approuvée par la Cour Suprême. En effet, elle a supposé que l'exclusion de tous les non-citoyens de la possibilité d'accéder aux emplois fédéraux serait suffisamment soutenue par les intérêts nationaux de fournir au président un élément de négociation dans les traités internationaux<sup>136</sup>. Durant le processus de négociation des conventions internationales, le président américain peut suggérer à un État, qui espère conclure une convention avec les États-Unis, de protéger ses citoyens qui investissent sur le marché boursier américain, en échange de l'engagement de son homologue d'assurer le même niveau de protection aux citoyens américains qui interviennent sur le marché boursier de cet État.

Pour les partisans de la première hypothèse, l'investisseur étranger a le droit de demander aux juridictions américaines réparation du préjudice résultant d'une opération boursière réalisée sur un marché américain. Plusieurs arguments peuvent défendre ce point de vue. L'histoire législative des lois de 1933 et de 1934 se réfère à la notion de *domestic traders*. Cette notion regroupe tous les intervenants sur un marché boursier local (*local stock exchange*), y compris ceux de nationalité non américaine. En effet, ces deux lois s'appliquent au commerce de valeurs mobilières entre États (*interstate commerce*). Les lois de 1933 et de 1934 définissent le commerce entre États comme englobant tant le commerce entre deux des cinquante États constituant les États-Unis, qu'entre l'un de ces États et un autre pays<sup>137</sup>. Cette définition, qui inclut le commerce *between any foreign country and any State*, englobe tant les opérations sur valeurs mobilières étrangères réalisées aux États-Unis, que les opérations sur valeurs mobilières américaines réalisées sur un marché étranger. Les pourparlers qui ont précédé l'adoption de la loi de 1933 montrent que cette phrase a été ajoutée au projet initial de la loi pour lever la confusion qui existait au sujet de l'application de la loi à des opérations effectuées sur des valeurs mobilières étrangères réalisées aux États-Unis<sup>138</sup>. Le

<sup>136</sup> Hampton v. Mow Sun Wong, 426 U.S. 88 (1976).

<sup>137</sup> See Section 2 (7) of the 1933 Act defining interstate commerce and Section 3(a)(17) of the 1934 Act which defines interstate commerce as follows: «The term "interstate commerce" means trade, commerce, transportation, or communication among the several States, or between any foreign country and any State, or between any State and any place or ship outside thereof. The term also includes intrastate use of (A) any facility of a national securities exchange or of a telephone or other interstate means of communication, or (B) any other interstate instrumentality».

<sup>138</sup> United States. Congress. House. Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Federal Securities Act: Hearing Before the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives Seventy-third Congress, First Session, on H.R. 4314*, U.S. Government Printing Office, 1933. Une conversation entre le représentant Wolverton et M. Thompson, un des rédacteurs de la loi de 1933, confirme ce point de vue :

«Rep. Wolverton: This act is drawn to regulate commerce on securities, both interstate and foreign, is it not?»

Mr Thompson: Interstate commerce. We struck out the words «foreign commerce».

législateur américain souhaite régir «*the trading of foreign securities inside the United States*» et non «*the trading in United States securities in foreign countries*». Par conséquent, en vertu de cette loi, le législateur désire protéger uniquement les *domestic traders* (tout investisseur, peu importe sa nationalité, qui procède à une opération sur une valeur étrangère négociée aux États-Unis). On peut constater, que le débat se concentre sur la soumission des opérations réalisées sur des valeurs mobilières étrangères effectuées aux États-Unis, à la loi de 1933. En effet, les députés ne posent pas la question de l'application de la loi aux *domestic traders* lorsque la valeur mobilière en question est américaine. Le débat porte sur le fait de les soumettre aux dispositions de la loi lorsque la valeur mobilière de placement est étrangère<sup>139</sup>. On peut déduire de ces discussions que tous les *domestic traders* doivent respecter les dispositions de la loi peu importe l'origine de la valeur mobilière en question, et profitent par conséquent de la protection accordée par cette loi. Qui plus est, cette intention de protéger les *domestic traders* apparaît dans les objectifs de plusieurs lois américaines, comme les dispositions d'inscription de la loi de 1933 et les dispositions de la *Foreign Bondholders Act* (loi sur les porteurs d'obligations étrangères)<sup>140</sup>. Cette dernière loi envisage de protéger les investisseurs qui acquièrent leurs valeurs mobilières étrangères aux États-Unis. Il semble que la *Foreign Bondholders Act* exclut de sa catégorie de bénéficiaires, au moins les *foreign traders* (les personnes, physiques ou morales, qui acquièrent leurs valeurs mobilières étrangères sur un marché non américain, même si elles sont de nationalité américaine).

---

*Rep. Wolverton: Does it not have that effect where we are dealing with foreign securities?*

*Mr Thompson: Sold in this country, yes. It is different from the Federal Trade Commission Act in this: For example, the Federal Trade Commission's jurisdiction extends down to Mexico. It goes beyond this country. If tow of our nationals go down to Mexicio and start a business, the jurisdiction of the Federal Trade Commission attaches. We have limited this bill to the United States and its territories».*

<sup>139</sup> Ibid., une conversation entre le représentant Wolverton et M. Thompson:

*«Rep. Wolverton: What is there in this bill that would prevent the sale of spurious stocks in foreign commerce? In other words, suppose the company were operating out of Canada into this country? Is there anything to stop it?*

*Mr Thompson: If it were operating out of Canada, and came into this country, they would have to register just like any other security- domestic security- if they were making sales.*

*Rep. Wolverton: Then why is the bill in title and terms limited to intersate commerce?*

*Mr Thompson: That section, I am frank to confess, I wrote. I thought that the present phraseology would cover it. I limited it to sales within the United States and its territories. In other words, we were not going to attempt to go beyond our own national limits ... My conception of this bill, as we wrote it, was that we were only going to consider securities that were coming into this country. Therefore, I struck out the wording with relation to foreign commerce. I am perfectly willing to let that wording back in».*

<sup>140</sup> Édictée comme Titre II de la loi de 1933, cette loi envisage la création d'une association (The Corporation of Foreign Bondholders) dans le but de «*protecting, conserving and advancing the interests of the holders of foreign securities in default*».

Au surplus, en agissant sur un marché américain, l'investisseur accepte tacitement de se soumettre aux lois et réglementations, tant civiles que pénales, qui régissent ce marché. Il n'y a donc pas de raison d'imposer des exigences plus exorbitantes aux investisseurs étrangers investissant sur un marché américain, qu'aux investisseurs américains agissant sur ce même marché. Il n'y a pas de raison non plus de priver ces investisseurs étrangers de la protection de la loi. En fait, toute imposition d'exigences supplémentaires à l'investisseur étranger, ainsi que toute privation de protection sont inutiles et injustifiables. Les législations et réglementations boursières américaines sont conçues pour protéger non seulement les investisseurs, mais aussi les marchés boursiers et l'économie américaine dans son ensemble<sup>141</sup>. Pour atteindre cet objectif, il est préférable de rassurer les investisseurs étrangers pour attirer autant que possible des capitaux étrangers sur les marchés locaux. Néanmoins, une distinction semble ici possible entre investisseurs étrangers résidents et non résidents des États-Unis.

En plus du lieu de réalisation de l'opération, les tribunaux américains détiennent un autre argument pour assurer leur compétence à l'égard de l'investisseur étranger résidant sur le sol américain. Il s'agit du lieu de résidence de l'investisseur : élément supplémentaire de rattachement. Ainsi, dans l'affaire *O'Driscoll v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*<sup>142</sup>, le juge Motley a considéré que les États-Unis ont plus d'intérêts à protéger les étrangers résidant sur leur territoire que les étrangers résidant à l'étranger. En se basant sur ce raisonnement, une autre juridiction a pu considérer que la résidence, aux États-Unis, des investisseurs n'ayant pas la nationalité américaine doit être au centre de l'analyse de l'*effects test*<sup>143</sup>. L'article 416 du *Restatement (Third) of Foreign Relations Law*<sup>144</sup> concerne le pouvoir de réglementer les activités liées aux valeurs mobilières «*Jurisdiction to Regulate Activities Related to Securities*». Cet article révèle l'intérêt que le législateur porte à la protection des investisseurs étrangers résidant aux États-Unis. Il dispose que «*The United States may generally exercise jurisdiction to prescribe with respect to: (i) any transaction in securities carried out in the United States to which a national or resident of the United States is a party, or (ii) any offer to enter into a securities transaction, made in the United States by or to a national or resident of the United States*»<sup>145</sup>. Il en découle que toute opération

<sup>141</sup> Comment, «Securities Law – Subject Matter Jurisdiction In Transnational Securities Fraud – *Bersch v. Drexel Firestone, Inc; IIT V. Vencap, Ltd*», *International Law And Politics*, Vol. 9: 113-1976.

<sup>142</sup> *O'Driscoll v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 1983 WL 1360, \* 3 (S.D.N.Y. Sept. 8, 1983).

<sup>143</sup> *Europe and Overseas Commodity Traders v. Banque Paribas London*, 147 F.3d 118, 128 n.12 (2d Cir. 1998)

<sup>144</sup> *Restatement (Third) of Foreign Relations Law* § 416 (1987).

<sup>145</sup> *Ibid.*, § 416(1)(a) (i) and (ii).



boursière ou toute offre publique faites sur un marché américain, et dont l'un de leurs acteurs est un investisseur étranger résidant aux États-Unis, sont régies par le droit américain.

Pour les investisseurs étrangers non résidents aux États-Unis, qui réalisent leurs opérations sur un marché américain, c'est ce dernier élément (le lieu de la réalisation de l'opération boursière) qui accorde aux juridictions américaines une raison persuasive pour affirmer leur compétence. Néanmoins, cet élément est-il justifiable si l'investisseur étranger était de passage dans un pays autre que le sien, par exemple s'il y passait ses vacances ? Est-ce également le cas, si l'étranger non résident réalisait une opération occasionnelle sur le marché américain par le biais de son intermédiaire ? Sans doute, tout État a intérêt de réguler ses marchés et toute opération réalisée sur celui-ci. Mais est-il possible que l'intérêt puisse être plus important si l'investisseur est détenteur de la nationalité de l'État ou résident sur le territoire ? Cette question a fait débat, notamment parce qu'une cour, dans sa décision, a indiqué qu'elle ne voyait aucune raison à ce que l'intérêt américain, en matière de protection des étrangers de passage aux États-Unis et qui bénéficient de la protection de leurs gouvernements nationaux, ne soit aussi important que celui concernant les étrangers résidents aux États-Unis<sup>146</sup>. Si l'intérêt dans les deux cas ne présente pas la même importance, il n'en reste pas moins qu'un intérêt demeure. D'ailleurs, cette même cour a fait référence à l'affaire *Graham v. Richardson*<sup>147</sup> pour dire que le fait de limiter l'*effects test* aux ressortissants américains serait constitutionnellement suspect parce que cela viole la clause de protection égale<sup>148</sup>. Dans l'affaire *Graham v. Richardson*, la cour affirme que les étrangers résidant ou non aux États-Unis méritent le même niveau de protection que les citoyens américains. Elle estime que : «*we hold that a state statute that denies welfare benefits to resident aliens and one that denies them to aliens who have not resided in the United States for a specified number of years violate the Equal Protection Clause*». Dans l'affaire *Hampton v. Mow Sun Wong*, la Cour Suprême a également démontré qu'il était inconstitutionnel de soumettre les étrangers résidents à des dispositions différentes de celles

---

<sup>146</sup> *Europe and Overseas Commodity Traders v. Banque Paribas London, op. cit.*

<sup>147</sup> *Graham V. Richardson*, 403 U.S. 365 (1971).

<sup>148</sup> Cette clause de protection égale est apparue au Quatorzième Amendement de la constitution des États-Unis. Elle dispose que : «*No State shall make or enforce any law which shall abridge the privileges or immunities of citizens of the United States ; nor shall any State deprive any person of life, liberty, or property, without due process of law ; nor deny to any person within its jurisdiction the equal protection of the laws*». Ce principe garantit l'égalité de tous les hommes devant la loi. En se basant sur ce principe, la Cour Suprême, dans l'affaire *Hampton v. Mow Sun Wong*, a considéré inconstitutionnelle une distinction faite, par la régulation de *The Civil Service Commission* (CSC), entre les citoyens américains et les résidents non américains, qui aboutit à priver ces derniers de l'emploi dans la fonction publique fédérale. *Hampton v. Mow Sun Wong, op. cit.*

appliquées aux citoyens<sup>149</sup>. Elle juge que : «*The Civil Service Commission (CSC) regulation barring noncitizens, including lawfully admitted resident aliens, from employment in the federal competitive civil service held unconstitutional as depriving such resident aliens of liberty without due process of law in violation of the Fifth Amendment*»<sup>150</sup>.

Il est possible de supposer, qu'en adoptant les législations boursières, le Congrès était moins préoccupé par l'intérêt des investisseurs étrangers que par celui des investisseurs américains. Néanmoins, les États-Unis présentent dans de tels cas, un intérêt réglementaire. Afin d'encourager les flux de capitaux étrangers vers les marchés boursiers, les lois américaines sur les valeurs mobilières doivent fournir à tous les investisseurs le même niveau de protection en cas de fraude. si l'accomplissement d'un comportement illégal sur le territoire d'un autre pays a pour conséquence de créer un lien de rattachement avec les juridictions de celui-ci, le fait que l'investisseur non américain ait conclu son opération sur un marché américain soulève un intérêt réglementaire national<sup>151</sup>. Le comportement illégal commis à l'étranger nuit à l'intérêt de tous les investisseurs américains et étrangers intervenant sur le marché américain. Dans ce dernier cas, la théorie de l'*effects test* est utilisée par les tribunaux américains afin d'assurer leur compétence. Par conséquent, des auteurs ont pu constater que pour les tribunaux, les investisseurs vivant aux États-Unis, ou achetant des valeurs mobilières sur les marchés américains, satisfont généralement le critère de l'*effects test*<sup>152</sup>. L'arrêt Morrison, qui a abrogé la théorie de *conducts and effects test*, garantit aux investisseurs étrangers le même niveau de protection que celui accordé aux investisseurs américains. Cet arrêt a établi le *transactional test*. Selon ce critère, les investisseurs américains et les investisseurs étrangers résidant ou non aux États-Unis, bénéficient du même niveau protection dès lors qu'ils effectuent leurs opérations sur un marché américain. Dans ce contexte, un autre auteur a écrit : «*Congress nevertheless chose to protect only those investors whose trades occur Inside the United States 'domestic traders' regardless of whether the securities traded are domestic or foreign*»<sup>153</sup>. Il est donc clair que, dans des opérations boursières exécutées sur un marché américain, qui impliquent des étrangers résidant ou non aux États-Unis, l'élément pris en

---

<sup>149</sup> Hampton v. Mow Sun Wong, *op. cit.*

<sup>150</sup> Ibid.

<sup>151</sup> Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict », *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, Issue 1- June 2007.

<sup>152</sup> Elaine BUCKBERG and Max GULKER, «Cross-Border Shareholder Class Actions Before and After Morrison», *NERA Economic Consulting*, December 16, 2011, available at: <https://www.sec.gov/comments/4-617/4617-82.pdf>.

<sup>153</sup> Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 28, No. 3: 677-1990.

considération pour affirmer la compétence à l'égard des investisseurs étrangers, est le lieu de réalisation de l'opération en question. Le droit américain offre donc aux investisseurs étrangers la même protection que celle accordée à ses investisseurs nationaux, à condition qu'ils investissent sur les places financières américaines.

## **2. La consécration d'un droit à la protection de tout investisseur étranger agissant sur le marché français**

En droit français, la même distinction pourrait être faite entre investisseurs étrangers résidents et non-résidents.

### **a: Le droit boursier français : une application certaine aux investisseurs étrangers résidant en France**

Tant le législateur que le régulateur affirment que le droit boursier français est applicable aux investisseurs étrangers résidant en France et intervenant sur le marché français.

#### **I: le législateur**

Le recours aux termes investisseur national/investisseur étranger, investisseur résidant/investisseur non-résidant est aussi manifeste en droit français.

Certains députés expriment leur intention de protéger les «*investisseurs français*»<sup>154</sup>, les

---

<sup>154</sup> «*les non-résidents sont exonérés de l'impôt de bourse, ce qui est incohérent et défavorable aux investisseurs français*», Assemblée Nationale – Débats parlementaires, 2<sup>e</sup> Séance du 26 Avril 2000, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/11/cri/pdf/20000182%20%20e%20SÉANCE%20DU%2026%20AVRIL%202000.pdf>.

«résidents français»<sup>155</sup>, les «citoyens français»<sup>156</sup>, les «Français»<sup>157</sup>, les «actionnaires français»<sup>158</sup>, les «épargnants français»<sup>159</sup>. Cela peut être considéré comme un signe de l'intention du législateur d'exclure les investisseurs étrangers de la liste des bénéficiaires des lois. Cela n'est guère probable. Si c'est le ton employé par certains membres de l'Assemblée nationale, un simple retour au Code monétaire et financier nous laisse entendre un autre accent. En effet, le Code fait référence au mot «investisseur» de manière générale et opaque, ce qui permet de nombreuses interprétations. Nonobstant, il semble que certains éléments manifestent la volonté du législateur d'étendre le champ d'application du droit boursier français pour protéger les “investisseurs étrangers”<sup>160</sup> intervenant sur un marché français. Le Code différencie les investisseurs français et étrangers, et les investisseurs résidents et non résidents. Mais il est aussi intéressant de remarquer que le législateur ne fait référence aux investisseurs français que lorsqu'il veut parler des investisseurs français non résidents en France<sup>161</sup>, qui effectuent leurs investissements sur un marché étranger<sup>162</sup>. Néanmoins, lorsque l'opération se déroule sur le marché français, le législateur parle d'investisseurs résidents et

<sup>155</sup> Assemblée Nationale, N° II - 243 Rect, 14 novembre 2007.

<sup>156</sup> Assemblée nationale, N° 3784 - Rapport d'information de MM. Christophe Caresche, Bernard Deflesselles, Michel Herbillon, Jérôme Lambert et Robert Lecou, déposé par la Commission des affaires européennes sur l'Union européenne et le G2, 4 octobre 2011, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/europe/rap-info/i3784.asp> : «face à la sophistication des techniques et des instruments, pour mieux protéger les contribuables, les consommateurs et les épargnants – en un mot les citoyens –, il faut renforcer l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers».

<sup>157</sup> Assemblée Nationale, Deuxième séance du mardi 21 juin 2005, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/12/cr/2004-2005/20050232.asp> : «ce qui est en revanche indispensable, et fait l'objet pour cette raison du troisième axe proposé pour orienter l'épargne des Français vers les entreprises, c'est de renforcer la confiance des investisseurs. Les Français retournent progressivement vers la bourse, après avoir subi des déconvenues dans le cadre de l'éclatement de la bulle spéculative, dite "bulle internet"».

<sup>158</sup> Assemblée Nationale, Comptes rendus N° 74 de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan : mercredi 28 juin 2006, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/12/cr-cfiab/05-06/c0506074.asp> : «au moment où le marché boursier ne marche pas très bien, les Français ont de quoi être troublés ! Je souhaiterais que vous vous expliquiez sur le fonctionnement de votre entreprise. Il y a eu rétention d'informations et l'actionnariat est dupé, particulièrement l'actionnariat public français».

<sup>159</sup> Assemblée Nationale, 12ème législature - QE 27307, question de M. Galy-Dejean René, Question publiée au JO le 27/10/2003, page 8119. Voir également : Assemblée Nationale, 12ème législature - QE 32656, question de M. Mesquida Kléber, Question publiée au JO le 27/01/2004, page : 594, Réponse publiée au JO le : 12/04/2005, page : 3783.

<sup>160</sup> Cette expression d'investisseur étranger est utilisée par le législateur. Voir par exemple : articles L. 214-33, L. 214-144, L214-33, L214-144, R152-4, R153-12.

<sup>161</sup> L'article R151-1 définit les non-résidents par les termes suivants : «les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt à l'étranger, les fonctionnaires et autres agents publics étrangers en poste en France dès leur prise de fonction, et les personnes morales françaises ou étrangères pour leurs établissements à l'étranger».

<sup>162</sup> Code monétaire et financier, Article L214-154 et Article R153-2, R153-4, R153-5

d'investisseurs étrangers.

D'ailleurs, devant l'Assemblée nationale, M. Yves Cochet constate que la France est le seul pays européen à faire bénéficier les non-résidents du remboursement intégral de l'avoir fiscal<sup>163</sup>. M. Cuvilliez conteste l'inégalité de système fiscal français. Ce système favorise les investisseurs étrangers, qui investissent sur le marché français, par rapport aux investisseurs français. M. Cuvilliez souligne que «*les non-résidents sont exonérés de l'impôt de bourse, ce qui est incohérent et défavorable aux investisseurs français*»<sup>164</sup>. Il ajoute que «*notre amendement 482 corrigé tend à rétablir le droit de timbre pour les investisseurs non résidents, qui en avaient été exonérés... Dans le même esprit notre amendement 481 tend à rétablir l'impôt de bourse dont sont exonérés les non-résidents*»<sup>165</sup>. Cette exonération<sup>166</sup> est attirante pour les investisseurs non-résidents<sup>167</sup>, mais elle coûte cher à la France<sup>168</sup>. Les députés attendaient donc d'un tel amendement qu'il rétablisse au moins l'égalité des chances entre les investisseurs français et les investisseurs étrangers. Sans entrer dans les détails du droit fiscal applicable, nous pouvons pour l'instant déduire que dans la terminologie des députés, il existe une distinction entre investisseur résident et non-résident.

Conformément à l'article R151-1 du Code monétaire et financier (CMF), le mot résident englobe les français et les étrangers qui résident en France. Sont considérés comme résidents : «*les personnes physiques ayant leur principal centre d'intérêt en France, .... ainsi que les personnes*

<sup>163</sup> Assemblée Nationale – Débats parlementaires, 2<sup>e</sup> Séance du 26 Avril 2000, *op. cit.*

<sup>164</sup> Ibid.

<sup>165</sup> Ibid.

<sup>166</sup> À propos des pays membre de la Communauté Européenne, cette exonération peut être soit conventionnelle, soit unilatérale : «*la législation fiscale des États membres prévoit généralement des retenues à la source sur les revenus des dividendes et des intérêts payés aux investisseurs non-résidents. Dans de nombreux cas, ces retenues à la source sont réduites en vertu de conventions bilatérales destinées à éviter la double imposition, lorsque les deux États liés par convention s'accordent pour partager les droits d'imposition. Dans certaines circonstances, certains États membres appliquent même unilatéralement une réduction ou une exonération des retenues à la source sur les revenus des valeurs mobilières payées aux investisseurs étrangers*». Commission Européenne, *Revenus des valeurs mobilières : la Commission recommande la simplification des procédures d'octroi des réductions des retenues à la source prélevées sur les revenus transfrontaliers*, Communiqué de presse, IP/09/ 1543- 19 octobre 2009, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-1543\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1543_fr.htm?locale=fr).

<sup>167</sup> M. Yves COCHET a indiqué devant l'Assemblée National que 37,5 % des parts des entreprises figurant au CAC 40 sont détenues par des non-résidents. La proportion est de 27,8 % au Royaume-Uni, de 11,8 % en Allemagne, de 7 % aux États-Unis. Assemblée Nationale – Débats parlementaires, 2<sup>e</sup> Séance du 26 Avril 2000, *op. cit.*

<sup>168</sup> L'exonération du droit de timbre a représenté 189 milliards pour l'année 1999, et le remboursement intégral de l'avoir fiscal a représenté 4 milliards. Assemblée Nationale – Débats parlementaires, 2<sup>e</sup> Séance du 26 Avril 2000, *op. cit.*

*morales françaises ou étrangères pour leurs établissements en France*<sup>169</sup>». Les investisseurs qui résident sur le territoire français sont soumis aux mêmes obligations<sup>170</sup>, qu'ils soient français ou étrangers ; ce qui permet de déduire légitimement qu'il profite des mêmes droits. L'arrêt *Barcelona Traction* de la Cour internationale de justice précise que «*Dès lors qu'un État admet sur son territoire des investissements étrangers ou des ressortissants étrangers, personnes physiques ou morales, il est tenu de leur accorder la protection de la loi et assume certaines obligations quant à leur traitement. Ces obligations ne sont toutefois ni absolues ni sans réserve*»<sup>171</sup>. Dans l'article L312-1 du CMF<sup>172</sup>, le code traite de manière égale toutes les personnes physiques ou morales domiciliées en France. Et il prend ensuite soin de distinguer les personnes résidant en France et celles résidant hors du territoire. Cette égalité de protection est très claire dans l'article L532-21 du même Code qui dispose que : «*Si, en dépit des mesures prises par l'autorité compétente de l'État d'origine ou en raison du caractère inadéquat de ces mesures, le prestataire de services d'investissement concerné continue d'agir de manière clairement préjudiciable aux intérêts des investisseurs résidant ou établis en France ou au fonctionnement ordonné des marchés, l'Autorité de contrôle prudentiel ou l'Autorité des marchés financiers, selon le cas, après en avoir informé l'autorité compétente de l'État d'origine, prend toutes les mesures requises pour protéger les investisseurs et préserver le bon fonctionnement des marchés*»<sup>173</sup>. De manière analogue, les prestataires de services d'investissement, dans le cadre de l'établissement d'une convention de compte et/ou de service avec les donneurs d'ordres, doivent mentionner obligatoirement l'identité du client. «*La qualité de résident doit être précisée s'agissant d'un client personne physique*»<sup>174</sup>. Le lieu de résidence de l'investisseur, semble être, pour le législateur, un élément important.

---

<sup>169</sup> Code monétaire et financier, Article R151-1-2°.

<sup>170</sup> Voir à titre d'exemple : Code monétaire et financier, Article R152-1-III, R152-2, R152-3-2 et R152-3-3.

<sup>171</sup> Affaire de la *Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited*, Cour internationale de Justice, arrêt du 5 février 1970, Recueil 1970, p. 3.

<sup>172</sup> Code monétaire et financier, Article L312-1 : «*Toute personne physique ou morale domiciliée en France, dépourvue d'un compte de dépôt, a droit à l'ouverture d'un tel compte dans l'établissement de crédit de son choix*».

<sup>173</sup> *Ibid.*, Article L532-21.

<sup>174</sup> AMF, «*Analyse des rapports établis par les responsables du contrôle des services d'investissement sur les procédures d'entrée en relation avec les clients*», Revue du CMF N° 63, novembre 2003.

## II: le régulateur

L'AMF semble elle aussi retenir le lieu de résidence de l'investisseur. Elle procède à de nombreuses mesures de précaution dans le but de protéger les investisseurs français en particulier<sup>175</sup>, et résidents en général. Dans un souci de sécurité, l'AMF demande à certaines sociétés françaises, dont les instruments financiers sont uniquement commercialisés à l'étranger de préciser auprès de l'AMF leur volonté de ne pas les commercialiser en France ou auprès des résidents en France<sup>176</sup>. De plus, l'AMF avertit par communiqués de presse les investisseurs français de propositions de commercialisation de produits ou services non autorisés ou de démarchages par des personnes non habilitées à le faire, dès lors qu'elle en a connaissance.<sup>177</sup> En pratique, ces communiqués sont accessibles à tous les investisseurs. D'ailleurs, l'AMF souligne dans son Rapport au président de la République et au Parlement de 2005, que les actions d'alerte qu'elle prend, visent à attirer l'attention des investisseurs résidant en France de la nécessité de faire preuve de la plus grande prudence face à des produits ou des services financiers proposés par des sociétés inconnues<sup>178</sup>. Le caractère public de l'information et l'accessibilité à celle-ci pour tous les investisseurs agissant sur le marché français, assurent la transparence du marché boursier français, qui constitue un moyen primordial pour assurer l'égalité des investisseurs. Cette tendance n'est pas nouvelle. La Commission des opérations de bourse allait, elle aussi, dans cette direction. Certaines statistiques de la COB font la distinction entre deux catégories d'investisseurs : résident (personnes physiques, institutionnels et personnes morales) et non résident<sup>179</sup>. Pour clarifier encore la position de la COB et de l'AMF, il suffit d'avoir recours aux conventions conclues par ces autorités. Cela permet de conclure que la plupart des accords entendent par "investisseurs" les personnes qui sont, soit ressortissants français,

---

<sup>175</sup> Jean-François THEODORE, Philippe MARINI, Denis KESSLER, Manfred ZASS, Pierre BEZARD, Jean-Pierre FEVRE, Thierry SCHOEN et Gérard de LA MARTINIÈRE, «Débats», *Petites affiches*, 10 janvier 1996 n° 5, p. 29. «S'agissant d'une autorité publique de protection de l'épargne, la Commission des opérations, je crois que personne ne conteste sa mission, son rôle, sa position et qu'il n'existe aucun pays organisé souhaitant développer une économie de marchés financiers et qui ne protège pas ses investisseurs par une commission de ce type».

<sup>176</sup> AMF, «Instruction n° 2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France», en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

<sup>177</sup> AMF, Rapport au président de la République et au Parlement 2005, Rapport annuel, p. 310, en ligne : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/064000446.pdf>.

<sup>178</sup> Ibid., p. 312.

<sup>179</sup> COB, «La gestion de l'épargne - La gestion pour le compte de tiers en France en 2000», Bulletin mensuel COB – Octobre 2001 – N°361, p 82 ; voir également : COB, «La gestion de l'épargne - La gestion d'actifs financiers pour compte de tiers en France en 1999», Bulletin mensuel COB – N° 351 Novembre 2000, p. 98.

soit résidents en France. À titre d'exemple, la COB a signé en 1990 deux accords avec la *Commodity Futures Trading Commission of U.S.* La COB vise à protéger tout investisseur résidant en France peu importe sa nationalité. Dans son bulletin mensuel, la Commission souligne que : *«L'accord de reconnaissance mutuelle permettra que les produits soumis au contrôle d'une autorité soient offerts aux clients résidant dans le pays de l'autre autorité dès lors que sont remplies certaines conditions spécifiées dans l'accord pour assurer la protection des clients<sup>180</sup>»*. Dans le même contexte, le Groupe de négociation de l'Accord multilatéral sur l'investissement a défini l'investisseur comme incluant toute personne physique ayant la nationalité d'une partie contractante ou en étant résident permanent, et toute personne morale ou toute autre entité constituée ou organisée selon le droit applicable d'une partie contractante<sup>181</sup>.

## **b: un débat théorique sur l'applicabilité du droit boursier aux investisseurs étrangers non-résidents de France**

Ce débat n'est soulevé que sur le plan théorique puisque, en pratique, les juridictions françaises ont véritablement appliqué des dispositions boursières françaises aux étrangers non résidents en France.

### **1: les indications favorisant la probabilité de l'application**

Le droit boursier français atteint-il ses limites lorsqu'on parle de la protection des investisseurs étrangers non résidents qui interviennent sur un marché français ? L'hésitation est légitime puisque le législateur français ne se prononce pas à ce propos. De surcroît, et comme expliqué précédemment, certains indices permettent de penser que les réglementations françaises visent à protéger singulièrement les investisseurs français. Un auteur a indiqué que, les réformes apportées par la loi Florange<sup>182</sup> du 29 mars 2014, dans le domaine de la lutte contre les prises de

---

<sup>180</sup>COB, «Relations internationales - Communiqué commun de la CO6 et de la CFTC», Bulletin mensuel COB, juin 1990-N°237, p. 37.

<sup>181</sup> Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Groupe de négociation de l'Accord multilatéral sur l'investissement (AMI), DAF/MAI(97)7, 24 février 1997.

<sup>182</sup> Loi n° 2014-384 du 29 mars 2014 visant à reconquérir l'économie réelle, JORF n° 0077 du 1 avril 2014 page 6227.



contrôle rampantes et contre les offres publiques non-sollicitées, notamment le renforcement du rôle du comité d'entreprise dans le cadre des offres publiques d'achat, «*donnent l'impression que les nouveaux investisseurs, notamment étrangers, ne sont pas forcément les bienvenus dans le capital des entreprises françaises*», ce qui peut avoir pour conséquence de diminuer «*l'attractivité de la France comme destination d'investissements étrangers*»<sup>183</sup>.

Toutefois, les indications en faveur de la protection des investisseurs étrangers sont plus importantes. D'abord, l'action pédagogique et l'information du public sont destinées à tout investisseur sur le marché français. L'AMF, comme le législateur, s'intéressent à attirer tant des sociétés émettrices étrangères, que des investisseurs étrangers sur le marché français. À titre d'exemple, pour améliorer l'accessibilité à l'information, l'AMF souligne l'importance de l'utilisation de la langue anglaise en complément de la langue française, sans toutefois être rendue obligatoire, de façon à faciliter l'accès des non-résidents<sup>184</sup>. La récente réforme de 2015 des introductions en bourse par le régulateur français suit le même objectif en généralisant l'utilisation des prospectus en anglais<sup>185</sup>. Selon le Communiqué de presse de l'AMF du 21 janvier 2015, les nouvelles mesures concernant les introductions en bourse «*forment un cadre réglementaire équilibré. Elles permettent d'offrir aux acteurs un dispositif français compétitif, en phase avec les pratiques internationales, tout en continuant d'associer les particuliers aux introductions en bourse*». D'ailleurs, le droit français fiscal s'applique à ces investisseurs. Concernant les offres portant sur des titres donnant accès au capital et les offres portant sur des titres de créance, et comme l'a demandé la Commission des opérations de bourse dans son instruction prise en application du règlement N° 2002-04, l'initiateur doit indiquer le régime fiscal de l'offre en distinguant le régime français applicable : aux personnes physiques ayant leur domicile fiscal en France, aux personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés en France et aux non-résidents<sup>186</sup>. Autrement dit, l'initiateur doit indiquer le

---

<sup>183</sup> Jonathan MARSH, «Loi *Florange* – Un regard outre-Atlantique et point de vue au sein d'une entreprise multinationale», *Bulletin Joly Bourse*, 01 octobre 2014 n° 10.

<sup>184</sup> AMF, «L'AMF et le public», Rapport annuel 2005.

<sup>185</sup> AMF, «Arrêté du 14 janvier 2015 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers», JORF du 21 janvier 2015. Voir également : AMF, «Position-recommandation AMF – Les introductions en bourse», DOC-2015-02, en ligne : [http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/b78085df-c346-496b-a975-13e31d2f80e4\\_fr\\_1.3\\_rendition](http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/b78085df-c346-496b-a975-13e31d2f80e4_fr_1.3_rendition); François BARRIÈRE, «La réforme des introductions en bourse», *Bulletin Joly Bourse*, n°3 mars 2015, p. 135 ; Frank Martin LAPRADE, «Bilan critique de la consultation publique de l'AMF sur les introductions en bourse», *Bulletin Joly Bourse*, n° 1, 31 janvier 2015, P. 14.

<sup>186</sup> COB, «Offres publiques d'acquisition : présentation du règlement n° 2002-04 et de son instruction d'application»,

régime fiscal français applicable aux résidents personnes physiques ou morales et le régime fiscal français applicable aux non résidents<sup>187</sup>.

De plus, les actionnaires, qu'importe leur nationalité, des sociétés cotées sur les bourses françaises bénéficient du même type de protection résultant, d'une part, de la régulation des offres publiques et, d'autre part, de l'obligation d'information mise à la charge desdites sociétés. Les investisseurs intervenant sur le marché français attendent légitimement la protection du droit qui régit ce marché. Dans un communiqué de presse, la Commission avait indiqué, qu'en organisant une consultation de place sur une nouvelle définition de nature à protéger l'investisseur, elle avait l'intention de protéger ce dernier, qu'il intervienne sur un marché réglementé ou en dehors d'un tel marché<sup>188</sup>. La catégorie des investisseurs soumis au droit boursier français doit donc inclure tout investisseur intervenant sur un marché français. La détermination de la catégorie protégée devait être raisonnablement large pour couvrir toutes les formes d'investissement sur le marché français. L'objectif devrait être ainsi de protéger toute forme d'investissement (local ou étranger) et d'assurer la participation de ces investissements au développement des entreprises et des marchés financiers français. Cela concorde avec le principe de non-discrimination<sup>189</sup>. Ce principe est un principe

---

Bulletin mensuel COB-Décembre 2002- N° 374.

<sup>187</sup> M. McCreevy, commissaire européen chargé du marché intérieur et des services, a signalé l'importance que la Commission européenne porte à l'investissement transfrontalier et à encourager les investisseurs étrangers à investir sur le marché intérieur par le biais de la simplification du droit fiscal applicable à ces investisseurs. Il a ainsi déclaré que «*si nous voulons vraiment promouvoir les investissements transfrontaliers en valeurs mobilières sur le marché intérieur, il va falloir que les États membres simplifient leurs procédures applicables en matière de réduction de la retenue à la source, pour permettre aux investisseurs étrangers d'obtenir plus rapidement les remboursements auxquels ils ont droit et empêcher que les règles fiscales ne dissuadent les institutions financières de participer à la gestion de ce type d'investissements transfrontaliers*». Commission Européenne, Communiqué de presse, IP/09/ 1543- 19 octobre 2009, *op. cit.*

<sup>188</sup> COB, «Communiqué de presse relatif à la présentation du 30ème rapport annuel de la Commission des opérations de bourse», Bulletin mensuel COB-Mai 1998-N 324.

<sup>189</sup> Ce principe de non-discrimination est considéré comme l'un des composants précis de la norme intitulée en droit international : le traitement juste et équitable. Voir Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), «La norme du traitement juste et équitable dans le droit international des investissements», Document de travail sur l'investissement international, n° 2004/3 – septembre 2004. p. 14, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>. Ce principe peut être défini comme le principe qui vise à assurer l'égalité de traitement entre les investisseurs quelles que soient leurs nationalités, autrement dit, les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances. Voir également : Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», Rapport du comité de l'investissement, 2008, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>. Voir également, Jan

fondamental dans les accords internationaux sur l'investissement. Il répond à deux exigences, permettant d'un côté de soumettre les investissements étrangers à la loi nationale, et de l'autre, interdisant à cette loi de refuser à certains des droits ou avantages reconnus ou octroyés à d'autres<sup>190</sup>. Ainsi, et à titre illustratif, dans une opération d'acquisition de société cotée, «*l'égalité de traitement financier des actionnaires suppose qu'ils bénéficient tous des mêmes conditions, et également qu'ils puissent tous participer à l'opération. Le prix proposé doit être même pour l'ensemble des destinataires*»<sup>191</sup>.

Pour l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE), les investisseurs étrangers ne doivent pas être soumis à un régime moins favorable que les investisseurs nationaux dans les mêmes circonstances, et les pouvoirs publics doivent suivre ce principe<sup>192</sup>. Ce dernier est consacré par le droit français sous le terme de principe d'égalité de traitement des investisseurs. La Commission des sanctions de l'AMF s'est appuyée sur ce principe pour examiner le reproche fait à l'encontre d'une société de droit allemand, cotée à la bourse de Francfort et au Premier Marché de l'entreprise de marché Euronext Paris, à propos d'un traitement discriminatoire envers les actionnaires situés en France<sup>193</sup>. Ce même principe peut justifier la nécessité d'un traitement égal entre les investisseurs étrangers achetant leurs valeurs mobilières sur un marché français et les investisseurs français achetant leurs valeurs mobilières sur ce même marché.

Il semble donc que dans des cas de transactions boursières effectuées sur le marché français et comportant des éléments d'extranéité, les investisseurs étrangers résidant ou non en France peuvent bénéficier de la protection des réglementations boursières françaises.

---

SCHOKKAERT, *Pratique conventionnelle en matière de protection juridique des investissements internationaux*, Bruylant, 2006, p. 93 et s.

<sup>190</sup> Jean CHARPENTIER, «De la non-discrimination dans les investissements», *Annuaire français de droit international*, Volume 9, 1963. P. 36. Voir également : Jan SCHOKKAERT, *Pratique conventionnelle en matière de protection juridique des investissements internationaux*, *op. cit.*, p. 7. L'auteur note que «*lorsque les États ont admis les investisseurs étrangers sur leur territoire, ceux-ci ont, en principe, les mêmes droits que les investisseurs nationaux*».

<sup>191</sup> Xavier BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, L.G.D.J, 1998, p. 259.

<sup>192</sup> Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», *op. cit.*

<sup>193</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société X et de la société Y, dépositaire central, 24 novembre 2005, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

## 2: une application intelligible par les juridictions françaises

Toutefois, le débat est moins incertain devant les juridictions françaises. Celles-ci se déclaraient compétentes pour connaître des litiges dont l'une des parties est un investisseur étranger résident ou non<sup>194</sup>. On cite à titre d'exemple une affaire très célèbre, qui a suscité de vives réactions en France et dans l'Union Européenne,<sup>195</sup> dans laquelle un investisseur étranger, M. George S. ressortissant américain d'origine hongroise, acquit, en profitant d'une information privilégiée, des actions d'une banque française au travers d'une opération réalisée sur le marché français et londonien. Les juridictions françaises se déclarent compétentes pour sanctionner le délit d'initié ainsi commis<sup>196</sup>. Dans une autre affaire comportant des investisseurs étrangers intervenants sur les titres d'une société de droit étranger, dont les titres étaient admis sur le Premier marché d'Euronext Paris ainsi qu'au New-York Stock Exchange, la Commission des sanctions de l'AMF n'a tenu compte ni de la nationalité ni de la résidence des personnes mises en cause. Elle a considéré que *«les cessions litigieuses ayant porté sur des actions admises, à l'époque des faits, aux négociations sur le Premier marché d'Euronext Paris, les éléments d'extranéité tenant à la nationalité ou à la profession des personnes mises en cause ne sont pas de nature à exclure les opérations du champ d'application de la loi française<sup>197</sup>»*. Il est donc clair que tout investisseur agissant en France sur des titres qui y sont cotés est soumis à la loi française.

Ainsi, la Commission des sanctions de l'AMF a reproché dans sa décision susmentionnée à un investisseur étranger, M. Charles THOMA, entre autres, d'avoir exploité une information privilégiée, qu'il a reçu à l'étranger d'un préposé non français (M. Xavier THOMA) d'une société de droit étranger (la banque MORGAN STANLEY de Londres), pour acheter sur le Premier marché d'Euronext Paris des titres d'une société de droit étranger (PECHINEY) cotée en France et à l'étranger par l'intermédiaire d'une entité étrangère (société offshore NEWTON INV. CORP. domiciliée aux Bahamas). Tous les éléments constitutifs de l'infraction ont été commis à l'étranger.

---

<sup>194</sup> Voir à titre d'exemple CA Paris, 15e, B, 26-10-2006, n° 05/05205, M. Marc Michel C/ S.A. Natexis Banques Populaires ; Cass. crim., 14-06-2006, n° 05-82.453, SOROS Georges ; CA Paris, 8e, A, 05-07-2007, n° 05/14610, Banque Postale c/ M. Mourad Naim.

<sup>195</sup> Le débat que cette affaire a suscité concerne la définition du délit d'initié et donc le traçage d'une frontière précise entre les pratiques boursières licites et illicites.

<sup>196</sup> Cass. crim., n° 05-82.453, *op. cit.*

<sup>197</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 23 décembre 2008 à l'égard de MM. Xavier THOMA, Charles THOMA, Stefano MOCCIA, Giovanni Batista DI NATALE, A, W, B, C, D, Antonello FILOSA, Federico PANTANELLA, E, F, G, H, Publié le 16 octobre 2009, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

Pour autant, l'opération a eu lieu sur un marché français, ce qui était suffisant pour appliquer le droit français au délit d'initié, considérant que la communication et l'exploitation d'une information privilégiée ont pour effet de fausser le fonctionnement du marché, de procurer aux intéressés un avantage injustifié qu'ils n'auraient pas obtenu dans le cadre normal du marché et de porter atteinte à l'égalité d'information et de traitement des investisseurs ou à leurs intérêts, et qu'il incombe à l'AMF de mettre fin aux pratiques contraires aux obligations résultant des dispositions législatives ou réglementaires ou des règles professionnelles visant à protéger les investisseurs<sup>198</sup> .

Par ailleurs, une lecture générale du Code monétaire et financier montre que le législateur était conscient des investissements faits par des non-résidents<sup>199</sup> ou encore appelés investissements étrangers<sup>200</sup>. Dans le titre V<sup>201</sup> consacré aux relations financières avec l'étranger, il fournit une définition des investissements directs et indirects étrangers en France. Bien que les dispositions de ce titre ne concernent directement les opérations boursières, elles montrent qu'il existe désormais une distinction d'un côté, et de l'autre, que de tels investissements sont quand même soumis à certaines obligations<sup>202</sup> énoncées dans le Code. S'il est logique de soumettre les investissements étrangers à certaines obligations nationales, il est également nécessaire qu'ils soient soumis aux mêmes obligations que celles imposées aux investissements effectués par des résidents. Les juridictions ont donc affirmé l'application du droit boursier aux étrangers qui investissent sur un marché local en estimant que le droit boursier qui gouverne un marché s'applique à tout investisseur intervenant sur ledit marché quelle que soit sa nationalité.

Alors qu'ils adoptent parfois des critères de compétence différents (par exemple, les critères américains de *l'effects test* ou de *transactional test* ne sont pas adoptés en tant que tel par les juridictions françaises), le développement du droit boursier américain et français va dans le même sens : accorder la protection à tout investisseur intervenant sur le marché local, indépendamment de sa nationalité, de son lieu de résidence, et d'autres éléments d'extranéité qui peuvent rattacher l'opération à une juridiction étrangère. Cette protection respecte le principe d'égalité entre les investisseurs intervenant sur le même marché, peu importe leur lieu de résidence ou leur nationalité, et prend en considération la réalité de l'interconnexion et l'internationalisation des marchés

---

<sup>198</sup> Code monétaire et financier, Article L. 621-14, I.

<sup>199</sup> Ibid., Article R. 152-2.

<sup>200</sup> Voir par exemple Art. L 151-2, L 151-3, L 151-4, Art. R153-9, R153-12 du Code monétaire et financier.

<sup>201</sup> Ibid., Titre V : Les relations financières avec l'étranger.

<sup>202</sup> Voir par exemple l'Article R152-5 du Code monétaire et financier.

financiers. La discrimination entre les investisseurs intervenant sur le même marché ne promeut pas la confiance des investisseurs et l'intégrité des marchés domestiques. Un traitement discriminatoire par un État X aurait un effet négatif en freinant le flux de capitaux étrangers sur les marchés locaux. Les investisseurs chercheront en conséquence, à investir sur d'autres marchés, tout en sachant qu'ils gardent la possibilité d'investir dans des valeurs mobilières appartenant aux sociétés de l'État X cotées sur un marché situé en dehors du territoire de celui-ci. Moins d'investisseurs étrangers, et par conséquent, moins de transactions sur le marché, conduisent les sociétés de l'État X à coter leurs titres sur des marchés étrangers ; et cela défavorisera les PME qui n'ont pas le moyen de coter leurs titres en dehors du marché local.

Cependant, cette protection accordée aux investisseurs est facultative. Les transactions transfrontières sont liées à plusieurs pays et, de ce fait, plusieurs juridictions peuvent affirmer leur compétence en se basant sur différents chefs de compétence. La présence d'un élément d'extranéité dans la relation boursière peut être une justification pour recourir à une juridiction étrangère. L'investisseur peut donc recourir à une juridiction autre que celle du pays où il a réalisé son opération pour demander la réparation des préjudices qu'il a subis à l'étranger. Cette recherche d'une juridiction, parfois peu liée au litige, est expliquée par le fait que l'investisseur cherche à faire appliquer à sa situation des règles qu'il estime favorables à ses intérêts. Cette pratique de *Forum Shopping* est encouragée par l'application extraterritoriale de certains droits.

## **Paragraphe 2. Le rapport entre les règles les plus avantageuses et les intérêts des investisseurs : l'extraterritorialité encourage le *Forum Shopping***

Il existe plusieurs critères susceptibles de fonder la compétence des juridictions. Dès lors, il n'est pas surprenant que des justiciables, dans les affaires transfrontières, comparent les différentes juridictions disponibles afin de déterminer laquelle leur offre les règles les plus avantageuses pour intenter une action. Lorsqu'il a le choix, un demandeur opte certainement pour la juridiction qui, dont il pense, accueillera le plus favorablement son action et qui lui donnera la meilleur indemnisation possible.

Cette stratégie dite de *Forum Shopping* est encouragée par une application extraterritoriale de certaines lois nationales. D'un côté, les demandeurs cherchent à intenter leurs actions dans l'État

où le droit substantiel et procédural est le plus favorable à leurs intérêts. De l'autre côté, l'application extraterritoriale des règles substantielles et procédurales offre aux justiciables ce qu'ils cherchent. Le *Forum Shopping* est soutenu par une approche extraterritoriale de la compétence, en donnant aux justiciables un accès libéral aux tribunaux. Ainsi, l'application extraterritoriale du droit boursier américain a favorisé pendant des années une pratique de *Forum Shopping*, en encourageant les investisseurs à déposer leurs réclamations devant les tribunaux américains, même lorsque ces réclamations ne présentent aucun lien de rattachement avec le marché américain. Par exemple, une opération réalisée dans un pays tiers, entre des ressortissant non-américains. De la sorte, les États-Unis sont devenus le partenaire idéal d'un *Forum Shopping* judiciaire mondial : un droit extraterritorial doublé de l'arme massive des *class-actions*<sup>203</sup>. Jusqu'à récemment, les États-Unis avaient un système juridique *pro-plaintiff* (en vertu des règles libérales de compétence favorisant le *Forum Shopping*), attirant des plaignants du monde entier. Dans les situations transnationales, les plaignants avaient souvent recours aux juridictions américaines, car comme l'a magnifiquement exprimé un juge anglais, Lord Denning : «*aussi bien qu'un papillon de nuit est attiré par la lumière, ainsi qu'un plaignant est attiré vers les États-Unis. S'il peut juste présenter son cas devant leurs cours, il peut gagner une fortune*»<sup>204</sup>.

Insatisfaits de la protection accordée par leurs juridictions locales, certains investisseurs pourraient avoir recours à la pratique de *Forum Shopping*. C'est ainsi que des entreprises françaises, ont été assignées par des investisseurs français, devant les juridictions américaines alors que ces derniers pouvaient obtenir une réparation raisonnable de leur dommage devant les juridictions françaises. Selon toute apparence, certains investisseurs français considéraient les règles américaines plus avantageuses à leurs demandes. Les procédures de dédommagement des investisseurs lésés sont encore, semble-t-il, insatisfaisantes malgré l'adoption de l'action de groupe (AG) en droit français (qui a été introduite dans le droit français par la loi du 17 mars 2014 relative à la consommation "loi Hamon"<sup>205</sup>). Si les États-Unis limitent aujourd'hui le champ d'application extraterritoriale de leur droit et ferment la porte devant les *F-C class action*<sup>206</sup>, le risque de

---

<sup>203</sup> Veronique CHOCHRON, «Les arguments de l'exécutif pour adoucir la sanction américaine», *Les Echos*, 24 juin 2014, en ligne: [http://www.lesechos.fr/24/06/2014/LesEchos/21714-128-ECH\\_les-arguments-de-l-executif-pour-adoucir-la-sanction-americaine.htm#JpRtDmFYZWGD8xkl.99](http://www.lesechos.fr/24/06/2014/LesEchos/21714-128-ECH_les-arguments-de-l-executif-pour-adoucir-la-sanction-americaine.htm#JpRtDmFYZWGD8xkl.99).

<sup>204</sup> «*As a moth is drawn to the light, so is a litigant drawn to the United States. If he can only get his case into their courts, he stands to win a fortune*», *Smith Kline and French Laboratories Ltd y. Bloch*, [1983], 2 All E.R 72, 74 (Court of Appeal, England).

<sup>205</sup> Loi «Hamon» n° 2014-344 du 17 mars 2014 relative à la consommation, JO 18 mars 2014, p. 5400.

<sup>206</sup> Voir par exemple, *Settlement, In re Toyota Motor Corp. Sec. Litig.*, 2:10 - cv - 00922 - DSF, (C.D. Cal. Jan. 3,

délocalisation des litiges vers l'étranger est toujours important, en particulier si l'on prend en compte le succès timide des AGs en France et l'empressement de nouveaux pays, y compris européens, de jouer le rôle d'*investor-friendly*, en assurant une application extraterritoriale de leurs droits.

## **A. L'insuffisance des dispositifs d'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs comme raison de délocalisation des litiges boursiers**

En raison de l'insuffisance, en droit français, de procédures de dédommagement des investisseurs lésés par les manquements boursiers, ceux-ci peuvent être tentés de chercher l'application de règles étrangères qu'ils estiment plus avantageuses. L'affaire Vivendi offre un exemple de tentatives de «délocalisation» devant des juridictions étrangère, américaines en l'occurrence, d'actions en indemnisation.

### **1. Des difficultés dans l'obtention de réparation des préjudices subis par les investisseurs victimes de manquements boursiers malgré l'adoption de l'action de groupe**

Bien que la protection des investisseurs soit au cœur de la mission confiée à l'AMF, les moyens permettant aux investisseurs victimes de manquements boursiers d'obtenir réparation sont, en effet, insuffisants. Malgré l'adoption de l'AG en droit français, l'indemnisation des préjudices subis par les investisseurs lésés, ne s'est pas beaucoup améliorée. Cette procédure rencontrant généralement un timide succès, d'autant plus en matière boursière<sup>207</sup>. L'AG rencontrera certainement

---

2013) ; *Stoyas v. Toshiba Corp.*, 191 F. Supp. 3d 1080 (C.D. Cal. 2016).

<sup>207</sup> Seulement cinq *class actions* ont été engagées entre octobre 2014 et septembre 2015. Elles ont porté sur les communications électroniques (pratique commerciale trompeuse), sur l'assurance-vie (non-respect du taux de rémunération annoncé), ainsi que sur le logement : (frais indus d'envoi de quittances de loyers, facturation de frais de télésurveillance des ascenseurs, pénalités pour retard de loyer). Sur les six actions recensées, une seulement a abouti. Pour en savoir plus voir : Centre de documentation économie-finance, «Qu'est-ce que l'action de groupe ?», *CEDEF*, en ligne : <http://www.economie.gouv.fr/cedef/action-de-groupe>. Voir également : Patricia FOUCHER, «L'Action De Groupe, Un An Après : Cinq Actions Ont Été Lancées», *Institut National de la Consommation*, 30 septembre 2015: <http://www.conso.net/content/laction-de-groupe-un-apres-cinq-actions-ont-ete-lancees> ; Raluca PAPADIMA, «Procès Collectifs en Matière Boursière aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne (Securities Class Action Litigation in the United States and in the European Union)», 24 mars 2015, p. 9, en ligne sur *SSRN*: <https://ssrn.com/abstract=2589997> ; Charlotte POILLIOT, Retour sur le mécanisme français de l'action de groupe et sur son évolution éventuelle en droit



du succès dans les années à venir. Néanmoins, l'absence d'une telle action n'étaient pas la seule difficulté à laquelle les investisseurs étaient confrontés dans l'obtention d'une réparation de leurs préjudices.

Soucieuse du sort des investisseurs, la COB a demandé, dès 1991, au professeur Viandier de préparer un rapport sur la réparation du préjudice subi par les victimes d'infractions boursières. Le rapport constatait une «*absence quasi-totale de réparation civile des dommages causés aux investisseurs*»<sup>208</sup>. Vingt ans plus tard, l'AMF note dans son rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, que si les procédures répressives en matière financière ont atteint un niveau satisfaisant d'efficacité, en particulier avec la loi de régulation bancaire et financière qui vient très justement compléter le processus répressif de l'AMF, les procédures de dédommagement des personnes lésées (épargnants ou investisseurs) par les manquements boursiers ou les manquements à leurs obligations commis par les professionnels ne sont pas, en pratique pleinement satisfaisantes<sup>209</sup>. À l'occasion du lancement d'un groupe de travail sur ce sujet, Jean-Pierre Jouyet, président de l'AMF, a déclaré que : «*le cadre actuel de la régulation ne prend pas assez en compte l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants*»<sup>210</sup>.

Les investisseurs rencontrent plusieurs difficultés devant les juridictions françaises. Avant l'adoption de l'AG en France, les investisseurs n'avaient pas souvent recours aux juges. M.-C. Robert relevait que «*la frustration des victimes s'est aggravée : la COB a prononcé des sanctions administratives de plus en plus nombreuses et, dans 60 % des cas, relatives à des manquements à la bonne information du marché. Elles n'ont pas été dédommagées. La COB a renforcé la transparence et multiplié les observations publiques en cas de mauvaise information des épargnants. Ceux-ci savent donc et dans quelle proportion ils ont été lésés et avec la plus grande précision, mais jusqu'à ce jour, ils n'ont aucun moyen d'agir efficacement*»<sup>211</sup>. Pour le moment, il semble que les investisseurs n'aient pas encore eu recours à l'AG en matière boursière. Dans les autres domaines, parmi les 6 premiers AGs engagées en France (dont aucune en matière boursière à notre connaissance), seulement une a abouti. Certainement, les investisseurs vont prochainement

---

financier, *Le Petit Juriste*, 22 avril 2016, en ligne : <https://www.lepetitjuriste.fr/>.

<sup>208</sup> COB, Rapport annuel, 1991, p. 64.

<sup>209</sup> AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 25 janvier 2011, p. 4.

<sup>210</sup> Ibid.

<sup>211</sup> M. C. Robert, «La réparation civile des infractions financières», in *La criminalité d'argent*, Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003, LGDJ, 2005.

commencer à profiter de cette nouvelle procédure pour saisir les juges français (en particulier si l'on prend en compte que, selon une étude réalisée par l'Institut français d'opinion publique "IFOP", 91 % des Français sont favorables à l'AG, 47% se disant même «tout à fait» favorables<sup>212</sup>), mais une fois devant le juge, ils devront surmonter d'autres obstacles juridiques.

Certains obstacles juridiques sont d'ordre procédural (le rôle marginalisé du juge et le monopole de fait de l'AMF dans le déclenchement de l'action publique)<sup>213</sup>. D'autres obstacles juridiques sont d'ordre substantiel (le caractère, la preuve et l'évaluation du préjudice, l'exigence d'une faute, la difficulté de prouver un lien de causalité entre la faute et le préjudice). À titre de comparaison, le droit français n'accepte pas la théorie américaine *Fraud-on-the-market*. Selon cette théorie, le prix d'un titre est déterminé en fonction de toutes les informations importantes concernant l'entreprise et ses activités disponibles aux investisseurs. Il existe ainsi un lien de causalité entre le comportement illégal et le dommage de l'investisseur car le comportement illégal porter préjudice à l'ensemble du marché et affecte donc le prix du titre. Dans l'affaire *Basic Inc. v. Levinson*<sup>214</sup>, la Cour Suprême a jugé que les investisseurs pourraient avoir recours à cette théorie en invoquant une présomption, selon laquelle le prix des titres négociés sur le marché reflète toutes les informations importantes publiques. Ainsi le comportement illégal lèse les investisseurs même si ces derniers ne se sont pas basés sur les informations trompeuses pour effectuer leurs opérations : *«We agree that reliance is an element of a Rule 10b-5 cause of action. Reliance provides the requisite causal connection between a defendant's misrepresentation and a plaintiffs misrepresentation and a plaintiffs injury. There is, however, more than one way to demonstrate the causal connection.*

*Presumptions typically serve to assist courts in managing circumstances in which direct proof, for one reason or another, is rendered difficult. The courts below accepted a presumption, created by the fraud-on-the-market theory and subject to rebuttal by petitioners, that persons who had traded Basic shares had done so in reliance on the integrity of the price set by the market, but because of petitioners' material misrepresentations that price had been fraudulently depressed. Requiring a plaintiff to show a speculative state of facts, i.e., how he would have acted if omitted material information had been disclosed, or if the misrepresentation had not been made, would place an*

<sup>212</sup> L'Institut français d'opinion publique, «Les français et les actions de groupe», étude commandée par l'agence de communication Havas Legal & Litigation et le cabinet d'avocats August & Debouzy, IFOP, en ligne: [http://www.ifop.com/?option=com\\_publication&type=poll&id=2885](http://www.ifop.com/?option=com_publication&type=poll&id=2885).

<sup>213</sup> pour de plus amples informations, voir Laure VALANCE, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Université du Panthéon-Assas (mémoire : droit : Paris II : 2006-2007).

<sup>214</sup> *Basic Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988).

*unnecessarily unrealistic evidentiary burden on the Rule 10b-5 plaintiff who has traded on an impersonal market*<sup>215</sup>.

Cette théorie a été récemment validé dans l'affaire Halliburton par la Cour Suprême des États-Unis. Cette dernière a considéré que «*securities fraud plaintiffs need not prove loss causation in order to obtain class certification*»<sup>216</sup>. Le droit français n'adopte pas cette théorie. Devant les juridictions françaises, les plaignants doivent se heurter à la difficulté de prouver qu'ils ont réalisés leurs opérations en se basant sur les informations trompeuses rendues publiques par l'opérateur concerné ou son comportement illégal.

D'ailleurs, l'AMF note essentiellement, dans son rapport de 2011 certains obstacles juridiques que rencontrent les investisseurs en droit français<sup>217</sup> :

- des actions en réparation devant le juge civil ou commercial coûteuses, et qui se heurtent à des difficultés de preuve de la faute et d'évaluation du préjudice, particulièrement sensibles dans le domaine financier ;
- des plaintes avec constitution de partie civile devant le juge pénal qui ne concernent que les manquements constitutifs de délits et dont le jugement définitif intervient souvent après de très longs délais ;
- l'absence d'une action collective accessible et efficace au bénéfice des investisseurs et des épargnants ;
- des procédures de règlement amiable encore insuffisamment connues, répandues et utilisées en pratique.

De plus, les investisseurs ne peuvent invoquer une sanction infligée par l'AMF comme moyen de preuve devant les juridictions judiciaires. De surcroît, les sanctions pécuniaires prononcées par le régulateur boursier en cas d'infractions boursières vont au Trésor public et ne servent pas à réparer les préjudices de leurs victimes. Pour ces raisons, ces dernières n'ont que rarement recours à l'AMF et doivent saisir les juges pour obtenir réparation de leurs préjudices.

À cet égard, l'AMF et la SEC n'assument pas le même rôle. Alors que les deux régulateurs doivent saisir le juge pénal lorsque les faits relèvent d'une qualification pénale, le rôle de la SEC en matière d'indemnisation de victimes d'infractions boursières semble plus important. Cette dernière

---

<sup>215</sup> Ibid.

<sup>216</sup> Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co., No. 09-1403, 563 U.S. 804 (2011).

<sup>217</sup> AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, *op. cit.*, p. 6.

peut saisir le juge civil pour demander réparation des préjudices subis par les investisseurs, dont le montant sera réparti entre les victimes. La SEC peut donc, d'elle-même ou après demande des investisseurs, saisir le juge pour solliciter, au nom des victimes, une indemnisation. Au contraire, l'AMF dispose d'un pouvoir de sanction administrative très important mais son rôle, en matière d'indemnisation de victimes d'infractions boursières, est très limité. Comme l'expliquent Charles Arsouze et Patrick Ledoux<sup>218</sup>, cela est sans doute tributaire de la genèse des autorités de régulation française et américaine. La SEC a été créée en réaction à la crise de 1929 et aux nombreux scandales boursiers qui l'ont précédée. Elle a pu, dès son origine, saisir les juridictions américaines pour demander réparation au nom des investisseurs lésés. La création de la COB a été en quelque sorte une réponse à des scandales boursiers mais, celle-ci a essentiellement été instituée afin d'accroître l'attractivité des marchés financiers français et d'assurer le financement de l'économie. Les auteurs soulignent que la COB (et son successeur l'AMF), même dotée du pouvoir d'infliger des sanctions administratives est, «*investie d'une mission de protection de l'épargne, et non de défense de l'épargnant*»<sup>219</sup>.

Ainsi, en raison des obstacles juridiques à l'engagement de la responsabilité des émetteurs, intermédiaires et autres professionnels devant les juridictions françaises<sup>220</sup>, il n'est pas surprenant que des investisseurs victimes d'infractions boursières cherchent à délocaliser leurs litiges vers des juridictions étrangères leur proposant des règles plus avantageuses.

## **2. La délocalisation à l'étranger des contentieux boursiers : l'exemple de l'affaire Vivendi**

Généralement, l'existence d'un élément d'extranéité, comme par exemple la nationalité

---

<sup>218</sup> Charles ARSOUZE et Patrick LEDOUX, «L'indemnisation des victimes d'infractions boursières», *Bulletin Joly Bourse*, n° 4, 01 juillet 2006, p. 399.

<sup>219</sup> Ibid.

<sup>220</sup> Voir dans ce sens Dominique SCHMIDT, «Le droit boursier en mouvement», Colloque de Chantilly, 14 et 15 juin 2003, *Revue de jurisprudence commerciale*, numéro spécial, novembre 2003, p. 118 : «*En France il n'est pas besoin de mettre la société émettrice à l'abri d'une action en responsabilité. Pourquoi ? Parce que les actions en responsabilité exercées par des minoritaires mécontents contre les sociétés et les dirigeants n'aboutissent jamais*». Dans le même ordre d'idées, le professeur Didier MARTIN a considéré que l'extraterritorialité américaine est un instrument de protection des investisseurs, alors que l'extraterritorialité française et européenne est un instrument de protection des émetteurs, Didier MARTIN, «L'extraterritorialité en droit des marchés financiers», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, Novembre 2015, dossier 52.

étrangère de l'entreprise ou la diffusion de fausses informations à l'étranger, n'empêche pas les tribunaux français d'affirmer leur compétence. L'application du droit boursier français dans de tels cas, vise clairement à protéger les investisseurs français. Néanmoins, il semble que cette protection soit facultative, et que l'investisseur français puisse avoir recours à une autre juridiction, non française, pour demander la réparation des préjudices subis à la suite de la réalisation des transactions boursières en France. La présence d'un élément d'extranéité dans la relation boursière peut être une justification dans le but d'avoir recours à une juridiction étrangère. Même dans une transaction boursière caractérisée par sa nature française, ce recours est apparemment possible. Une affaire jugée en 2010 confirme cette hypothèse. L'affaire Vivendi<sup>221</sup> constitue un exemple typique de la délocalisation des litiges boursiers vers un for étranger. Elle montre comment, dans des situations transnationales, des investisseurs français, insatisfaits des solutions proposées par le droit français, peuvent solliciter des juridictions étrangères pour régler des litiges à caractère essentiellement français. Est-il par conséquent légal, d'exporter un litige lié essentiellement à la France, pour qu'il soit jugé par un tribunal étranger et selon une loi étrangère choisie par les plaignants car jugée plus favorable à leurs intérêts ?

L'entreprise Vivendi a été assignée, dans une procédure de *class action*, devant les juridictions américaines. Cette procédure constitue la manifestation de l'application extraterritoriale du droit américain. Plusieurs sociétés multinationales ont été les cibles des AGs déclenchées aux États-Unis telles qu'Alstom, Vivendi, Deutsche Telekom, Royal Dutch/Shell Transport.

L'affaire Vivendi offre un exemple de tentative de «délocalisation» devant les juridictions américaines, d'actions en indemnisation pour dissimulation d'informations financières, dirigées contre la société française Vivendi, par des investisseurs français ayant acheté les titres de cette dernière sur le marché français. La société Vivendi était au moment des faits cotée à la bourse de Paris et de New York. Des actionnaires français ayant acquis leurs actions sur le marché français ont rejoint l'action collective engagée le 18 juillet 2002 devant le Tribunal de New-York. Les demandeurs prétendent que Vivendi aurait violé les dispositions du droit boursier américain et dissimulé au marché, durant la période entre le 30 octobre 2000 et le 14 août 2002, la réalité de sa situation financière leur causant ainsi un préjudice important. Le juge américain s'est déclaré compétent pour connaître du litige. La société Vivendi a engagé une action devant le Tribunal de grande instance de Paris<sup>222</sup> dans le but d'obtenir une injonction afin d'obliger les actionnaires

---

<sup>221</sup> Cour d'appel de Paris, P. 2, Ch. 2, 28 avril 2010, n° 10/01643 SA Vivendi c/ Gerard et a.

<sup>222</sup> TGI Paris, 1<sup>ère</sup> chambre, 1<sup>ère</sup> section, 13-01-2010, n° 09/15408, Société VIVENDI c/ Monsieur Gérard MOREL,

français à se désister de l'AG. Le Tribunal de grande instance de Paris a rejeté les prétentions de la société Vivendi fondées sur les dispositions de l'article 1382 du Code civil et sur l'abus du droit d'ester en justice. Ce jugement est confirmé par la Cour d'appel de Paris<sup>223</sup>. La société contestait la compétence extraterritoriale des juridictions américaines à l'égard des investisseurs français. Plusieurs éléments rattachaient le litige aux juridictions françaises. En l'occurrence, la société est une société de droit français ayant son siège social en France, les actionnaires sont de nationalité française et l'opération est réalisée sur le marché français. En se fondant sur ces éléments, Vivendi prétendait que le juge français était le juge naturel et, de ce fait, il avait une compétence exclusive, et que le recours au juge américain dans un tel cas constituait un abus de «*Forum Shopping*». Toutefois, la Cour constate la forte implantation de Vivendi aux États-Unis, à savoir : les actions acquises par les intimés étaient cotées aussi à la bourse de New-York, les infractions reprochées à la société Vivendi consistaient en un non-respect par celle-ci de la réglementation boursière de l'État de New-York, les dirigeants étaient M. Messier et M. Hannezo, à cette époque domiciliés à New-York où ils avaient fait un certain nombre de déclarations. La Cour d'appel ne nie pas la compétence des juridictions françaises mais elle affirme qu' «*il n'existe aucune hiérarchie entre les différents fors compétents pour connaître du litige*<sup>224</sup>». Voilà un arrêt qui ouvre la porte aux juridictions américaines pour étendre leur compétence de manière extraterritoriale, dans des situations dénommées dans la doctrine «*foreign cubed class actions*». Est-ce un message de courtoisie ? Cela n'est guère important. Si les juridictions françaises ambitionnent de protéger les investisseurs français, elles ne leur interdisent pas de chercher à obtenir d'une juridiction étrangère une indemnisation qu' «*ils revendiquent dans des conditions qu'ils considèrent comme étant favorables à leurs intérêts*<sup>225</sup>». Si les investisseurs français ne peuvent aujourd'hui plus avoir recours aux juridictions américaines dans les cas des *F-C class actions* en raison de la récente jurisprudence issue de l'arrêt Morrison, ils ont la possibilité de solliciter la protection d'autres juridictions étrangères qu'ils estiment plus favorables à leurs intérêts. Refusant d'analyser la participation des actionnaires français à l'AG engagée aux États-Unis en un abus de *Forum Shopping*, les juges français donnent dès lors, pour reprendre l'expression d'un auteur, «*carte blanche au juge étranger pour connaître d'un litige à très forte coloration française*»<sup>226</sup>.

---

Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM).

<sup>223</sup> CA Paris, 2e p le, 2e ch., n°2010-014126 du 28 avril 2010, Vivendi c/ Gérard.

<sup>224</sup> Ibid.

<sup>225</sup> Ibid.

<sup>226</sup> Véronique MAGNIER, «L'affaire Vivendi entre rêve américain et cauchemar, A propos de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 28 avril 2010 (SA Vivendi c/ Gerard et a.)», *Revue des sociétés*, n° 7, 2010, p. 367.

Dans des transactions internationales, il est possible d'avoir plusieurs chefs de compétence. Dans un tel cas, il n'y a pas de hiérarchie entre les différents juges compétents. La Cour d'appel souligne que plusieurs juridictions peuvent être saisies de l'affaire telle que les juridictions du lieu où la société a son siège social, celles du lieu de réalisation du dommage ou encore du lieu de la production du fait générateur. Un juge étranger peut par conséquent juger une affaire qui a des liens de rattachement avec la France. Si l'article 15 du code civil dispose qu'un Français pourra être traduit devant un tribunal français, pour des obligations contractées par lui en pays étranger, même avec une personne de nationalité étrangère, la Cour de cassation a considéré dans l'arrêt Prieur que cet article «*ne consacre qu'une compétence facultative de la jurisprudence française, impropre à exclure la compétence indirecte d'un tribunal étranger, dès lors que le litige se rattache de manière caractérisée à l'État dont la juridiction est saisie et que le choix de la juridiction n'est pas frauduleux*»<sup>227</sup>.

Ainsi, le recours à un tribunal étranger est possible. Lorsque le litige concerne une société multinationale, les plaignants n'ont pas besoin de demander l'exécution en France de la décision prise par le tribunal étranger. En cas de demande d'exécution en France, de la décision prise à l'étranger, le juge français peut en contrôler la conformité avec l'ordre public français. Mais comme l'écrit un auteur, le droit français, depuis quelques années, s'est considérablement libéralisé en matière de reconnaissance et d'exequatur des décisions étrangères : «*Mu, en matière d'exequatur, par le dogme de l'ouverture maximale sur l'étranger, et par l'idéal louable de tolérance pour la diversité, l'ordre juridique français n'opère plus de contrôle plénier de ce qui a été jugé à l'étranger. Il persiste seulement à protéger ses valeurs réputées les plus essentielles (au nom de la défense de l'ordre public) et à déjouer certaines fraudes ou contournement indus des compétences locales impératives. Cette ouverture de principe pourrait être interprétée comme créant pour les justiciables un véritable appel d'air*»<sup>228</sup>. Une ouverture qui encourage ainsi des stratégies de *Forum Shopping*. La décision prise dans le cas Vivendi relève, comme le note d'autres auteurs, «*de façon crainte qu'en l'état actuel de sa législation et de sa jurisprudence, notre droit est dans l'incapacité d'envoyer aux États-Unis un signal fort de non-reconnaissance en France des jugements ou transactions issus de class actions menées contre des sociétés cotées françaises*»<sup>229</sup>.

---

<sup>227</sup> Cass. 1<sup>ère</sup> ch. civ. n° 857 du 23 mai 2006, arrêt Prieur.

<sup>228</sup> Louis D'AVOUT et Hervé PISANI, «La France laissera-t-elle son contentieux d'affaires partir à l'étranger ?», *Les Echos* du 20-21 novembre 2009, p. 27.

<sup>229</sup> Bertrand FAGES et Christophe PERCHET, «Les foreign cubed class actions après les arrêts Morrison et Vivendi», *op. cit.*, p. 747.

La Cour d'appel de Paris a considéré que le recours au *Forum Shopping* n'est pas illégal en soi. En effet, selon la Cour, «*le droit d'ester en justice est un droit fondamental dont l'exercice ne peut dégénérer en abus que s'il est mis en œuvre avec une légèreté blâmable, ou obéit à une intention malicieuse ou malveillante*»<sup>230</sup>. La participation des actionnaires français à l'AG engagée aux États-Unis ne constitue donc pas un abus de *Forum Shopping*. En effet, les liens existant entre le litige et le for américain ne permettent pas de considérer que le choix du juge américain n'était pas approprié. La Cour reconnaît ainsi l'existence d'une pratique de *Forum Shopping* bonus dans la mesure où il existe des liens sérieux entre le for étranger et le litige. Ce *Forum Shopping* bonus doit être soumis au contrôle du juge parce que, comme le rappelle un auteur, en dépit des apparences, les justiciables ne sont pas investis d'un droit, d'origine internationale, à enjamber ainsi les divers systèmes juridiques et à évoluer de manière mobile entre les diverses juridictions nationales<sup>231</sup>. Ce contrôle s'opère au moment de la demande de reconnaissance de l'exequatur de la décision étrangère. Dans ce cas, selon la jurisprudence de la Cour de cassation, «*le tribunal étranger doit être reconnu compétent si le litige se rattache de manière caractérisée au pays dont le juge a été saisi et si le choix de la juridiction n'a pas été frauduleux*»<sup>232</sup>.

Les plaideurs disposent donc d'une liberté de choix de for qui n'est pas sans limite. Cependant, l'affirmation extraterritoriale de la compétence de certaines juridictions a encouragé des plaignants à adopter des stratégies opportunistes de *Forum Shopping* malus. C'était jusqu'à récemment le cas des États-Unis, dont l'application extraterritoriale de leurs lois a encouragé des investisseurs du monde entier à se placer sous la protection du droit américain, même dans des situations présentant peu de liens avec ce pays. Pour la France, la délocalisation à l'étranger des contentieux boursiers, signifie que ceux-ci seront réglés sous un autre régime que celui du droit français. L'adoption de l'AG en droit français peut freiner ce mouvement. C'est clairement dans cet objectif que cette procédure a été adoptée. Comme le note un rapport du Sénat, «*plutôt que de laisser un jour attirer les entreprises françaises par des consommateurs ou des actionnaires français devant des tribunaux étrangers, en particulier américains, faisant preuve d'un comportement quelque peu hégémoniste, il apparaît plus sage et prudent d'offrir dans notre système judiciaire des moyens d'action civile suffisants. Une telle délocalisation du contentieux concernant les entreprises françaises dans le cadre des AGs américaines serait bien plus préjudiciable que l'introduction en France d'une action de groupe respectueuse de nos principes procéduraux. Cette dernière permettrait de localiser les*

<sup>230</sup> Cour d'appel de Paris, n° 10/01643 SA Vivendi c/ Gerard et a, *op. cit.*

<sup>231</sup> Louis D'AVOUT et Hervé PISANI, «La France laissera-t-elle son contentieux d'affaires partir à l'étranger ?», *op. cit.*, p. 27.

<sup>232</sup> Cass. 1ère ch. civ., n° 83-11.241 du 6 février 1985, arrêt Fairhurst c. Simitch.



*actions collectives devant les juridictions françaises, tandis que l'éventuel abus de «Forum Shopping» résulterait du contrôle des décisions juridictionnelles étrangères dans le cadre de la procédure d'exequatur, en cas de demande d'application sur le territoire français»<sup>233</sup>.*

L'application extraterritoriale du droit boursier américain a évolué. Il n'encourage plus les plaideurs à intenter aux États-Unis des actions concernant des transactions effectuées à l'étranger. Nonobstant, le Congrès américain peut intervenir pour élargir le champ d'application spatial du droit boursier américain. Pour le moment, le risque d'exportation vers l'étranger des litiges concernant en premier lieu la France, est toujours présent dans la mesure où certains pays commencent à développer des systèmes juridiques inspirés du système américain pour attirer les plaignants. Il existe chez les investisseurs, une tendance accrue à saisir les juridictions étrangères qui leur semblent plus avantageuses. S'ils ne peuvent plus aller aux États-Unis, les investisseurs français qui ne souhaitent pas plaider devant les juridictions françaises, vont tout simplement se tourner vers d'autres juridictions.

## **B. Les avantages dont bénéficient les investisseurs français lors de l'exportation de leurs litiges aux États-Unis**

L'attractivité d'un système juridique dépend de plusieurs facteurs, en particulier, de la flexibilité et de la prévisibilité des règles juridiques, de l'accessibilité aux juridictions et les coûts qui en résultent. Chaque État essaie de construire un système juridique qui répond aux besoins juridiques et judiciaires des ses justiciables. Plus les règles substantielles et procédurales d'un système juridique donné répondent aux attentes des justiciables, plus ce système est attractif pour ces derniers. Pour cette raison, ceux-ci peuvent être attirés par un système juridique plus qu'un autre.

Les États-Unis avaient adopté une approche extensive du champs d'application de leur droit substantiel combinée d'un système de règlement des litiges très favorable aux plaignants (pro-plaintiff substantive law and pro-plaintiff litigation system). Ce qui a encouragé l'abus de *Forum Shopping* par des parties privées, cherchant à engager des actions en justice contre des défendeurs

<sup>233</sup> Laurent BÉTEILLE et Richard YUNG, Rapport d'information : *L'action de groupe à la française : parachever la protection des consommateurs*, n° 499 (2009-2010), fait au nom de la Commission des lois.

étrangers dans des situations présentant peu des liens avec les États-Unis<sup>234</sup>.

L'adoption de règles libérales de compétence a ainsi encouragé les investisseurs français, dans une tentative de *Forum Shopping*, à rechercher à profiter des avantages du système américain<sup>235</sup>. Ces avantages sont d'ordre substantiel et procédural. Le système juridique français diffère du système juridique américain au sujet d'un certain nombre de points, ce qui pourrait affecter les droits essentiels et procéduraux des justiciables. Le droit matériel des États-Unis est considéré comme plus généreux que les droits d'autres pays<sup>236</sup>. Les règles américaines sont telles, qu'il est relativement plus aisé d'intenter une action en justice devant les tribunaux américains que les tribunaux français. Le *notice pleading* par exemple, se réfère à un système de plaidoirie dans lequel les mémoires sont considérés comme un moyen d'informer les parties de questions soulevées dans une affaire donnée. Cela permet aux parties demanderesse de rédiger des mémoires qui énoncent leurs revendications en termes généraux, sans allégation des faits détaillés à l'appui de chaque demande.

D'autres règles procédurales donnent aux demandeurs des moyens qui facilitent l'initiation, la preuve et l'obtention de jugements favorables à leurs affaires. Tel est le cas des AGs qui peuvent impliquer plusieurs milliers de membres de la classe et qui amplifient la responsabilité potentielle des défendeurs, les incitant de la sorte, à chercher un arrangement. Également, la procédure judiciaire de *Discovery* oblige chaque partie à divulguer toute information susceptible de faciliter l'établissement de preuves. Cette procédure de *Discovery*, méconnue dans le système français, qui a pour objectif de délimiter l'objet du litige, de multiplier les sources d'éléments de preuves, de réduire les coûts et d'accélérer la résolution des litiges, peut mettre les entreprises étrangères dans des situations délicates lorsque les informations demandées sont sensibles et stratégiques, ou lorsque leur divulgation porte atteinte à l'intérêt économique national des pays d'origine de lesdites entreprises. Cette procédure, en donnant accès à l'information, permet aux demandeurs d'avoir,

---

<sup>234</sup> Les États-Unis ont certains intérêts à attirer les litiges internationaux vers les juridictions américaines. Comme le souligne un auteur, «*The payoff for the jurisdiction from this competition is franchise and other taxes, fees for lawyers and other professionals, private sector opportunities for government officials and judges, and collateral benefits for other businesses in the jurisdiction such as banks and broker-dealers*», Wulf A. KAAL and Richard W. PAINTER, «Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law after Morrison v. National Australia Bank», *op. cit.*, p. 144.

<sup>235</sup> Voir dans ce sens, Pierre SERVAN-SCHREIBER et Olivier BOULON, «"Class actions" : l'État français intervient devant la Cour suprême», *Les Echos*, 11/3/2010, p. 11.

<sup>236</sup> Donald EARL CHILDRESS III, «Escaping federal law in transnational cases: The brave new world of transnational litigation», *North Carolina Law Review*, [Vol. 93, n°4 : 995-2015].

d'un coté, une plus grande facilité en matière de preuve, et de l'autre, un avantage significatif pour forcer les défendeurs à chercher un arrangement au travers de la menace de la divulgation d'informations.

En outre, contrairement au système américain, le système français exige de la partie perdante le paiement des frais juridiques de la partie gagnante, il accorde seulement des dommages-intérêts compensatoires, et ne permet pas que l'action soit jugée par un *jury trial*. Le système juridique des États-Unis ne met pas de charge supplémentaire sur la partie perdante, permet des dommages-intérêts punitifs (ce qui oblige les défendeurs, dans la majorité des cas, à chercher un arrangement), et autorise que les avocats soient payés sur l'éventualité de gagner l'action (contingent-fee arrangement). En raison notamment de la possibilité de *jury trial* et de la prononciation des dommages-intérêts punitifs, les juridictions américaines accordent des dommages-intérêts beaucoup plus élevés de ceux prononcés par les tribunaux non-américains.

Pour ces raisons, les États-Unis sont considérés comme un *forum* attractif pour les plaignants (mais cela explique également pourquoi les entreprises préféreraient éviter les litiges aux États-Unis), compte tenu de l'extension extraterritoriale du champ d'application des lois substantielles, l'hospitalité des lois et juridictions américaines envers les investisseurs étrangers, l'allègement du fardeau de la preuve à travers des théories telles que le *notice pleading* et le *Fraud-on-the-market*, l'accueil des petites réclamations en masse par l'intermédiaire des AGs qui engendrent des indemnisations considérables. Il n'est donc pas surprenant que des investisseurs français dans des transactions transfrontières choisissent les États-Unis pour intenter leurs actions même dans les cas où les opérations sont réalisées en France, les éléments de preuves sont situés en France et les préjudices sont produits en France.

En comparaison avec les règles françaises, les règles américaines rendent facile l'accès aux tribunaux. Mais ces dernières augmentent les risques de *Forum Shopping* malus et de litiges abusifs, et forcent les défendeurs à chercher un arrangement même dans des poursuites mal fondées, pour limiter l'impact que ces poursuites peuvent avoir, en particulier sur leurs images. Au surplus, elles imposent des coûts disproportionnés sur les entreprises, provoquent une incertitude juridique, et établissent une inclination excessive en faveur des demandeurs. L'application extraterritoriale de ces règles peut créer pour les autres pays des difficultés de régulation des parties privées qui se livrent à la délocalisation de leurs litiges vers les États-Unis quand cela est dans leurs intérêts. Elle oblige par conséquent les législateurs et régulateurs d'autres pays à adopter des règles similaires afin

d'éviter l'exportation des litiges aux États-Unis.

En substance, les procédures des AGs accompagnées par l'affirmation extraterritoriale de la compétence américaine ont incité des investisseurs non-américains à développer des stratégies de *Forum Shopping*. Cependant, il ne faut pas croire que l'adoption des AGs en droit français mettra fin à ce phénomène. En effet, ces procédures constituent l'un des points attractifs du système américain. Les plaignants sont principalement attirés par la facilité de la preuve et les dommages-intérêts disproportionnés prononcés par les juridictions américaines. Ces dernières caractéristiques du système américain rendent les plaideurs naturellement attirés par le for américain, même dans les cas où ils peuvent obtenir des indemnités convenables dans leurs pays. L'affaire Morrison est un parfait exemple illustratif<sup>237</sup>. Dans cette affaire, les investisseurs australiens ont préféré intenter leur action aux États-Unis, bien que le droit australien contienne des dispositions similaires à l'article 10(b) (Section 104-1-H of the Corporations Act of 2001 "misleading and deceptive conduct in relation to a financial product" and section 12DA of the Australian Securities and Investments Commissions Act of 2001 "misleading and deceptive conduct in relation to financial services"), et que celui-ci autorise les investisseurs, depuis 1992, à intenter des AGs (par eux-mêmes<sup>238</sup> ou par l'Australian Securities and Investment Commission ("ASIC") à leur nom<sup>239</sup>). Ainsi, alors que les investisseurs australiens pouvaient obtenir une indemnité en Australie conformément aux lois australiennes (the Trade Practices Act of 1974 ; the ASIC Act and the Corporations Act), ceux-ci, en exportant leur litige aux États-Unis, cherchaient à bénéficier de la générosité des juridictions américaines dans la prononciation d'indemnités démesurées. De plus, malgré l'adoption des AGs en droit australien, il reste difficile pour les petits investisseurs de financer leur action en justice car, les *Contingency fee arrangements* ne sont pas autorisés par le droit australien (par conséquent, les cabinets d'avocats sont moins motivés pour avancer les frais des poursuites), et parce que, contrairement au droit américain, le droit australien permet à la partie gagnante de réclamer, à la partie perdante, le paiement de ses dépenses. Enfin, la doctrine de *fraud-on-the-market* n'est pas reconnue en droit australien<sup>240</sup>. Pour ces raisons, le forum américain était plus

---

<sup>237</sup> Voir : Brief of the Association of corporate Counsel as amicus curiae in support of defendants/appellees urging affirmance, United States Court of Appeals for the Second Circuit, available at: <http://www.law.du.edu/documents/corporate-governance/international-corporate-governance/morrison-v-natl-austl-bank-brief-of-assoc.pdf>.

<sup>238</sup> Section 104-1-I of the Corporations Act of 2001.

<sup>239</sup> Section 12GM (2), (3) of the Australian Securities and Investments Commissions Act of 2001.

<sup>240</sup> Voir le Brief of the Association of corporate Counsel as amicus curiae in support of defendants/appellees urging affirmance, United States Court of Appeals for the Second Circuit, *op. cit.*

attractant pour les investisseurs australiens.

L'exemple de l'affaire Morrison montre que l'adoption des AGs en droit français ne va pas forcément limiter le recours des investisseurs français aux stratégies de *Forum Shopping*. La limitation de l'application extraterritoriale du droit américain empêchera les investisseurs français de choisir le forum américain dans des situations internationales qui ont très peu des liens avec les États-Unis. Mais elle ne mettra pas fin à la pratique de *Forum Shopping* par ceux-ci. Les investisseurs français continueront de chercher le forum le plus adapté à leurs besoins.

Il est dans l'intérêt des investisseurs français d'avoir recours aux juridictions nationales, peu importe la réparation qu'ils seraient susceptible d'obtenir en exportant leur litiges à l'étranger. En effet, si à court terme, il paraît attractant pour eux de poursuivre des sociétés françaises devant des juridictions à même de prononcer des indemnisations astronomiques, il n'en demeure pas moins, qu'à long terme ces coûts (de réparation) seront directement répercutés sur la rentabilité de leurs investissements. Ainsi, les investisseurs français, en recourant au *Forum Shopping*, tireraient moins de revenus de leurs investissements passés sur le marché national, que ceux effectués sur des marchés extérieurs.

## **Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent de protéger les investisseurs à l'extérieur de leurs frontières**

Il n'est pas facile de déterminer dans quelles circonstances, un tribunal français a une compétence à l'égard d'un investisseur américain, par exemple. En presumant que le droit français s'applique uniquement dans les limites territoriales de la France et en l'absence d'une intention explicite ou tacite du législateur, le juge français doit-il se déclarer incompétent pour connaître de l'affaire, lorsqu'un investisseur, partie au litige (en l'occurrence américain), a agi sur marché étranger ? Peut-il réfuter cette présomption au moins lorsque l'intérêt de la protection des investisseurs français est en question ? Le droit boursier français dépasse-t-il les frontières, afin d'assurer la protection de ces ressortissants sur les marchés étrangers ? Si un acte, survenu sur le territoire d'un État tiers, est susceptible d'avoir un impact significatif sur le marché français et/ou sur les investisseurs nationaux, la compétence du juge français peut-elle être soulevée ? La déclaration d'une telle compétence extraterritoriale est-elle nécessaire pour protéger les investisseurs français et les opérations boursières sur le marché français ? Peut-on justifier l'application extraterritoriale d'un droit national aux étrangers investissant dans des valeurs mobilières d'une société de droit étranger cotée sur un marché étranger ?

L'extraterritorialité du droit boursier ne se limite pas aux cas concernant des activités boursières réalisées sur le marché local et comportant des éléments d'extranéité. Dans certains cas, le droit boursier national prétend régir des situations passées sur un marché tiers tant par des investisseurs nationaux qu'étrangers. La limitation ou l'extension de l'application extraterritoriale d'un droit donné, peut exercer une influence sur les comportements des investisseurs, de sorte que ceux-ci orientent leurs investissements vers tel ou tel marché ou encore orientent leurs actions en justice vers telle ou telle juridiction selon leurs attentes et prédictions de l'application d'un droit donné.

## **Paragraphe 1. L'élargissement du champ d'application de certaines dispositions boursières afin de protéger les investisseurs intervenant sur des marchés étrangers**

En admettant que certaines autorités nationales puissent avoir un intérêt réglementaire national dans l'exercice d'un contrôle sur certaines activités boursières effectuées à l'étranger, la position des autorités américaines et françaises doit être clarifiée lorsque est en question la protection des investisseurs tant nationaux qu'étrangers. Ces autorités n'hésitent pas à attribuer une portée extraterritoriale à certaines de leurs dispositions protectrices des investisseurs dans le cas où ces derniers interviennent sur le marché d'un pays tiers.

### **A. Investisseur national, marché étranger : harmonie sur l'objectif et adoption des critères différents en droit américain et français**

Les droits boursiers américain et français tentent, dans certains cas, de protéger l'investisseur national dans ses relations boursières étrangères. Pour atteindre cet objectif, les législateurs, américains et français, ont adopté différents critères de compétence.

#### **1. Application extraterritoriale du droit boursier américain, critère de nationalité combiné avec les *conduct and effects tests***

La nationalité de l'investisseur a, pendant longtemps, été prise en compte par les autorités américaines comme facteur important dans la détermination de l'extension de la compétence. Cependant en matière boursière, la nationalité est rarement utilisée comme seule critère décisif et suffisant pour déclarer les juridictions américaines compétentes à l'égard des Américains intervenant sur un marché étranger.

## **a: l'intention du Congrès et de la SEC de protéger l'investisseur américain dans ses opérations effectuées à l'étranger**

Les juridictions américaines ont récemment restreint le champ d'application des dispositions anti-fraude. Cependant, le débat concernant l'application extraterritoriale du droit boursier américain n'est pas clos. Tant le Congrès que la SEC ont, avant et après l'adoption de l'arrêt Morrison, manifesté leur volonté de protéger les investisseurs américains intervenant sur des marchés non américains. La participation des Américains aux opérations boursières réalisées sur un marché étranger pose quelques interrogations. Le droit boursier américain doit-il s'appliquer extraterritorialement, pour protéger les citoyens américains qui investissent sur un marché tiers ? L'investisseur américain peut-il chercher la protection du droit boursier américain si, l'offre publique faite par l'émetteur sur un marché étranger est destinée principalement aux investisseurs non américains ? Ou encore, si l'émetteur organise l'offre publique de manière à exclure explicitement les citoyens américains, mais que d'une manière ou d'une autre, ceux-ci y participent ? Pour justifier la compétence des tribunaux américains, faut-il chercher un lien de rattachement avec le territoire national ou bien la nationalité américaine des investisseurs suffit-elle ?

L'article 30(b) de *Securities Exchange Act* de 1934 dispose que «*The provisions of this chapter or of any rule or regulation thereunder shall not apply to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States, unless he transacts such business in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate to prevent the evasion of this chapter*». Cet article exempte toute personne, y compris celle de nationalité américaine, de la soumission aux dispositions du droit boursier américain, qui passe des opérations boursières «*without the jurisdiction of the United States*». Toutefois, les interprétations données à cet article ne sont pas unanimes, et plusieurs données doivent être prises en considération lors de l'examen de l'application du droit boursier américain à un citoyen américain intervenant sur un marché étranger. D'abord, la doctrine s'est demandée si le Congrès américain voulait limiter cette compétence au territoire des États-Unis ou lui donner un sens plus large<sup>241</sup>. Vraisemblablement, le législateur désirait accorder aux législations boursières américaines une dimension qui dépasse les frontières nationales dans l'objectif de protéger les investisseurs américains<sup>242</sup>. Une discussion entre le Sénateur Gore et M. Corcoran

<sup>241</sup> Joseph Jude NORTON, «United States securities laws: A transnational perspective», *op. cit.*, p. 95-96.

<sup>242</sup> Chris BRUMMER, «Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws», *The University of Chicago Law*



montre que le Congrès avait l'intention de donner à la loi de 1934 une portée extraterritoriale :

«Senator GORE. If there are some people here who really would like to be excused from your regulation and who want to transact business in Montreal, do you think you ought to pursue them up there?

Mr. CORCORAN. Yes : I think so»<sup>243</sup>.

Ensuite, les dispositions de lutte contre les fraudes sur le marché boursier (*anti-fraud provisions*) et les dispositions réglementaires (*regulatory provisions*) n'ont pas la même extension. Pendant longtemps, dès lors que des investisseurs américains étaient impliqués dans une opération boursière frauduleuse, les juridictions américaines ont eu une tendance claire, à appliquer les *anti-fraud provisions* de manière extraterritoriale, et ce même si la participation de ceux-ci à l'opération était insignifiante ou s'ils n'en subissaient qu'un impact secondaire. Au contraire, les juridictions américaines étaient plus hésitantes dans l'application extraterritoriale des dispositions réglementaires aux émetteurs étrangers cotés sur un marché étranger lorsque leurs activités étaient adressées principalement aux non-américains<sup>244</sup>.

En outre, l'article 12(g) de la loi *Securities Exchange Act*<sup>245</sup> s'applique encore aujourd'hui extraterritorialement aux émetteurs étrangers pour protéger les investisseurs américains qui investissent dans des valeurs mobilières cotées sur un marché étranger. Conformément à cet article, la SEC a adopté sa règle 12g3-2<sup>246</sup>. Celle-ci exige que tous les émetteurs étrangers d'une catégorie de titres détenus par 300 résidents américains ou plus, doivent se conformer aux dispositions de l'article 12(g), ou à certaines obligations d'enregistrement alternatives. Une présomption d'application extraterritoriale est donc octroyée à cet article<sup>247</sup> par le Congrès dans le but de protéger les citoyens américains investissant dans des titres cotés sur un marché tiers. Dans le même contexte, la SEC a adopté la *Régulation S*<sup>248</sup> et la règle 144A<sup>249</sup>, dans le but de permettre aux investisseurs institutionnels d'acheter des valeurs mobilières dans le cadre d'une offre publique faite

---

*Review*, Vol. 75, No. 4 (Fall, 2008), p. 1435.

<sup>243</sup> Stock Exchange Practices, Hearing On S. RES. 84, S. RES. 56, And S. RES. 97 Before The Senate Banking & Currency Comm., 73d Cong., 2d Sess (1934).

<sup>244</sup> Joseph Jude NORTON, «United States securities laws: A transnational perspective», *Anglo-American law review*, 81-1978.

<sup>245</sup> Section 12 of the Securities Exchange Act of 1934.

<sup>246</sup> SEC Release No. 34-8066 (April 28, 1967).

<sup>247</sup> NORTON Joseph Jude, «United States securities laws : A transnational perspective», *op. cit.*

<sup>248</sup> Regulation S - Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933, 17 C.F.R. §§ 230.901- 230.904 (1990).

<sup>249</sup> 17 CFR 230.144A (1993)- Private resales of securities to institutions.

par un émetteur étranger coté sur un marché étranger, tout en exemptant celui-ci des obligations d'inscription prévues dans les lois et réglementations américaines. Toutefois, la SEC tient à affirmer que les dispositions anti-fraude restent applicables à toute transaction réalisée sous le régime de la *Régulation S* et l'article 144A<sup>250</sup>. Il en découle que la transaction boursière réalisée par un investisseur institutionnel américain, sur les titres d'un émetteur étranger cotés sur un marché étranger, reste soumise à certaines dispositions de ce droit, conformément à une interprétation extensive (celle de la SEC) du droit boursier américain.

### **b: compétence conditionnée par l'existence d'un lien de rattachement en plus de la nationalité**

Principalement, les juridictions américaines s'appuient sur le principe de territorialité pour affirmer leur compétence de manière extraterritoriale. Une telle affirmation dépend de la possibilité de lier la situation au territoire national. Il est donc nécessaire de rechercher un comportement illégal commis aux États-Unis ou un effet nuisible ressenti dans ce pays. *The Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States* dispose dans son article 402 que «*Subject to § 403, a state has jurisdiction to prescribe law with respect to (1) conduct that, wholly or in substantial part, takes place within its territory ; conduct outside its territory that has or is intended to have substantial effect within its territory (2) the activities, interests, status, or relations of its nationals outside as well as within its territory*»<sup>251</sup>. En pratique, Les juridictions américaines cherchent à rattacher le litige au territoire national, afin de confirmer leur compétence, concernant un conflit lié à une transaction boursière effectuée par un de leur ressortissant sur un marché étranger. Les juridictions américaines se basent premièrement sur le «*subjective territorial principle*» pour confirmer la compétence à l'égard des Américains résidant à l'étranger et sur le principe d'«*objective territorial principle*» pour confirmer la compétence à l'égard des Américains résidents aux États-Unis. En d'autres termes, elles s'appuient sur le principe de territorialité pour motiver un exercice extraterritorial de la compétence. Ce recours au principe de territorialité est justifiable. Les juridictions hésitent sérieusement à confirmer leur compétence lorsque le seul élément de rattachement est celui de la nationalité américaine de l'investisseur. Une telle confirmation provoque des objections de la part d'autres juridictions plus étroitement liées au conflit, et vient en

---

<sup>250</sup> Ibid., Preliminary Notes, 1. This section relates solely to the application of section 5 of the Act and not to antifraud or other provisions of the federal securities laws.

<sup>251</sup> § 402 (1) and (2) of Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States.

contradiction avec la disposition de l'article 403 de la loi *Restatement (Third)* susmentionnée qui dispose qu' «*Even when one of the bases for jurisdiction under § 402 is present, a state may not exercise jurisdiction to prescribe law with respect to a person or activity having connections with another state when the exercise of such jurisdiction is unreasonable*»<sup>252</sup>. Ainsi, afin que l'exercice de la compétence soit raisonnable et soutenable, un autre élément de rattachement que la nationalité américaine de l'investisseur, doit donc être prouvé.

Les juridictions se sont basées sur les principes «*subjective territorial principle*» et «*objective territorial principle*» pour adopter les *conduct and effects tests*. Alors que l'arrêt Morrison a abrogé ces critères, la loi Dodd-Frank adoptée un mois après l'arrêt Morrison est venu les ré-établir, au moins dans les actions engagées par la SEC.

L'évaluation par les tribunaux, de l'importance du comportement commis sur le territoire américain n'est pas uniforme. Conformément aux termes de l'article 402 susmentionné, l'intégralité ou une partie substantielle du comportement reproché doit être commise sur le sol américain. Lorsque le comportement frauduleux, perpétré aux États-Unis, n'est pas un élément substantiel de l'infraction commise, alors apparaît un problème dans la détermination de l'extension des dispositions américaines. La jurisprudence estime, que ce comportement doit être essentiel et nécessaire, et pas seulement préparatoire à l'accomplissement de la transaction boursière défectueuse. Ainsi, le juge Freindly a conclu dans l'affaire *Bersch v. Drexel Firestone, Inc*<sup>253</sup>. que «*We have thus concluded that the anti-fraud provisions of the federal securities laws:*

- (1) Apply to losses from sales of securities to Americans resident in the United States whether or not acts (or culpable failures to act) of material importance occurred in this country ; and*
- (2) Apply to losses from sales of securities to Americans resident abroad if, but only if, acts (or culpable failures to act) of material importance in the United States have significantly contributed thereto...».*

Il en résulte que le droit boursier américain s'étend extraterritorialement pour protéger les investisseurs américains résidents aux États-Unis qui interviennent sur un marché tiers, que le comportement reproché soit commis ou non sur le territoire américain. Cependant, ce droit ne s'applique pas de manière extraterritoriale aux investisseurs américains résidant à l'étranger et intervenant sur un marché étranger, à moins que le comportement commis sur le sol américain soit d'une importance significative dans la contribution au préjudice subi par lesdits investisseurs. La question est de savoir si le Congrès prétend assurer la protection de tout investisseur américain

---

<sup>252</sup> § 403 (1) of Restatement (Third) of Foreign Relations Law of the United States.

<sup>253</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc., op. cit.*

résident à l'étranger, et ce même si le comportement commis aux États-Unis n'est pas d'une importance significative. Une cour a considéré que «*We think the answer would be in the negative if none of the defendants engaged in significant activities within the United States*»<sup>254</sup>.

Néanmoins, des activités préparatoires commises sur le sol américain, et de manière plus extensive, de simples contacts avec le territoire américain, seraient suffisants pour susciter l'application des lois boursières américaines lorsque les victimes sont des investisseurs nationaux résidents aux États-Unis et intervenant sur un marché étranger<sup>255</sup>. L'*effects test* est souvent combiné avec l'utilisation des *mails or means of interstate commerce (MMIC)*.

Conformément à ce *test*, les juridictions sont compétentes pour connaître d'un litige en relation avec des transactions réalisées en dehors des États-Unis, si un effet négatif se produit sur le territoire, et cela malgré l'absence de tout comportement frauduleux aux États-Unis. Une cour a estimé qu' : «*action in the United States is not necessary when subject matter jurisdiction is predicated on a direct effect here*»<sup>256</sup>. Un effet nuisible, sur les investisseurs américains résidents aux États-Unis, rend les juridictions américaines compétentes, et ce même si les défendeurs ne se sont pas livrés à des activités sur le sol américain. Dans l'affaire Bersch, la cour se déclare compétente à l'égard des Résidents américains qui sont intervenus sur un marché étranger, en précisant que l'envoi à partir de l'étranger de déclarations trompeuses à destination des Américains résidents aux États-Unis crée un effet suffisant pour confirmer la compétence<sup>257</sup>. Dans l'affaire *leasco v. maxwell*<sup>258</sup>, le second circuit se déclare compétent pour connaître d'un litige relatif à un comportement frauduleux commis aux États-Unis et incitant des investisseurs américains à acheter des titres d'une société britannique sur la bourse de *London*. L'utilisation des MMIC est un élément important pour pouvoir appliquer le droit boursier américain à une transaction réalisée par un américain sur un marché tiers<sup>259</sup>. Cette position est apparemment adoptée par le SEC<sup>260</sup>. Dans certains cas, le seul fait d'envoyer un e-mail, à partir de l'étranger, comportant un prospectus ou

---

<sup>254</sup> Bersch v. Drexel Firestone, Inc., *op. cit.*, point 57.

<sup>255</sup> Ibid.

<sup>256</sup> Ibid.

<sup>257</sup> Ibid.

<sup>258</sup> Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell, 468 F.2d 1326 (2nd Cir.1972).

<sup>259</sup> Article 30 de la loi *Securities Exchange Act*. Voir également : Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell, *op. cit.*, point 12 ; dans l'affaire Bersch v. Drexel Firestone, Inc., *op. cit.*, la Cour estime que : «*we must assume that there was some mailing of prospectuses into the United States and some reliance on them*».

<sup>260</sup> NORTON Joseph Jude, «United States securities laws: A transnational perspective», *op. cit.*, p. 101.

d'autres documents d'information, aux États-Unis pourrait constituer un lien de rattachement suffisant, pour appliquer le droit boursier américain. Cette position apparaît lors d'une conversation entre le Sénateur Carey et M. Corcoran durant les discussions préparatoires de la loi de 1934 :

*«Senator CAREY: Could a broker established in Montreal do business in this country?»*

*Mr. CORCORAN: As long as he did not keep communication with this country in connection with the business through the mails.*

*Senator CAREY: He could not have customers in this country deal on that exchange?»*

*Mr. CORCORAN: Not if he had to use the mails or instrumentalities of interstate commerce to keep contact with their business on that exchange»<sup>261</sup>.*

En somme, en plus de la nationalité américaine de l'investisseur, un lien de rattachement est nécessaire pour affirmer la compétence lorsque la transaction est effectuée sur un marché non-américain. L'utilisation de la nationalité comme seul critère de compétence est une source de controverses.

### **c: la nationalité : un critère de compétence difficilement utilisable seul en matière boursière**

Cette extension d'application extraterritoriale du droit boursier américain est effrayante. Un auteur a pu écrire qu' *«On the basis of Bersch, it appears that the second circuit may be willing to extend jurisdiction in instances involving U.S. citizens abroad, primarily on the basis of nationality. Such an extension may well be deemed an exorbitant exercise of jurisdiction under international law<sup>262</sup>»*. Outre les problèmes soulevés par une telle expansion, que nous examinerons en détails plus tard, les juridictions sont confrontées à des difficultés concernant l'affirmation de leur compétence à l'égard de défendeurs étrangers. Conformément aux principes traditionnels de compétence, une présence physique du défendeur ou de ses biens<sup>263</sup> sur le territoire américain facilite l'affirmation de ladite compétence et l'application des lois. Dans l'affaire *Pennoyer v. Neff*, la cour a jugé que

---

<sup>261</sup> Stock Exchange Practices, Hearing On S. RES. 84, S. RES. 56, And S. RES. 97 Before The Senate Banking & Currency Comm., *op. cit.*

<sup>262</sup> NORTON Joseph Jude, «United States securities laws: A transnational perspective», *op. cit.*, p. 101.

<sup>263</sup> *Pennoyer v. Neff*, 95 U.S. 714 (1878) point 3: *«The State, having within her territory property of a nonresident, may hold and appropriate it to satisfy the claims of her citizens against him, and her tribunals may inquire into his obligations to the extent necessary to control the disposition of that property. If he has no property in the State, there is nothing upon which her tribunals can adjudicate»*.

«Where a party is within a territory, he may justly be subjected to its process, and bound personally by the judgment pronounced on such process against him. Where he is not within such territory, and is not personally subject to its laws, if, on account of his supposed or actual property being within the territory, process by the local laws may, by attachment, go to compel his appearance, and, for his default to appear, judgment may be pronounced against him, such a judgment must, upon general principles, be deemed only to bind him to the extent of such property<sup>264</sup>». Des discussions lors de la préparation des lois du 1933<sup>265</sup> et 1934 montrent les difficultés d'obtention de compétence personnelle à l'égard des défendeurs étrangers :

«Senator CAREY: HOW could you prosecute a broker in Montreal who did establish? You could bar him from the mails. You could not prosecute him.

Mr. CORCORAN: NO; you could not. You could bar him from the mails, but you could not prosecute him unless you could catch him<sup>266</sup> ».

Pour éviter l'application extraterritoriale extensive du droit boursier américain, tant au regard des *anti-fraud provisions* qu'au regard des *regulatory provisions*, certains émetteurs étrangers présentent leurs offres publiques de telle manière qu'elle permettent d'exclure explicitement les investisseurs américains. Cela est sans doute incompatible avec la politique boursière américaine conçue par le Congrès et la SEC. En effet, ces derniers n'ont pas d'intérêt à ce que les investisseurs américains soient exclus des offres publiques émises à l'étranger. Conjointement, ils craignent de

---

<sup>264</sup> Pennoyer v. Neff, *op. cit.*

<sup>265</sup> Federal Securities Act, Hearing on H.R. 4314 Before the House Comm. on interstate and Foreign Commerce, 73d Cong., 1<sup>st</sup> Sess. (1933), *op. cit.* La discussion suivante s'est déroulée entre M. Wolverton et M. Thompson lors des audiences de préparations de la loi de 1933 :

Rep. Wolverton : You feel that this bill is broad enough in its terms to effectively stop the sale of worthless stocks that would come in our country from a foreign country?

Mr. Thompson : Answering you in this way, I would say that if securities were bootlegged across the Canadian boundary line, and got in here, I doubt if this bill would reach them, except under the fraud provision...

Rep. Wolverton : but they would not be subject to, nor would there be any effective jurisdiction, so long as they were operating out of a foreign country?

Mr. Thompson : except this, the moment that they crossed the national line we could catch them under the fraud clause.

Rep. Wolverton : How would you get jurisdiction over them?

Mr. Thompson : Well, anybody whos crosses the boundary line and comes into this country and commits a criminal act is subject to our laws.

Rep. Wolverton : Yes : but they are not coming in, they are sending in the securities.

<sup>266</sup> Stock Exchange Practices, Hearing On S. RES. 84, S. RES. 56, And S. RES. 97 Before The Senate Banking & Currency Comm., *op. cit.*

voir la protection des investisseurs américains diminuer chaque fois que l'investissement est effectué sur un marché boursier étranger<sup>267</sup>. Dès lors, tant pour le Congrès que pour la SEC, il semble que la nationalité soit un critère de rattachement important. Par surcroît, et comme nous le verrons plus tard, certaines réglementations boursières américaines s'appliquent aux émetteurs étrangers, n'ayant jamais effectué d'opération aux États-Unis, lorsque le pourcentage de l'actionnariat américain dépasse une certaine limite.

Les juridictions prennent ainsi en compte la nationalité de l'investisseur. Concernant des transactions réalisées sur un marché étranger, elles ont décliné leur compétence à l'égard des demandeurs étrangers qui ont présenté leur demande dans le cadre d'une AG, tout en permettant aux demandeurs américains, de maintenir leur action<sup>268</sup>. Il semble qu'une présomption peut être déduite de cette attitude : les juridictions américaines ne désirent pas discriminer les investisseurs américains en se basant sur le lieu de leur investissement<sup>269</sup>. Cette position ne trouve aucune base légale dans les législations américaines parce que ni les lois ni les réglementations américaines ne proposent la nationalité de l'investisseur comme critère suffisant pour appliquer le droit boursier américain de manière extraterritoriale. Il semble difficile de justifier l'application du droit boursier américain, à des transactions boursières effectuées sur un marché étranger, par la nationalité de l'investisseur. Sauf peut être, dans les cas où des efforts ont été entrepris, dans le but de convaincre l'investisseur américain d'acheter des valeurs mobilières d'une société de droit étranger cotée sur un marché étranger, conduisant à des comportements frauduleux. Une cour a pu juger que : *«Congress surely did not mean the securities laws to protect the many thousands of Americans residing in foreign countries against securities frauds by foreigners acting there, and we see no sufficient reason to believe it would have intended otherwise simply because an American participated so long as he had done nothing in the United States»*<sup>270</sup>.

Les États-Unis ne présentent pas d'intérêt réglementaire dans la régulation des transactions passées par leurs nationaux sur un marché tiers. Tout État a le droit de réglementer ses marchés

---

<sup>267</sup> C. Nicholas REVELOSTT, «Transnational Securities regulation: Can U.S. investors have their cake and eat it too?», *Journal of International Law and Practice*, 3:87-1994.

<sup>268</sup> Voir par exemple : *Tri-Star Farms Ltd. v. Marconi, PLC*, 225 F. Supp. 2d 567, 581-82 (W.D. Pa. 2002) ; *In re Indep. Energy Holdings PLC Sec. Litig.*, 210 F.R.D. 476, 478 (S.D.N.Y. 2002) ; *In re Baan Co. Sec. Litig.*, 103 F. Supp. 2d 1, 4 (D.D.C. 2000).

<sup>269</sup> Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p. 56.

<sup>270</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, *op. cit.*

boursiers. L'investisseur américain, qui passe ses opérations sur un marché étranger et soutient l'économie d'un autre pays, doit être considéré comme renonçant à la protection prévue par le droit américain et donc comme comptant sur l'égalité et l'intégrité du régime financier qui dirige le marché sur lequel il a effectué ses transactions. C'est le ton que laisse entendre l'arrêt très célèbre de la Cour Suprême américaine pris en 2010 dans l'affaire Morrison<sup>271</sup>. Cet arrêt retient comme critère d'application du droit boursier, le lieu de réalisation de l'opération boursière (lieu de l'achat ou la vente des valeurs mobilières aux États-Unis)<sup>272</sup>. Il en découle que les investisseurs américains, ayant subi des préjudices suite à des opérations d'achat ou de vente de valeurs mobilières effectuées sur un marché étranger doivent tenter une action en justice dans un pays autre que les États-Unis. Les investisseurs désireux de profiter de la protection prévue par les lois américaines et de la possibilité de se pourvoir devant les juridictions américaines doivent se contenter d'investir dans des valeurs mobilières cotées sur le marché américain. La jurisprudence issue de l'arrêt Morrison est aujourd'hui amplement appliquée par les juridictions américaines. Cependant, si le Congrès ou la SEC interviennent, comme on s'y attend, afin d'autoriser les investisseurs d'engager des *private actions* dans de telles situations, l'application extraterritoriale du droit américain aura la même prospérité, pour ne pas dire plus, que celle qu'elle a connu avant l'arrêt Morrison. En attendant, les investisseurs américains intervenant sur des marchés extérieurs ne peuvent solliciter la protection du droit américain.

## **2. Protection des investisseurs français intervenant sur un marché étranger à travers l'adoption de plusieurs critères de rattachement**

La protection des investisseurs français est assurée à travers l'adoption de critères différents de ceux adoptés en droit américain. En particulier, leur protection est garantie au sein de l'UE par un principe d'égalité de traitement. Autrement, d'autres critères sont utilisés en matière contractuelle et délictuelle.

---

<sup>271</sup> Morrison v National Australia Bank Ltd, *op. cit.*

<sup>272</sup> Ibid. : «we think that the focus of the Exchange Act is not upon the place where the deception originated, but upon purchases and sales of securities in the United States. Section 10(b) does not punish deceptive conduct, but only deceptive conduct "in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered"».



**a: protection sur tous les marchés européens assurée par le principe d'égalité de traitement, critère de lieu de réalisation de l'opération**

La protection des investisseurs intervenant sur le marché boursier est une prérogative publique qui est assurée par l'autorité administrative de régulation<sup>273</sup>. À l'exemple du droit américain, il s'agit de savoir si les lois françaises et les réglementations du régulateur boursier s'étendent extraterritorialement pour protéger un Français opérant sur un marché étranger. L'internationalisation des marchés a pour conséquence, notamment pour l'investisseur français, qu'il puisse être sollicité à effectuer des transactions boursières sur un marché d'un État tiers<sup>274</sup>. En opérant sur un marché étranger, l'investisseur français prend le risque de perdre la protection que le droit français lui garantit. Pour autant, ces craintes perdent leur importance lorsque l'investisseur français intervient sur un marché appartenant à un État membre de l'UE. En effet, la protection des investisseurs est un objectif prioritaire<sup>275</sup>, qui fait l'objet de toutes les attentions du législateur européen<sup>276</sup>. La politique de ce dernier dans le secteur boursier, consiste à édicter des règles permettant d'assurer l'égalité de protection entre tous les investisseurs, au moins européens, et cela quelles que soient leurs nationalités et quelle que soit la place boursière sur laquelle ils interviennent. Cette politique se concrétise à travers une importante harmonisation européenne des règles de protection des investisseurs<sup>277</sup>. Elle assure à chaque investisseur européen un traitement égal à celui octroyé aux investisseurs ressortissants de l'État du marché. Chaque régulateur doit veiller à l'égalité de protection de tous les ressortissants européens sur son territoire. Les investisseurs européens intervenant sur un marché français doivent profiter de la même protection dont jouissent les investisseurs français sur ce même marché. De la même manière, un investisseur français intervenant sur un marché appartenant à un État membre de l'UE doit pouvoir profiter de la même protection octroyée aux ressortissants de cet État. Par conséquent, l'investisseur français dans

---

<sup>273</sup> Charles ARSOUZE et Patrick LEDOUX, «L'indemnisation des victimes d'infractions boursières», op. cit., p. 399.

<sup>274</sup> Blanche SOUSI-ROUBI, *Droit bancaire européen*, Daloz, 1995.

<sup>275</sup> ECMI, *Restoring Investor Confidence in European Capital Markets*, Report of the European Investors' Working Group, Organised by European Capital Markets Institute (ECMI) in partnership with CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, February 2010 : «*The EIWG believe investor protection should be considered as one of the pillars for determining the evolution of European supervisory and regulatory agenda*».

<sup>276</sup> Aline TENENBAUM, «La restauration et le renforcement de la confiance des consommateurs dans le secteur financier européen : la relance passerait-elle par le recours à des outils contractuels ?», *Revue des contrats*, n° 1, 01/01/2011, p. 259.

<sup>277</sup> Comité de Place, Rapport final : *état des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV*, op. cit.

ce dernier cas doit obéir aux règles du marché sur lequel il investit. Cette organisation européenne a un double avantage. En premier lieu, elle permet aux régulateurs boursiers d'assurer la protection de leurs investisseurs nationaux, lorsqu'ils procèdent aux opérations boursières sur un marché appartenant à un autre État membre de l'UE. En deuxième lieu, elle permet d'éviter des conflits de lois résultant de l'application extraterritoriale des lois nationales. En effet, les États ne ressentent plus la nécessité d'appliquer leurs droits de manière extraterritoriale pour protéger leurs ressortissants dès lors que les règles du marché garantissent à ceux-ci le même niveau de protection dont ils profitent sur les marchés de leurs pays d'origine.

Malgré cette harmonisation, qui place la protection des investisseurs européens au cœur des préoccupations européennes, les législations et réglementations boursières françaises peuvent être appliquées extraterritorialement aux investisseurs français intervenant sur un marché extérieur situé dans un État membre ou non de l'UE. Une telle extraterritorialité peut être justifiée par la préoccupation du législateur et du régulateur boursier français d'«éviter que l'investisseur français ne soit, in fine, happé par des fonds partiellement ou totalement exclus de la supervision du régulateur français<sup>278</sup>».

Les juridictions américaines, pour justifier l'extraterritorialité du droit, cherchaient un critère de rattachement à leur territoire concernant les opérations effectuées à l'étranger par un Américain, à travers l'utilisation des *conduct and effects tests*. Les autorités françaises, quant à elles, regardent au travers des règles de démarchage si un critère de rattachement existe. Le législateur et régulateur français soumettent le démarchage et la sollicitation du public à des règles strictes. Ces règles ont un critère d'application territoriale, mais reflètent des effets extraterritoriaux. Au surplus, elles sont soutenues par un système d'alerte confié à l'AMF. Ce système d'alerte permet, de mettre en garde les investisseurs français, lorsque que des sociétés ou personnes non-habilités<sup>279</sup>, proposent des services financiers ou produits non autorisés à être commercialisés ou encore contraires aux législations et réglementations boursières, par le biais de sites internet, courriers électroniques ou postaux envoyés à domicile. On cite à titre d'exemple le communiqué de presse du 4 novembre 2004 par lequel l'AMF a mis en garde le public sur l'offre de titres d'une société de droit étranger inscrite sur le marché OTC américain, marché non reconnu en France. Ce communiqué signale que le public ne peut être sollicité, sous quelque forme et moyen que ce soit, directement ou indirectement, en vue

---

<sup>278</sup> Ibid.

<sup>279</sup> AMF, *Mise en garde de l'Autorité des marchés financiers contre les activités de la société E NET SPECULATION*, Communiqué de presse du 01-06-2004.

d'opérations sur ce marché<sup>280</sup>. Récemment, le 5 juillet 2017, l'AMF a mis en garde le public contre les activités du site [www.chs-capital.com](http://www.chs-capital.com) qui propose des services d'investissement sans autorisation. L'AMF estime que ce site prétend offrir une diversité de placement notamment dans des start up, des SCPI, des diamants, des plans d'épargne en actions et en matières premières sans disposer d'aucune des autorisations nécessaires. L'AMF recommande aux investisseurs, en raison de l'incertitude quant à la fiabilité et à la réalité des services proposés sur ce site internet, de ne pas donner suite à ses sollicitations, et de ne pas les relayer auprès de tiers, sous quelque forme que ce soit<sup>281</sup>.

En effet, lorsque le démarcheur se livre à une activité de démarchage en France, pour inciter des Français à passer des opérations en dehors du marché national, cette activité doit être réalisée conformément au droit français. En cas de litige, les juridictions françaises peuvent se déclarer compétentes en raison des actes prenant place sur le sol français, tels que la présence physique de démarcheur, l'envoi du courrier postal ou l'appel téléphonique. En cas de fraude, le droit boursier français s'applique afin de protéger l'investisseur français, quand bien même l'opération s'est déroulée sur un marché étranger. Au contraire, lorsque l'investisseur français tente d'investir sur un marché étranger sans aucune sollicitation, la protection du droit français est moins évidente.

## **b: un système de protection fondé sur le critère de résidence habituelle en matière contractuelle**

Certaines dispositions communautaires permettent au droit boursier français de protéger ses nationaux qui procèdent à des opérations boursières sur un marché étranger en prenant en compte, comme critère d'application, leur résidence habituelle.

La convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles<sup>282</sup>, applicable aux contrats conclus entre le 1<sup>er</sup> avril 1991 et le 17 décembre 2009, est, en principe, applicable à la commercialisation des services financiers à distance. Cette convention

<sup>280</sup> AMF, *Mise en garde de l'Autorité des marchés financiers contre l'offre de titres d'une société inscrite sur un marché non reconnu en France – POSEIDIS INC*, Communiqué de presse du 4-11-2004.

<sup>281</sup> AMF, *L'Autorité des marchés financiers met en garde le public contre les activités du site [www.chs-capital.com](http://www.chs-capital.com) qui propose des services d'investissement sans autorisation*, Communiqués de presse du 5 juillet 2017.

<sup>282</sup> *Convention de Rome de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles*, Journal officiel des Communautés européennes, n° C 027 du 26/01/1998 p. 0034 – 0046.

prévoit que «*le contrat est régi par la loi choisie par les parties*»<sup>283</sup>. Autrement dit, les opérations d'achats ou de vente hors marché d'instruments financiers, sont régies par la loi choisie par les parties. Le règlement CE n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (règlement "Rome I"), applicable aux contrats conclus après le 17 décembre 2009, et qui remplace, entre les États membres, la convention de Rome<sup>284</sup>, adopte le même principe de la loi choisie par les parties<sup>285</sup> et cela sans faire aucune distinction entre les contrats conclus de gré à gré et ceux conclus sur des marchés. Lorsque les parties choisissent de se placer sous le for de la législation française, alors le droit boursier français s'applique de manière extraterritoriale.

D'ailleurs, l'article 6-2 du règlement Rome I prévoit que le choix, par les parties, du droit applicable ne peut faire exception aux dispositions obligatoires, en matière de protection du consommateur, en vertu de la loi du pays où ce dernier a sa résidence habituelle. De manière analogue, l'article 5-2 de la Convention de Rome prévoit que ce choix ne peut avoir pour résultat de priver le consommateur de la protection que lui assurent les dispositions impératives de la loi du pays dans lequel il a sa résidence habituelle, à condition que :

- la conclusion du contrat ait été précédée dans ce pays d'une proposition spécialement faite ou d'une publicité et que le consommateur ait accompli dans ce pays les actes nécessaires à la conclusion du contrat ;
  - ou que le professionnel ou son représentant ait reçu la commande du consommateur dans ce pays.
- Ainsi, chaque initiative faite par un professionnel en France rend les dispositions impératives du droit français applicables si l'investisseur a sa résidence habituelle dans ce pays. De surcroît, l'article L. 343-1 du Code monétaire et financier soumet la fourniture à distance des services financiers à un consommateur aux dispositions du Code de la consommation. L'article L. 121-20-15 du ce dernier Code (assurant la transposition de la directive 97/7/CE du Parlement européen et du Conseil du 20 mai 1997 concernant la protection des consommateurs en matière de contrats à distance et de la directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès de consommateurs<sup>286</sup>) prévoit que lorsque la loi choisie par les parties pour régir le contrat est une loi d'un État tiers à la Communauté

---

<sup>283</sup> Ibid., Article 3-1.

<sup>284</sup> Article 24 du *Règlement CE n° 593/2008* du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (*Règlement "Rome I"*).

<sup>285</sup> Ibid., Article 3-1.

<sup>286</sup> Voir l'article 12 de la Directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès de consommateurs.

européenne (devenue UE), le juge devant lequel est invoquée ladite loi doit en écarter l'application et appliquer les dispositions de la loi de la résidence habituelle du consommateur si ces dernières sont plus protectrices des consommateurs, seulement et seulement si, le contrat présente un lien étroit avec le territoire d'un ou plusieurs États membres de la Communauté européenne<sup>287</sup>. Cette disposition est d'ordre public<sup>288</sup>. Elle pose une règle relative à la *protection internationale des consommateurs européens*<sup>289</sup> dans leurs relations (boursières en l'occurrence) avec des cocontractants de pays tiers. Par conséquent, lorsque l'investisseur a sa résidence habituelle en France, il est présumé, conformément à l'article L. 121-20-15 du Code de la consommation, que le contrat présente un lien étroit avec le territoire français (un État membre de la Communauté européenne)<sup>290</sup>, le juge français est donc tenu d'écarter le droit étranger choisi par les parties pour régir le contrat et d'appliquer le droit français si ses dispositions sont plus protectrices.

La notion des lois de police<sup>291</sup> permet aussi au juge français, saisi par un investisseur français intervenant sur un marché étranger, d'appliquer certaines dispositions du droit français quelle que soit la loi applicable au contrat. Celle-ci ne peut porter atteinte à l'application des lois de police du juge saisi<sup>292</sup>. De la sorte, certaines dispositions du droit boursier français, telles que celles mentionnées à l'article L. 343-1 du Code monétaire et financier, ainsi que celles qui concernent les mesures d'information et de mise en garde destinées à protéger l'investisseur et mises à la charge du prestataire de services d'investissement, s'appliquent extraterritorialement, quel qu'il soit le droit choisi par les parties. Nonobstant le droit choisi par les parties pour régir leur contrat, la protection des intérêts des investisseurs nationaux pourra permettre au juge français d'appliquer extraterritorialement les dispositions protectrices du droit boursier français. Le droit communautaire opte donc, dès lors que le cocontractant du consommateur européen est un ressortissant d'un pays tiers, pour une application extraterritoriale du droit boursier. Si les investisseurs européens sont libre de réaliser leurs opérations sur le marché qu'ils choisissent, le droit boursier communautaire doit être compris comme une articulation entre cette liberté de choix et la protection des investisseurs

---

<sup>287</sup> L'article L. 343-1 du Code monétaire et financier.

<sup>288</sup> Article L. 121-20-16 du Code de la consommation reproduit dans l'article L. 343-1 du Code monétaire et financier. Voir également l'article 12-1 de la Directive 2002/65/CE concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès de consommateurs, *op. cit.*

<sup>289</sup> Thierry GRANIER, «La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs : une rencontre entre droit de la consommation et droit financier», *Bulletin Joly Bourse*, n° 1, 01 janvier 2006, p. 7.

<sup>290</sup> Art. L. 121-20-15 du Code de la consommation reproduit dans l'article L. 343-1 du Code monétaire et financier.

<sup>291</sup> Pour une définition de la loi de police, voir l'article 9-1 du Règlement CE n° 593/2008 (règlement "Rome I"), *op. cit.*

<sup>292</sup> L'article 9-2 du règlement CE n° 593/2008 (*Règlement "Rome I"*), *op. cit.*

européens<sup>293</sup>. C'est donc de cette manière que le droit boursier communautaire doit être interprété par les législateurs des États membres.

### **c: l'adoption par l'AMF d'un autre critère en matière délictuelle : la commission de l'un des éléments constitutifs de l'infraction sur le territoire français**

La protection des investisseurs exige de sanctionner tout comportement illégal commis par un Français ou non, concernant des instruments financiers détenues par ces derniers. L'AMF détient, en matière de sanction, une compétence extraterritoriale. En effet, l'AMF a, sous certaines conditions, le pouvoir de sanctionner un investisseur français intervenant sur un marché étranger s'il a commis une infraction boursière. À titre d'exemple, elle peut sanctionner l'investisseur qui a effectué sur un marché étranger, en utilisant des informations privilégiées, des transactions boursières. Il suffit que les instruments financiers soient cotés, ailleurs que sur un (des) marché (s) étranger (s), sur un marché français afin que l'AMF ait compétence pour sanctionner toute infraction afférente à ces instruments. Et ce, même si cette infraction est commise sur un marché étranger<sup>294</sup>. De surcroît, lorsque les instruments financiers ne sont pas cotés sur un marché français, l'AMF peut sanctionner l'investisseur français si l'infraction se réalise sur le sol français et concerne un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de l'UE ou de l'EEE<sup>295</sup>.

Il en découle qu'un élément de rattachement avec le territoire français est nécessaire pour justifier une compétence qui pourrait être qualifiée d'extraterritoriale. En effet, les juridictions françaises cherchent à rattacher la situation au territoire français afin qu'elles puissent se déclarer compétentes. Il existe donc un moyen pour éviter l'application des dispositions boursières françaises : effectuer des opérations boursières sans avoir aucun contact avec le territoire français. C'est ainsi que l'AMF s'est déclarée incompétente pour sanctionner deux investisseurs français qui ont commis un délit d'initié<sup>296</sup> à l'étranger concernant les titres d'une société de droit étranger côté

---

<sup>293</sup> Jean-Baptiste LEHNOF, «Interprétation stricte des textes versus protection de l'investisseur, la Cour de cassation penche en faveur du marché (Note sous : Cass. com., 14 février 2006)», *op. cit.* Voir également : Souley AMADOU, «Bourses d'hier et de demain : brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de marché», in, Mélanges AEDBF-France, dir. J.-P. Mattout et H. de Vauplane, Banque éditeur 1997, p. 13.

<sup>294</sup> Code monétaire et financier, art. L. 621-14, I, al. 1er et L. 621-15, II, c.

<sup>295</sup> Ibid., Art. L. 621-14, I, 2<sup>o</sup>. al. et L. 621-15, II, d).

<sup>296</sup> «Le délit d'initié peut être défini comme l'utilisation en bourse, par diverses personnes, d'informations

sur un marché étranger<sup>297</sup>. Les deux français ont passé leurs ordres via des sociétés non françaises installées à l'étranger. Le seul moyen de rattacher le litige au territoire français est de prouver que la commande a été passée à partir de la France. La Commission des sanctions de l'AMF souligne qu'elle «*n'est compétente pour connaître d'un manquement qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs de celui-ci ait été commis sur le territoire français*» ; et que «*par lui-même le lieu de résidence de la personne mise en cause n'est pas l'un de ces éléments constitutifs*». Considérant que les ordres n'avaient pas été passés depuis la France, le seul fait que les investisseurs aient la nationalité française ou aient leur résidence en France ne suffit pas pour les poursuivre et les sanctionner sur le sol français. En l'absence, de rattachement possible au territoire français, d'au moins un des éléments constitutifs de l'infraction boursière invoquée, la Commission de sanction ne peut pas se déclarer compétente<sup>298</sup>. L'AMF s'est déclarée incompétente, en dépit de la détention d'éléments suffisants pour sanctionner les deux investisseurs français. En effet, il ressort de l'enquête que les deux investisseurs français avaient utilisé une information privilégiée afférente au dépôt d'une OPA sur les titres d'une société de droit étranger cotée sur la bourse de Copenhague<sup>299</sup>. Si la Commission des sanctions de l'AMF a considéré qu'elle n'est compétente pour connaître d'un manquement que si l'un des éléments constitutifs de celui-ci a été commis sur le territoire français, cette affirmation, pour reprendre l'expression d'un auteur, «*est approximative pour ne pas dire contraire aux dispositions de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier*<sup>300</sup>». En effet, et comme nous l'avons vu plus haut, l'AMF a compétence pour sanctionner : les infractions boursières commises sur le territoire français ou à l'étranger lorsque les instruments financiers concernés sont cotés sur un marché français ; et les infractions boursières commises sur le territoire français relatives aux instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'UE ou d'un État partie à l'EEE. Ce qui n'était pas le cas en l'espèce, puisque les instruments financiers concernés n'étaient pas cotés en France et l'infraction n'avait pas eu lieu sur le territoire français, la Commission des sanctions de l'AMF s'est donc déclarée incompétente à

---

*confidentielles dont elles ont eu connaissance à titre professionnel ou non*», Assemblée nationale, *Rapport sur la proposition de loi de M. Jean-Luc Warsmann relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives*, Rapport n° 3706, publié le 05/10/2011, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/>.

<sup>297</sup> AMF, «*Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal*», Bulletin officiel n°52- 1er et 2 mai 2009 ; Stéphane TORCK, «*Application du Règlement général AMF dans l'espace*», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 4, Juillet 2009, comm. 142.

<sup>298</sup> AMF, «*Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal*», *op. cit.*

<sup>299</sup> Mathieu ROSEMAIN, «*Délict d'initiés : le régulateur boursier touche les limites de son pouvoir*», *Les Echos* n° 20414 du 28 Avril 2009, p. 40.

<sup>300</sup> Stéphane TORCK, «*Application du Règlement général AMF dans l'espace*», *op. cit.*, p. 67.

juste titre, mais elle a ignoré les dispositions plus étendues de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier qui lui sont applicables.

Si aucun élément caractérisant un manquement boursier ne s'accomplit en France, l'investisseur français est donc soumis aux législations et réglementations du pays sur le marché duquel il a investi. Toutefois, force est de constater que dans les faits, la Commission des sanctions de l'AMF, tente d'étendre la champ d'application dans l'espace de la réglementation boursière française, en posant un critère de compétence semblable à celui du *Conduct test* utilisé par les juridictions américaines et abrogé récemment par la décision Morrison de la Cour Suprême des États-Unis. Cette tendance est critiquable, car elle permet aux juridictions françaises d'étendre leur compétence à l'égard de situations qui présentent un lien ténu avec le territoire français. Dans sa décision, l'AMF a laissé entendre que le seul fait de passer des ordres d'achats ou de ventes d'instruments financiers à partir de la France constitue un lien de rattachement suffisant afin que les autorités françaises puissent se déclarer compétentes. L'investisseur français aurait, en l'occurrence, pu être sanctionné s'il avait passé son ordre d'achat à partir de la France. En est-il de même si l'investisseur était un étranger et n'avait pas sa résidence en France ? Comme nous le verrons plus tard, la décision semble tendre vers une réponse positive puisque ni la nationalité ni le lieu de résidence ne peuvent être considérés comme élément constitutif de l'infraction.

## **B. Investisseur étranger, marché étranger : extension extraterritoriale des dispositions anti-fraude et anti-manipulation américaines et françaises**

Précédemment, il a été précisé que les autorités nationales ont un intérêt réglementaire dans la régulation des activités boursières effectuées par les investisseurs étrangers sur leurs marchés locaux. Cependant, est-il convenable de dire que, dans une ère de globalisation et d'interconnexion des places financières, la protection de la loi nationale est limitée aux investisseurs étrangers intervenant sur le marché local ? Ou faut-il plutôt supposer que le droit boursier national s'applique dans certains cas extraterritorialement pour préserver les intérêts des investisseurs étrangers qui interviennent sur des bourses étrangères ? Après une fluctuation dans le droit américain, le débat a été tranché en faveur de la première possibilité. Au contraire, dans l'état actuel du droit français, la deuxième possibilité est plus probable.



## 1. Débat concernant l'application du droit boursier américain aux *F-C class actions* tranchées par une nouvelle jurisprudence de la Cour Suprême

Il existe deux tendances concernant les cas appelés *F-C class actions*. D'un côté, une partie de la doctrine milite en faveur de l'application du droit boursier américain aux investisseurs étrangers intervenant sur des marchés non-américains. De l'autre, une partie de la doctrine, l'histoire législative et la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison confirment que, au contraire, le droit américain ne s'applique pas extraterritorialement pour protéger les intérêts des investisseurs étrangers ayant effectué leurs transactions sur des marchés étrangers.

### a: le désintéressement du Congrès dans la protection des investisseurs étrangers intervenant sur un marché étranger

L'application du droit boursier américain aux étrangers qui procèdent à des opérations boursières en dehors des États-Unis n'est pas sans susciter de nombreuses interrogations. Tant en ce qui concerne la conformité de cette application extraterritoriale au droit international, qu'en ce qui concerne les intérêts politiques et économiques qui justifient une telle extension. Il arrive que des investisseurs étrangers décident d'investir dans des titres de sociétés américaines cotées sur un marché non-américain. La situation est encore plus compliquée lorsque les titres négociés appartiennent à une société non américaine. Selon la définition de l'*interstate commerce*, la loi de 1933 peut être interprétée comme régissant non seulement les opérations boursières effectuées aux États-Unis sur des titres étrangers, mais aussi toute opération d'achat ou vente des titres des sociétés américaines effectuée par des investisseurs étrangers sur un marché étranger. Toutefois, au cours des discussions du projet de la loi de 1933, M. Thompson<sup>301</sup> explique sans ambiguïté que ce projet ne couvre pas les opérations effectuées sur un marché étranger<sup>302</sup>. L'expression «*foreign commerce*» a

---

<sup>301</sup> Huston Thompson is a former member of the Federal Trade Commission and a drafter of the 1933 Act.

<sup>302</sup> United States. Congress. House. Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Federal Securities Act: Hearing Before the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives Seventy-third Congress, First Session, on H.R. 4314, op. cit.* :

«Mr. WOLVERTON: This act is drawn to regulate commerce in securities, both interstate and foreign, is it not?

Mr. THOMPSON: Interstate commerce. We struck out the words "foreign commerce."

Mr. WOLVERTON: Does it not have that effect where we are dealing with foreign securities?

Mr. THOMPSON: Sold in this country, yes. It is different from the Federal Trade Commission Act in this: For example, the Federal Trade Commission's jurisdiction extends down to Mexico. It goes beyond this country. If two of our nationals go down to Mexico and start a business, the jurisdiction of the Federal Trade Commission attaches. We have

été retiré du projet de loi dans l'objectif de limiter la loi aux États-Unis et ses territoires.

L'histoire législative révèle donc le désintérêt du Congrès dans la protection des investisseurs effectuant des opérations, sur des titres des sociétés américaines ou non, en dehors du marché américain. Le ton de l'article 30(b) de la loi de 1934 disposant que : «*The provisions of this chapter or of any rule or regulation thereunder shall not apply to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States....*» laisse comprendre la même conclusion. Le même constat peut être établi au regard des dispositions d'enregistrement des valeurs mobilières. L'objectif de ces dispositions est de fournir aux investisseurs des informations complètes et précises relatives aux titres négociés sur un marché donné. Pour mieux protéger les investisseurs sur le marché américain (*domestic traders*), il faut enregistrer toutes les valeurs mobilières non exemptées, américaines ou étrangères, auprès de la SEC. Cet objectif fait défaut lorsque les valeurs mobilières sont négociées sur un marché étranger. Dans ce dernier cas, les émetteurs tant américains qu'étrangers, ne sont pas tenus d'enregistrer leurs valeurs mobilières auprès de la SEC. Les textes de lois et l'histoire législative n'exigent pas l'enregistrement de l'offre publique lorsque celle-ci s'est déroulée à l'étranger et est adressée aux investisseurs non-américain<sup>303</sup>. La SEC n'exige pas non plus l'enregistrement dans un tel cas<sup>304</sup>.

En outre, et comme expliqué précédemment, des offres publiques, lancées sur un marché étranger et destinées à des investisseurs résidents aux États-Unis, peuvent être soumises aux dispositions anti-fraude américaines lorsque les moyens de l'*interstate commerce* sont impliqués. En revanche, ce n'est pas le cas lorsque ces offres sont dirigées vers des investisseurs résidents à l'étranger, et cela même si les moyens susmentionnés sont utilisés<sup>305</sup>. En bref, compte tenu de ce qui précède, un constat peut être établi : le Congrès américain ne souhaite pas protéger les investisseurs étrangers intervenant sur un marché étranger.

---

*limited this bill to the United States and its territories*».

<sup>303</sup> Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *op. cit.*, p. 703.

<sup>304</sup> *Ibid.*, p. 704.

<sup>305</sup> Toutefois, lorsqu'elles sont en questions les *anti-fraud provisions* (et non pas les dispositions d'enregistrements), l'utilisation des moyens de l'*interstate commerce* peut rattacher le litige au for américain. Ainsi, dans l'affaire *Hanover v. Zapata*, la Cour décline sa compétence parce que, les actionnaires américains n'avaient pas joint l'action et que le défendeur (une société canadienne) n'a pas utilisé les instruments de commerces pour atteindre le demandeur étranger (une société canadienne). *Hanover v. Zapata Corp.*, CCH FED. SEC. L. REP. 93,904 (S.D.N.Y. 1973).

## **b: confirmation de la compétence à l'égard des *F-cubed class actions* avant l'arrêt Morrison**

De nombreux précédents judiciaires montrent que certaines juridictions américaines se déclaraient compétentes pour connaître des litiges connus sous le nom de *foreign cubed class actions*. Il s'agit des actions de groupe intentées devant les juridictions américaines par des demandeurs étrangers contre des émetteurs étrangers, qui sont liées à des transactions boursières effectuées sur des places financières non américaines. Principalement, les cours justifient l'application du droit boursier américain dans de tels cas en raison du fait que le Congrès ne souhaite pas que les États-Unis soient utilisés comme une plateforme pour commettre des fraudes sur les marchés boursiers, alors même que toutes les victimes soient étrangères. À tout le moins, dans le cadre de poursuites intentées par la SEC ou par un nombre déterminé de demandeurs étrangers. Ainsi, une cour d'appel a pu juger que «*We do not think Congress intended to allow the United States to be used as a base for manufacturing fraudulent security devices for export, even when these are peddled only to foreigners*»<sup>306</sup>.

Pour pouvoir justifier de leur compétence, les juridictions américaines cherchent à rattacher le litige au sol américain. Dans de telles situations, où toutes les parties sont des étrangers et où les transactions prennent lieu en dehors des frontières américaines, les cours cherchent des actes commis aux États-Unis. Des comportements frauduleux perpétrés aux États-Unis peuvent mener le litige devant les juridictions américaines. En effet, afin d'empêcher l'arrangement de fraudes aux États-Unis, dans le but de les exporter à l'étranger, on accorde aux juridictions la compétence *ratione materiae* pour statuer sur les poursuites intentées par la SEC, il est donc raisonnable de supposer qu'elles ont compétence pour statuer sur les actions en indemnisation ou en annulation intentées par des investisseurs étrangers victimes de fraudes<sup>307</sup>. Quant aux actes commis sur le sol américain, ils doivent être d'une importance significative. Dans l'affaire Bersch, le juge Friendly considère que «*the anti-fraud provisions of the federal securities laws.... (3) Do not apply to losses from sales of securities to foreigners outside the United States unless acts (or culpable failures to act) within the United States directly caused such losses*»<sup>308</sup>. Et dans l'affaire IIT v. Vencap, la cour estime que la compétence se limite à la commission des actes frauduleux eux-mêmes et ne s'étend pas à de simples activités préparatoires où la majeure partie de l'activité a été réalisée dans des pays étrangers<sup>309</sup>. Les activités préparatoires commises aux États-Unis ne sont pas par elles-mêmes

<sup>306</sup> IIT v. Vencap, Ltd., 519 F.2d 1001. (2d Cir. 1975).

<sup>307</sup> Ibid.

<sup>308</sup> Bersch v. Drexel Firestone, *op. cit.*

<sup>309</sup> IIT v. Vencap, Ltd., *op. cit.*

suffisantes pour confirmer la compétence à l'égard des étrangers en ce qui concerne les dommages qu'ils ont subis en dehors des États-Unis<sup>310</sup>. Ces activités doivent être plus importantes que celles requises pour confirmer la compétence à l'égard des ressortissants américains agissant sur un marché étranger<sup>311</sup>.

De toute façon, le critère de *merely preparatory activities* est insaisissable. Il n'est pas clair quand les activités soient préparatoires ou importantes. Les juridictions ne fournissent pas de définition précise. La doctrine a essayé d'éclaircir la situation en montrant que ces activités préparatoires «*must relate to activities which may themselves be elements of an anti-fraud violation*». Cette définition n'est pas non plus claire. Le fait que les actes, préparatoires ou sans importance dans l'accomplissement de l'infraction boursière, perpétré aux États-Unis soient liés aux actes substantiels commis à l'étranger rend-il ces premiers d'une importance suffisante pour porter le litige devant les juridictions américaines ? Ce concept de *preparatory activities* est ambiguë, volumineux et flou et peut recevoir de nombreuses interprétations. L'évaluation de l'importance des activités commises aux États-Unis est, en vérité, laissée à la discrétion des juridictions en considérant chaque cas séparément. Les demandeurs étrangers sont invités à prouver que les actes commis sur le sol américain (déclarations frauduleuses ou trompeuses par exemple) sont à l'origine du préjudice qu'ils ont subi (l'acte a par exemple affecté le prix des titres qu'ils ont acheté ou vendu), et que l'application du droit américain à leurs revendications servira les intérêts réglementaires des États-Unis<sup>312</sup>.

Certaines juridictions américaines ont utilisé ce pouvoir discrétionnaire pour aller encore plus loin. Même lorsque l'opération est effectuée en dehors des États-Unis par un étranger sur les titres d'une société étrangère, les autorités américaines peuvent se déclarer compétentes pour sanctionner cette personne étrangère si elle a réalisé l'opération dans l'objectif de frauder un émetteur ou un investisseur américain. L'affaire Eric John Watson est un exemple illustratif<sup>313</sup>. La SEC a clarifié dans sa décision, prise à l'encontre de celui-ci que les *mails or means of interstate commerce (MMIC)* ont été utilisés pour envoyer des e-mails et des fax entre les États-Unis et la

---

<sup>310</sup> Bersch v. Drexel Firestone, *op. cit.* Voir également : Grunenthal GmbH v. Hotz, 712 F.2d 421, (9th Cir. 1983).

<sup>311</sup> Joseph Jude NORTON, «United States securities laws: A transnational perspective», *op. cit.*, p. 98.

<sup>312</sup> Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p. 57.

<sup>313</sup> SEC, Securities Exchange Act of 1934-Release No. 34- 44934, In the Matter of Eric John Watson, October 15, 2001, available at: <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-44934.htm>.

Nouvelle-Zélande, et a jugé que : «*Even though Watson is a New Zealand citizen and his purchases and sales of McCollam shares occurred in New Zealand, Watson engaged in conduct that had the effect of defrauding a U.S. issuer and its shareholders. The Commission will hold accountable all violators of the U.S. federal securities laws, including foreign entities and individuals, when their actions adversely impact U.S. issuers and shareholders*». Les autorités américaines sont donc compétentes à l'égard de toute personne, y compris les entités et individus étrangers, lorsque la violation de la loi américaine, commise à l'étranger par cette personne, a un impact négatif sur les marchés, les émetteurs ou les actionnaires américains.

### **c: analyse de la doctrine**

Il est possible de remarquer deux tendances dans la doctrine américaine. La première plaide en faveur de l'application du droit boursier américain aux investisseurs étrangers intervenant sur un marché étranger, et la deuxième s'oppose à ce point de vue.

#### **I: la première tendance**

Pour les partisans de la première tendance, Il en va dans l'intérêt des États-Unis d'appliquer leur droit boursier extraterritorialement à des investisseurs étrangers agissant sur un marché extérieur. Cette application extraterritoriale est l'un des moyens indirects de coopération mutuelle dans la lutte contre la fraude sur les marchés financiers. Elle sert l'objectif que les États-Unis partagent avec les autres États, celui de l'efficacité du règlement de différends liés à plusieurs pays. Lorsque la fraude est commise aux États-Unis, l'application du droit américain à des investisseurs étrangers effectuant leurs opérations sur un marché extérieur, incite les autres États à appliquer leurs droits aux fraudes réalisées sur leurs territoires, lorsque les parties de l'opération en question sont américaines, et lorsque l'opération a eu lieu sur le sol américain<sup>314</sup>. Si nous supposons que les titres d'une société non américaine sont cotés sur le marché de son État d'origine et aux États-Unis, et que cette société a fait des déclarations trompeuses sur le marché américain, la dissémination des informations fausses ou trompeuses influencera le prix des titres sur les deux marchés, et causera des préjudices aux investisseurs sur les deux places financières. Priver les investisseurs étrangers à

---

<sup>314</sup> Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p. 57.

chercher devant les juridictions américaines une indemnisation des dommages subis sur le marché étranger du fait des transactions effectuées sur ledit marché, peut les priver d'obtenir une compensation si le droit de l'État du marché étranger exige que la fraude soit commise sur son territoire. Autoriser les investisseurs étrangers à se joindre à la procédure engagée devant les juridictions américaines permet d'inclure toutes les allégations relatives au même comportement devant le même tribunal, réduisant ainsi la duplication d'un conflit se rattachant à plusieurs États.

De plus, pour certains auteurs, le Congrès avait l'intention de donner aux *anti-fraud provisions of federal securities laws* un domaine d'application plus étendu que celui octroyé aux dispositions d'enregistrement dont les bénéficiaires sont uniquement des *domestic traders*<sup>315</sup>. Pour d'autres, permettre aux *foreign traders* d'intenter des actions devant les juridictions américaines porte indirectement de l'intérêt aux *domestic traders*, car cette pratique aide à prévenir les actes frauduleux commis aux États-Unis. Cet argument a été clairement rejeté par la Cour Suprême qui considère que les actions intentées par les non-bénéficiaires des lois ne peuvent être accueillies, aux motifs qu'elles servent les intérêts des bénéficiaires de celles-ci<sup>316</sup>.

Est également avancé, que le silence du Congrès et l'absence de tout agissement de sa part à l'encontre des décisions des juridictions permettant aux étrangers de plaider devant les cours américaines, constituent une présomption selon laquelle le Congrès ratifie par son silence la jurisprudence résultant de ces décisions. Bien que ce problème ait été évoqué longtemps avant les années soixante-dix, le Congrès ne l'a pas abordé dans l'amendement de l'année 1975 qui était considéré à l'époque comme «*the most searching reexamination of the competitive, statutory, and economic issues facing the securities markets, the securities industry, and, of course, public investors, since the 1930's*»<sup>317</sup>. Cette hypothèse d'acquiescement du Congrès est rejetée par une partie de la doctrine<sup>318</sup> et par certaines cours qui considèrent que «*the doctrine of legislative acquiescence is as best only an auxiliary tool for use in interpreting ambiguous statutory provisions*»<sup>319</sup>. Récemment, la loi Dodd-Frank Act a chargé la Commission de solliciter les commentaires du public et de mener ensuite une étude pour déterminer dans quelle mesure, des parties privées peuvent intenter une action en vertu des dispositions anti-fraude de la loi de 1934,

---

<sup>315</sup> Louis LOSS & Joel SELIGMAN, *Securities regulation*, 3th edition 1989. p. 789.

<sup>316</sup> *Piper v. Chris-Craft Industries, Inc.* - 430 U.S. 1 (1977).

<sup>317</sup> *Herman & MacLean v. Huddleston*, *op. cit.*

<sup>318</sup> Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *op. cit.*, p. 717-718.

<sup>319</sup> *Jones v. Liberty Glass Co.*, 332 U.S. 524, 533-34 (1947) ; *Helvering v. Reynolds*, 313 U.S. 428 (1941).

dans le cas où :

1- un comportement commis aux États-Unis constitue une étape significative dans l'accomplissement de l'infraction, même si la transaction elle-même a eu lieu en dehors des États-Unis et n'implique que des investisseurs étrangers<sup>320</sup>,

2- un comportement commis à l'étranger a un impact substantiel aux États-Unis.

Les commentaires reçus n'ont pas permis à la SEC d'adopter un avis favorable.

Certains considèrent que l'utilisation des critères de compétence fondés sur la nationalité des demandeurs peut soulever des questions constitutionnelles<sup>321</sup>. La discrimination entre les investisseurs américains et étrangers viole le principe d'«*equal protection*» garanti par le cinquième amendement de la Constitution<sup>322</sup> et peut être contraire au contenu de certains engagements conventionnels américains<sup>323</sup>. Il est peut-être inconstitutionnel de dénier le droit aux investisseurs étrangers qui n'investissent pas sur le marché national, d'accéder à la justice américaine et d'accorder ce droit aux américains investissant dans les mêmes conditions. Certains auteurs répondent à cet argument en alléguant qu'il y a des raisons valables et justifiables pour limiter la compétence extraterritoriale en matière boursière à l'égard des étrangers. Ils expliquent, notamment qu'il existe des précédents confirmant l'utilisation de la nationalité comme un critère de rattachement pour confirmer la compétence<sup>324</sup>. D'autres prétendent, que la protection est une question de compétence et d'interprétation des lois et non pas d'*equal protection*. La Cour Suprême a approuvé cet argument à plusieurs reprises. En effet, elle traitait de manière égale tous les *foreign traders* tant américains qu'étrangers, en les privant du bénéfice de la protection des lois américaines<sup>325</sup>. Un autre argument a été avancé par une cour américaine pour soutenir cette tendance. Permettre aux investisseurs

<sup>320</sup> Section 929Y, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, pub. L. NO 111-203 Stat. 1376 (2010).

<sup>321</sup> Grunenthal GmbH v. Hotz, *op. cit.*

<sup>322</sup> Comment, «The Transnational Reach of Rule 10b-5», *University Of Pennsylvania Law Review*, Vol. 12:1363, 1376 (1973).

<sup>323</sup> Comment, «Securities Law – Subject Matter Jurisdiction In Transnational Securities Fraud – Bersch v. Drexel Firestone, Inc; IIT V. Vencap, Ltd», *op. cit.*, p. 134.

<sup>324</sup> Roberta S. KARMEL, «The extraterritorial application of federal securities code», *Connecticut law review*, Vol. 7:669-1975. p. 690.

<sup>325</sup> Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *op. cit.*, p. 719 : «*unlike alien domestic traders, foreign traders-whether aliens or United States citizens-are not clearly entitled to benefit from equal protection principles. Indeed, the Supreme Court has affirmatively indicated as much with respect to alien foreign traders. The Court allows a similar inference with respect to foreign traders who are United States citizens, since it has repeatedly denied statutory benefits to United States citizens outside the United States simply on the basis of statutory construction and without discussing equal protection*».

étrangers de poursuivre aux États-Unis les fraudes boursières renforce leur confiance dans les places financières américaines<sup>326</sup>. Cependant, «*it is not clear why a court would seek to establish world confidence in United States markets. Presumably, such a view is regarded as a stimulus to increased foreign investment in the United States, which is an objective appropriately set by Congress rather than by the courts*»<sup>327</sup>.

## **II: la deuxième tendance soutenue récemment par la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison**

La deuxième tendance plaide contre l'application du droit boursier américain aux investisseurs étrangers intervenant sur un marché étranger. Les partisans de cette tendance apportent plusieurs arguments pour soutenir leur point de vue. Ils se fondent sur une présomption adoptée, depuis longtemps, par la Cour Suprême selon laquelle «*Legislation is presumptively territorial, and confined to limits over which the lawmaking power has jurisdiction*»<sup>328</sup> et qu'une loi américaine ne peut être invoquée par des étrangers concernant des opérations effectuées en dehors des États-Unis si «*It contains no words which definitely disclose an intention to give it extraterritorial effect*»<sup>329</sup>. Cette interprétation restreinte des lois américaines, peut être considérée comme un geste de courtoisie. Les lois boursières américaines en général, et l'article 30 de la loi de 1934 en particulier, doivent être lus et interprétés dans ce sens. De sorte que ces lois signalent une politique dont la ligne directrice consiste à ne pas interférer dans les activités boursières étrangères qui se passent «*without the jurisdiction of the United States*». Accorder aux investisseurs étrangers le droit d'accéder à la justice américaine constituerait une élaboration, par le pouvoir judiciaire, des politiques. Allant à l'encontre de l'histoire législative et de la jurisprudence de la Cour Suprême. Ainsi, une cour a admis que, dans une action intentée par un investisseur étranger, «*finding of subject matter jurisdiction is largely a Policy décision*»<sup>330</sup>. L'élaboration des politiques par le pouvoir judiciaire viole le principe de séparation des pouvoirs, concurrence le Congrès dans l'exercice de ses fonctions, et manque ainsi de base légale.

L'application extraterritoriale du droit boursier américain aux investisseurs étrangers, opérant sur un marché étranger soulève d'autres problèmes. Comme par exemple celui de la

<sup>326</sup> Straub v. Vaisman & Co., 540 F.2d 591, 595(3rd Cir. 1976).

<sup>327</sup> Margaret V. SACHS, «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *op. cit.*, p. 716.

<sup>328</sup> Sandberg v. McDonald - 248 U.S. 185 (1918).

<sup>329</sup> New York Cent. R. Co. v. Chisholm, 268 U.S. 29 (1925).

<sup>330</sup> Continental Grain (Australia) Pty., Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc., 592 F.2d 409, (8th Cir. 1979).



procédure, de la compétence personnelle à l'égard des investisseurs et émetteurs étrangers, de la reconnaissance et de l'exécution des jugements, et de l'élaboration des lois de blocage par d'autres États pour faire face à cette application excessive du droit boursier américain. Priver les investisseurs étrangers, opérant sur un marché extérieur, d'intenter leurs actions aux États-Unis démontre un respect de l'intention du Congrès lors de l'édiction des lois de 1933 et 1934. Cela renforce également la courtoisie internationale, crée une relation saine entre les différentes juridictions, rationalise les ressources judiciaires, réduit les conflits de lois et de compétence, facilite l'application des droits boursiers et améliore la confiance dans les places financières. C'est en tenant compte de ces objectifs que la Cour Suprême a récemment jugé l'affaire *Morrison v. National Australia Bank*. La haute juridiction américaine adopte un critère qui se concentre sur le lieu de cotation, ainsi que sur le lieu où les titres sont achetés et vendus. Si la transaction boursière se déroule aux États-Unis, les législations et réglementations boursières américaines s'appliquent. Selon l'arrêt *Morrison*, ces dernières s'appliquent aux transactions effectuées sur des valeurs mobilières cotées aux États-Unis et aux transactions effectuées sur des valeurs mobilières non cotées sur un marché américain mais conclues sur le sol américain. La Cour suprême affirme manifestement la validité de la présomption contre l'extraterritorialité selon laquelle l'application extraterritoriale d'une loi américaine ne se présume pas. En d'autres termes, la loi ne s'applique pas de manière extraterritoriale en l'absence d'une intention claire du Congrès. Par conséquent, les *F-C class actions* ne sont plus admises devant les tribunaux américains. Par exemple, un investisseur français ayant acquis ses actions sur un marché français, ne peut plus porter sa demande devant les tribunaux américains. Cependant, il y a lieu de noter que les AGs portées contre les entreprises étrangères n'ont pas diminué depuis la décision prise dans l'affaire *Morrison*<sup>331</sup>. Quarante actions contre des sociétés non américaines ont été déposées dans la première moitié de l'année 2011<sup>332</sup>. Toutefois, ces cas sont systématiquement rejetés par les tribunaux en raison de la jurisprudence issue de l'arrêt *Morrison*. Une étude très récente a montré que les tribunaux ont rejeté la majorité des *F-C class actions* et des *F-squared class actions* avant la décision *Morrison*, mais toutes ces actions après cette décision<sup>333</sup>. D'après cette étude, le rejet est presque garanti puisque tous les tribunaux fédéraux ont strictement suivi les directives de la Cour suprême dans l'affaire

---

<sup>331</sup> Elaine BUCKBERG & Max GULKER, «Cross-Border Shareholder Class Actions Before and After Morrison», *op. cit.*

<sup>332</sup> *Ibid.*

<sup>333</sup> Yuliya GUSEVA, «Extraterritoriality of securities law redux: litigation five years after Morrison v National Australia Bank», *Columbia Business Law Review*, Vol. 2017-No. 1:199, p. 263.

## **2. L'alternance en droit français entre le critère du lieu de cotation et le critère du lieu de commission du manquement**

Nous avons vu que le droit français peut, dans certaines circonstances, s'appliquer aux investisseurs français intervenant sur un marché étranger. De la même manière, certaines dispositions du droit boursier français permettent de considérer que des investisseurs étrangers, agissant sur les titres d'une société de droit étranger cotés sur un marché étranger, peuvent être soumis au droit boursier français ou en réclamer la protection. En particulier, les dispositions qui répriment tout manquement aux législations et réglementations boursières ont vocation à être appliquées extraterritorialement. En effet, la protection des investisseurs repose amplement sur l'efficacité des dispositions répressives<sup>335</sup>. C'est pour cette raison que la répression des manquements boursiers a vocation à s'appliquer à toute personne physique ou morale, ou toute entité. Les articles L. 621-14 et L. 621-15 du code monétaire et financier pourront être lus à la lumière de cette présomption. Conformément à la directive «abus de marché», l'AMF dispose de deux chefs de compétence pour mettre en œuvre son pouvoir de sanction à l'encontre de telles pratiques (délit d'initié, manipulations de cours et diffusions de fausses informations et tout autre manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché). En effet, l'AMF est compétente pour sanctionner tout abus de marché :

- Premièrement, que l'abus de marché se réalise ou non sur le territoire français, lorsque les instruments financiers concernés sont admis aux négociations sur un marché français.
- Deuxièmement, pour tout abus réalisé sur le territoire français, lorsque les instruments financiers concernés sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un autre État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'EEE.

Ainsi, pour que le droit français s'applique dans le deuxième cas, il faut : qu'un acte soit commis sur le sol français ; et que l'instrument financier soit coté sur un marché appartenant à un État membre de l'UE ou de l'EEE. Tandis que dans le premier cas, le critère de compétence se fonde sur le lieu de cotation des instruments financiers. Ainsi, aucun acte n'est exigé pour affirmer la

---

<sup>334</sup> Ibid.

<sup>335</sup> Alain PIETRANCOSTA, «Simplification de l'accès au marché et renforcement de la confiance des investisseurs : commentaire du titre IV de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (seconde partie)», *Lexbase*, 1 septembre 2005, en ligne : [www.lexbase.fr](http://www.lexbase.fr).

soumission de la situation au droit français. Dans le premier cas, l'AMF peut sanctionner tout auteur, peu importe sa nationalité, d'un manquement boursier ou d'un comportement fautif en France ou à l'étranger. Toutefois, certaines interrogations demeurent : si, dans le deuxième cas, l'instrument financier est coté sur un marché non européen mais que le manquement est, pour tout ou partie, commis sur le territoire français, les autorités françaises doivent-elles se réclamer incompétentes ? Et si, dans le premier cas, aucun comportement reprochable n'est commis en France, les autorités françaises peuvent-elles se déclarer compétentes en se fondant uniquement sur le fait que l'instrument financier est coté sur un marché français ?

#### **a: le cas où l'instrument financier est coté sur un marché français**

Les dispositions anti-fraude du Code monétaire et financier pourraient avoir une portée extraterritoriale aux infractions visant des opérations boursières ayant un caractère majoritairement étranger. En s'appuyant sur ces dispositions, une juridiction française s'est réclamée compétente à propos d'opérations de gré à gré réalisées à l'étranger par des établissements étrangers. Dans le cas d'espèce<sup>336</sup>, la première chambre de la Cour d'appel de Paris se déclare qu'elle est territorialement compétente, malgré les faits liant l'opération à l'étranger. Pour déterminer l'extension de la compétence de la COB, la Cour se réfère, d'une part, à l'extension de la mission confiée à la Commission qui consiste à veiller à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement des marchés, et d'autre part, aux pouvoirs de sanction octroyés à la Commission concernant les pratiques contraires à ses règlements. La Cour souligne, que les textes de loi et le règlement de la COB *«n'excluent aucune forme de transactions dès lors qu'elles portent sur des valeurs admises aux négociations par le Conseil des Bourses de valeurs»*. La Cour n'a pas manqué de signaler qu'il n'est pas contestable que le domaine d'application des règlements de la Commission soit limité au territoire national, *«mais considérant que les cessions litigieuses ont porté sur des actions admises aux négociations du second marché de la Bourse de Paris ; que les éléments d'extranéité tenant au lieu d'implantation du siège social des banques cessionnaires et au déroulement de certaines négociations à l'étranger, ne sont pas de nature à exclure l'opération du champ d'application de la loi française»*. La cotation est considérée donc comme un lien de rattachement avec le territoire

<sup>336</sup> CA Paris, 1er, COB, 16-03-1994, n° 93/23741, Pierre Bergé c/ Agent judiciaire du Trésor ; voir également : Jean-Baptiste JACQUIN, «Affaire Pierre Bergé: la Cour d'appel de Paris réduit l'amende de la COB», *Les Echos* n° 16605 du 17 Mars 1994, p. 32 ; N. Ba., «Délit d'initié: la COB se félicite de la jurisprudence Saint Laurent», *Les Echos* n° 16622 du 12 Avril 1994, p. 31.

français. Par conséquent, si, en l'occurrence, les titres concernés appartenaient à une entreprise française, ce verdict serait universel et permet de dire que même lorsque les titres appartiennent à un émetteur étranger et que l'opération est entièrement effectuée à l'étranger entre parties étrangères, la loi française peut se trouver applicable si lesdits titres sont cotés en France. Cette jurisprudence a récemment été confirmée dans une décision de l'AMF du 8 juillet 2016<sup>337</sup>. Cette dernière a reproché à la société de droit anglais Getco Europe Ltd d'avoir réalisé (en émettant sur les titres visés par l'enquête des ordres scintillants sur Euronext Paris, BATS et ChiX), des opérations constitutives d'une manipulation de cours au sens de l'article 631-1 et 631-2 de son règlement. Elle juge ainsi que ces articles «*sont applicables aux opérations litigieuses effectuées par Getco, quel que soit leur lieu d'exécution, dès lors qu'elles concernent 7 titres admis aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext*»<sup>338</sup>. Il est donc envisageable qu'un investisseur étranger puisse avoir recours aux juridictions françaises pour demander réparation contre une fraude commise à l'étranger par un étranger, en se basant sur le fait que les instruments financiers étrangers, objet de l'infraction, sont cotés sur le marché français. Ainsi, pour cette raison, l'infraction commise à l'étranger peut refléter ses effets néfastes sur les investisseurs et le marché français et perturber le bon fonctionnement dudit marché. Il s'agit de la version française de l'*effects test*. Les juridictions américaines n'exigeant pas que les instruments financiers soient cotés sur le marché américain pour appliquer ce *test*. Selon ce critère abrogé par l'arrêt Morrison, la loi américaine était applicable, lorsque l'opération frauduleuse engendrait des effets nuisibles sur le marché américain, que l'instrument financier soit coté ou non sur le marché américain. Il semble que le critère français soit plus restrictif que le critère l'américain ; donnant ainsi aux dispositions anti-fraude françaises un champ d'application extraterritorial moins étendue.

#### **b: le cas où le manquement est, tout ou partie, commis sur le territoire français**

Les décisions rendues par les autorités compétentes, montrent que ces dernières en cas de transactions transfrontalières, ne se déclarent compétentes, que s'il existe un rattachement au territoire français. Ainsi, M. Jean-François Mancel explique, dans son rapport devant l'Assemblée nationale que «*la compétence de l'AMF est limitée aux opérations comportant un élément de*

---

<sup>337</sup> AMF, Décision de la commission des sanctions du 8 juillet 2016 à l'égard de la société Getco Europe Ltd, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

<sup>338</sup> Ibid.

*territorialité*)<sup>339</sup>. C'est dans ce contexte que la Commission des sanctions de l'AMF a jugé qu'elle «n'est compétente pour connaître d'un manquement qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs de celui-ci ait été commis sur le territoire français<sup>340</sup>» et qu' «en l'absence d'au moins un élément constitutif du manquement invoqué qui pourrait être rattaché au territoire français, la Commission des sanctions ne peut que se déclarer incompétente»<sup>341</sup>. N'est considéré comme l'un de ces éléments constitutifs, ni la nationalité, ni la résidence des justiciables. Il semble que ce dispositif soit fondé sur une interprétation de l'article 113-2 du Code pénal qui dispose que : «la loi pénale française est applicable aux infractions commises sur le territoire de la République» et que : «l'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire». Le texte édicte le principe de territorialité de la loi pénale française<sup>342</sup>. Si, de prime abord, cette décision donne l'impression que l'AMF a une compétence territoriale limitée, une analyse plus profonde, laisse entrevoir le contraire. En effet, le recours au texte pénal permet deux interprétations<sup>343</sup>. Une interprétation souple selon laquelle l'AMF peut sanctionner toute personne commettant un délit boursier, dès lors que le manquement produit des effets sur un marché même étranger, et ce, quel que soit le territoire d'où sont passés les ordres, quel que soit l'endroit où ont été commis les autres faits constitutifs du manquement, quelle que soit la nationalité de la personne mise en cause. La deuxième interprétation est une interprétation restrictive. Selon cette dernière, le pouvoir de sanction de l'AMF ne peut s'exercer qu'à l'égard des personnes ayant commis des manquements, entièrement réalisés sur le territoire français.

En droit pénal, la «*commission de l'infraction est conçue d'une manière extensive*»<sup>344</sup>. Afin que le délit soit réputé commis en France, un acte caractérisant l'un des éléments constitutifs de

---

<sup>339</sup> Assemblée nationale, *Rapport d'enquête de M. Jean-François Mancel sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*, Rapport N° 3034, publié 14/12/2010, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/>.

<sup>340</sup> M. Stéphane TORCK souligne que, voyant la compétence attribuée à l'AMF par les articles L. 621-14 et 621-15 du Code monétaire et financier, lorsque le manquement concerne un instrument financier admis sur un marché d'instruments financiers français, il importe peu que ce manquement ait été commis en France ou à l'étranger. «*Il n'est donc pas juridiquement correct d'affirmer de manière générale, comme le fait l'AMF dans cette décision, que la Commission des sanctions de l'AMF n'est compétente pour connaître d'un manquement qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs de celui-ci ait été commis sur le territoire français*». Stéphane TORCK, «Application du Règlement général AMF dans l'espace», *op. cit.*, p. 67.

<sup>341</sup> AMF, «*Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal*», *op. cit.*

<sup>342</sup> Didier RUBUT, *Droit pénal international*, Dalloz 1<sup>er</sup> édition 2012. Ce principe de territorialité est dégagé de l'article 3 du Code Civil qui dispose que «*Les lois de police et de sûreté obligent tous ceux qui habitent le territoire*».

<sup>343</sup> AMF, *L'intégrité du marché*, Bulletin COB - n° 273 octobre 1993, p. 66.

<sup>344</sup> Marie-Christine SORDINO, *Droit pénal général*, Ellipses 4<sup>e</sup> édition 2011. P. 93-94.

l'infraction doit avoir été commise sur le sol français<sup>345</sup>, peu importe la nationalité et le lieu de résidence de l'auteur<sup>346</sup>. Au surplus, le droit pénal français s'applique aux infractions commises à l'étranger par des français ou à l'encontre de français (compétence personnelle). Le droit français trouvera-t-il à s'appliquer, afin de réparer le préjudice subi par un étranger, qui résulte de la réalisation sur le sol français d'un acte préparatoire à une infraction boursière, quand bien même cette transaction boursière a lieu à l'étranger ? Nous pouvons affirmer ici, que la réalisation d'un acte en France peut engager la compétence française. La question est donc de déterminer l'importance de l'acte commis sur le territoire français. La loi pénale française est applicable lorsque se réalise en France, une partie du comportement punissable ou un simple acte préparatoire.<sup>347</sup> Par conséquent, le recours aux règles du droit pénal dans la détermination du champ d'application dans l'espace des lois et réglementations boursières, conduit à étendre la compétence nationale aux situations sans liens tangibles avec la France. De la sorte, un appel téléphonique passé par un étranger à son intermédiaire étranger, pour acheter des titres d'une société de droit étranger cotés sur un marché étranger, est susceptible d'être considéré comme un élément constitutif du manquement, si l'appel est passé à partir du territoire français. Les lois et réglementations boursières françaises pourraient être applicables dès lors :

- qu'un ordre d'achat ou de vente d'instruments financiers est passé à partir du territoire français et ;
- qu'une information privilégiée est transmise en France à un investisseur (français ou étranger) qui l'a exploitée à l'étranger, pour effectuer des opérations sur des titres d'une société française ou étrangère cotée sur un marché étranger.

La Cour de cassation a noté dans l'affaire Pechiney que pour «*des opérations financières pouvant être initiées à partir de la France sur des marchés du monde entier, la loi n'a pas limité aux seules bourses françaises la mission de protection de l'épargne et des investisseurs dévolue à la COB*»<sup>348</sup>.

Dans la décision susmentionnée, la Cour de cassation a rejeté l'exception d'incompétence territoriale à l'égard de deux personnes étrangères (Samir Traboulsi et Charbel Ghanem). Le premier, en qualité d'initié, a transmis une information privilégiée au deuxième, par le biais de rencontres effectives à Paris, sur l'imminence d'une OPA lancée par la société Pechiney sur les titres de la société de droit américain Triangle, cotée sur le marché hors-cote (OTC) de New-York. Le

<sup>345</sup> Cass.crim., 4 juin 1969 : Bull.crim., n°190. voir également : Cass. Crim., 4 févr. 2004 : Bull.crim., n°32.

<sup>346</sup> Cass.crim., 29 mars 2000 : Bull. crim., n°146.

<sup>347</sup> Cass.crim., 11 avril 1988, Bull. crim., n° 144. Une tentative d'escroquerie est réputée accomplie sur le territoire de la République lorsque des «*actes préparatoires constituent l'une des composantes nécessaires des manœuvres frauduleuses*» sont commis en France.

<sup>348</sup> Cass. crim., 26-10-1995, n° 94-83.780 : Bull. crim. n° 324.

deuxième, ayant reçu une information privilégiée sur le territoire français, est accusé d'avoir exploité ces informations pour acheter des actions américaines sur le marché de New-York, en passant des ordres depuis la Suisse pour le compte d'une société sise à Anguilla. Ont donc eu lieu en France, une série de négociations, ainsi que la transmission de l'information privilégiée. La COB et les juridictions françaises se déclarent compétentes. La Cour de cassation estime que *«même si les opérations ont été achevées sur une place étrangère, elles ont fait l'objet d'une mise en œuvre initiale à partir du territoire national, ce qui détermine la compétence de la juridiction française»*. Les autorités françaises se trouvent donc chargées d'une lourde mission, celle de protéger les investisseurs sur le marché mondial. C'est ainsi que la Cour de cassation a confirmé l'arrêt attaqué, en considérant que la mission de protection de l'épargne et des investisseurs confiée par la loi au régulateur boursier n'est pas limitée aux seules bourses françaises et que cette mission *«n'a de sens que si elle a une portée internationale»*. Selon le principe ainsi édicté, les juridictions françaises peuvent faire valoir leur compétence pour poursuivre une infraction relative à des opérations effectuées sur un marché étranger, certains éléments constitutifs de l'infraction étant caractérisés en France.

L'application de ce même principe permet de supposer que les juridictions des autres États, disposent d'une compétence pour appliquer leurs droits à des infractions relatives aux opérations réalisées sur le marché français entre deux parties françaises, mais dont certains éléments constitutifs ont été accomplis sur les territoires desdits États. Dans un arrêt qui peut être considéré comme un message de courtoisie internationale, la Cour d'Appel de Paris, dans l'affaire Vivendi, s'oriente vers une telle hypothèse. En l'espèce<sup>349</sup>, des investisseurs français ayant acheté des titres d'une société française sur le marché français ont rejoint une AG intentée devant le Tribunal de première instance du district Sud de l'État de New-York. La Cour d'Appel de Paris confirme la liberté des investisseurs français à saisir une juridiction étrangère, américaine en l'occurrence, dans la mesure où il existe des liens de rattachement sérieux entre le litige et le *for* américain. Le juge français a admis que le droit américain soit appliqué extraterritorialement pour connaître d'un manquement à ses règles afin de protéger les investisseurs français, bien que ceux-ci aient acquis des titres d'une société française sur le marché français.

Si la décision peut être interprétée comme un message de courtoisie, une autre interprétation est possible : il n'existe *«aucune hiérarchie entre les différents fors pour connaître du litige»*<sup>350</sup> et

---

<sup>349</sup> CA Paris, 2e pôle, 2e ch., n°2010-014126, Vivendi c/ Gerdor. *cit.*

<sup>350</sup> Ibid.

que les juridictions françaises ont une compétence internationale chaque fois que le litige a un lien avec la France. Il semble que, dans ce cas, un simple lien, même s'il n'est pas sérieux, soit suffisant afin que la loi française soit applicable. Des indices permettent donc de déduire que l'interprétation extensive du droit pénal est adoptée en droit boursier.

Depuis l'arrêt Morrison, les investisseurs intervenant sur un marché non-américain ne peuvent plus solliciter la protection du droit américain. À l'inverse, le droit boursier français demeure extraterritorialement applicable, dans l'objectif de protéger les intérêts des investisseurs nationaux et étrangers. Les juridictions françaises se basent sur des critères territoriaux, tout en donnant un effet extraterritorial, et parfois extensif, à la mise en œuvre de ces critères. La protection des investisseurs est donc la principale raison de l'affirmation extraterritoriale de la compétence française. C'est pour ce même motif que les autorités nationales cherchent à encadrer les activités et les pratiques des émetteurs et intermédiaires.

## **Paragraphe 2. Le développement de l'application extraterritoriale du droit boursier : l'impact sur les comportements des investisseurs dans les transactions transfrontières**

Comme l'écrit le professeur Yann PACLOT, «*Contre les forces créatrices du droit – en l'occurrence, l'aspiration légitime des investisseurs à obtenir réparation de leur préjudice financier causé par les manquements aux règles du droit boursier – les murailles de l'idéologie ont la solidité des châteaux de sable*»<sup>351</sup>. Le développement récent du droit boursier américain offre un excellent exemple du mécanisme d'interaction entre les comportements des investisseurs et l'évolution de l'application extraterritoriale d'un droit boursier donné. D'autant plus lorsque ce droit est un droit dominateur et qu'il gouverne le marché qui est un lieu d'investissement très important pour les investisseurs. La limitation de l'application extraterritoriale du droit américain a incité les investisseurs à adopter des nouvelles stratégies pour contourner cette limitation. Le marché américain étant parmi les plus dynamiques au niveau mondial et que le droit américain présentant des avantages considérables pour les investisseurs. Mais considérant que les portes des tribunaux américains se ferment devant les plaignants transnationaux, certains investisseurs commencent à se tourner vers les juridictions d'autres pays, y compris européens, en estimant que les marchés et les droits de ceux-ci peuvent être une bonne alternative.

---

<sup>351</sup> Yann PACLOT, «Class actions : le vent du boulet...», *Revue de Droit bancaire et financier* juillet-août 2010, focus 14, p. 3.



## A. L'adoption de nouvelles stratégies par les investisseurs pour contourner la limitation de l'application extraterritoriale du droit boursier américain

Les plaideurs transnationaux jouent un rôle important dans la détermination de l'extension du contrôle d'un droit donné aux transactions transfrontières, et donc de l'extension de l'application extraterritoriale de ce droit. Ce rôle joué par les plaideurs permet d'identifier les conditions qui rendent la sélection d'un forum transnational possible. Dans les situations transfrontières, les plaideurs adaptent leurs stratégies en fonction de l'évaluation de l'application (dans le contexte de cette étude, c'est l'application extraterritoriale qui est visée) des droits substantiels et procéduraux des différents pays concernés par ces situations. Ces choix s'opèrent dans une ère de globalisation juridique où, lorsqu'un droit donné ne répond plus aux leurs besoins, les investisseurs essaient de le contourner ou de faire de *shopping* pour choisir un autre droit dont les règles substantielles et procédurales servent au mieux leurs intérêts.

Dans les affaires Vivendi et Morrison, des investisseurs français et australiens ont cherché respectivement à profiter des lois américaines plus favorables en engageant des poursuites ayant, en premier lieu, un critère de rattachement avec leurs propres pays. Étant des États souverains, la France et l'Australie sont les premiers concernés par l'application de leurs lois à leurs propres ressortissants, pour des actes survenus sur leurs propres territoires. L'affirmation extraterritoriale de la compétence des juridictions américaines dans de tels cas, signifie que les lois américaines remplaceraient les lois françaises et australiennes, ainsi que les politiques qu'elles cherchent à réaliser. Lorsque les intérêts des États-Unis sont, par rapport aux intérêts français et australiens dans l'exemple donné, insignifiants, *«the effect of finding subject matter jurisdiction in such circumstances would be to make American courts the de facto forum of choice for any plaintiff anywhere in the world who has a securities-related issue and could find some "effect" or some "conduct" in the United States, no matter how small»*<sup>352</sup>.

Depuis l'arrêt Morrison, les tribunaux américains sont de plus en plus réticents à se déclarer compétents pour statuer sur des transactions transfrontières. L'évolution de l'application extraterritoriale du droit américain pose des obstacles considérables en ce qui concerne l'engagement des poursuites transnationales devant les tribunaux américains. Selon l'arrêt Morrison, uniquement les opérations effectuées aux États-Unis sont soumises au droit américain. Ainsi, il y a

---

<sup>352</sup> Brief of the Association of Corporate Counsel as amicus curiae in support of defendants/appellees urging affirmance, United States Court of Appeals for the Second Circuit, *op. cit.*

une forte probabilité qu'un demandeur voit sa demande rejetée par un tribunal américain s'il a acheté ou vendu ses titres sur un marché extérieur. Par conséquent, les plaideurs ont, dans des situations transfrontalières, moins d'enthousiasme pour initier des actions devant les tribunaux américains.

Cette restriction du champ d'application du droit bousier américain ressort clairement des décisions prises après l'arrêt Morrison, telles que *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum*<sup>353</sup> ; *DaimlerAG v. Bauman*<sup>354</sup> ; *Goodyear Dunlop Tires Operations, S.A. v. Brown*<sup>355</sup> ; *J. McIntyre Machinery, Ltd. v. Nicastro*<sup>356</sup> et *RJR Nabisco, Inc. v. European Community*<sup>357</sup> ; *Loginovskaya v. Batratchenko*<sup>358</sup>. Les tribunaux ont apporté des clarifications concernant l'application extraterritoriale en considérant notamment qu'un investisseur ne peut pas engager une action aux États-Unis s'il a effectué son opération sur un marché non américain, même si le titre concerné par l'opération est également négocié sur un marché américain ; que l'opération réalisée sur une bourse étrangère par un investisseur américain ne permet pas d'intenter une action devant un tribunal américain, l'opération a été lancée à partir du territoire américain (comme si par exemple, l'ordre d'achat ou de vente passé par un investisseur américain à son intermédiaire américain a eu lieu aux États-Unis) ; qu'un intermédiaire ne peut pas être poursuivi devant un tribunal américain pour une transaction qui, ayant causé des dommages à des investisseurs, a été effectuée sur un marché non américain, et cela même si l'intermédiaire réside aux États-Unis et a commis le comportement frauduleux dans ce même pays, ou si l'intermédiaire se rend régulièrement aux États-Unis pour rencontrer des investisseurs américains.

Un autre étape de *Forum Shopping* a commencé depuis l'arrêt Morrison. Ont été exclues : les théories expansives de la compétence personnelle et matérielle, ainsi que les interprétations agressives des lois boursières. Néanmoins, les litiges soulevant la question de la portée extraterritoriale des lois américaines ne vont pas, semble-il, disparaître dans un avenir proche. La restriction de l'application extraterritoriale du droit américain va certainement avoir un impact sur les poursuites internationales tant celles intentées devant les tribunaux américains qu'étrangers. Les investisseurs quant à eux, continueront d'essayer de contourner la jurisprudence issue de l'affaire

---

<sup>353</sup> *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co.*, 133 S.Ct. 1659 (2013), in the matter of Alien Tort Statute.

<sup>354</sup> *DaimlerAG v. Bauman*, 134 S. Ct. 746 (2014).

<sup>355</sup> *Goodyear Dunlop Tires Operations, S.A. v. Brown*, 131 S. Ct. 2846 (2011).

<sup>356</sup> *J. McIntyre Machinery, Ltd. v. Nicastro*, 131 S. Ct. 2780 (2011).

<sup>357</sup> *RJR Nabisco, Inc. v. European Community*, No. 15-138 (US June 20, 2016), in the matter of Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act.

<sup>358</sup> *Loginovskaya v. Batratchenko*, 764 F.3d 266, 268 (2d Cir. 2014), in the matter of commodity disputes.

Morrison et des décisions ultérieures. Certains demandeurs ont intenté des actions en justice en se fondant sur les articles 11 et 12(a)(2) de la loi *Securities Act*. Ils prétendaient que la jurisprudence issue de la décision Morrison devait être limitée à l'article 10(b) de la loi *Exchange Act*. Mais cet argument a rapidement été rejeté par les tribunaux<sup>359</sup>. D'autres ont fait valoir que lorsque l'opération est compensée par des agences de compensation américaines, telle que la *Depository Trust Company* («DTC»), elle est ainsi effectuée sur le sol américain, et le transfert du titre légal officiellement détenu par la DTC a lieu aux États-Unis. Les tribunaux ont écarté cet argument comme étant incompatible avec l'arrêt Morrison<sup>360</sup>. D'autres théories sont si novatrices qu'elles méritent une discussion plus profonde.

### 1. La théorie tirée de l'interprétation de la «*domestic transactions*» de l'arrêt Morrison

Les premières tentatives des demandeurs pour contourner l'arrêt Morrison se fondent sur l'interprétation de la décision même. Seulement les tribunaux rejettent systématiquement ces efforts. La Cour Suprême a jugé dans l'affaire Morrison que l'article 10(b) s'applique aux «*transactions in securities listed on domestic exchanges, and domestic transactions in other securities*». Une première stratégie concerne l'interprétation de la «*domestic transactions*» de l'arrêt Morrison (cela concerne les cas où les titres ne sont pas cotés sur un marché réglementé américain mais les transactions prennent place aux États-Unis). Selon cette stratégie, les juridictions américaines sont compétentes dans les cas appelés «*foreign-squared*» : des réclamations présentées par des demandeurs américains qui ont acheté des titres de sociétés étrangères sur des bourses étrangères. D'après les partisans de cette théorie, une transaction est qualifiée comme "*domestic transaction*" lorsque l'acheteur ou le vendeur réside aux États-Unis, même si la transaction elle-même a lieu dans sa totalité sur un marché étranger. Les tribunaux américains ont catégoriquement rejeté cette interprétation de l'arrêt Morrison<sup>361</sup>. Dans l'affaire Vivendi, The United States District Court

<sup>359</sup> Voir par exemple, *In re Royal Bank of Scotland Grp. PLC Sec. Litig.*, 765 F. Supp. 2d 327, 338 (S.D.N.Y. 2011), considérant que «*Under Morrison, the Securities Act, like the Exchange Act, does not have extraterritorial reach*».

<sup>360</sup> Voir par exemple, *In re Petrobras Sec. Litig.*, 150 F. Supp. 3d 337, 341 – 42 (S.D.N.Y. 2015).

<sup>361</sup> *Cornwell v. Credit Suisse Group*, 729 F. Supp. 2d (S.D.N.Y. 2010), at 627 ; *Harry Stackhouse v. Toyota Motor Co., et al.*, No. 10 Civ. 0922 (DSF), 2010 WL 3377409, at \*1 (C.D. Cal. July 16, 2010) ; *In re Royal Bank of Scotland Group PLC Sec. Litig.*, No. 09 Civ. 300 (DAB), 2011 WL 167749, at \*7-8 (S.D.N.Y. Jan. 11, 2011) ; *In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig.*, 765 F.Supp.2d 512, (S.D.N.Y. 2011), at 532. Dans l'affaire "*In re Societe Generale Securities Litigation*", le Tribunal a considéré que : «*Where, as here, domestic plaintiffs purchased shares of a foreign bank traded on a foreign exchange, the Exchange Act is inapplicable*», *In re Societe Generale Securities Litigation*, No 08 Civ 2495(RMB), 2010 WL 3910286 (SDNY, 29 September 2010).

"Southern District of New York" a estimé que : «*Though the Supreme Court in Morrison did not explicitly define the phrase "domestic transactions," there can be little doubt that the phrase was intended to be a reference to the location of the transaction, not to the location of the purchaser and that the Supreme Court clearly sought to bar claims based on purchases and sales of foreign securities on foreign exchanges, even though the purchasers were American*»<sup>362</sup>. Ainsi, c'est la localisation de la transaction et non le lieu de résidence ou la nationalité de l'acheteur ou du vendeur qui est prise en compte pour déterminer si la transaction est domestique ou non. En se fondant sur des liens de connexité avec un acheteur ou un vendeur américain, pour établir la compétence des tribunaux américains, revient simplement à rétablir la théorie de l'*effects test*<sup>363</sup>.

L'arrêt Morrison a aussi été interprété comme accordant la compétence aux juridictions américaines lorsque l'ordre d'achat ou de vente est passé des États-Unis. Les juridictions ont également rejeté cette interprétation. Dans l'affaire Absolute<sup>364</sup>, le tribunal détermine la notion de *domestic purchase or sale* : l'achat ou la vente de titres consiste en la conclusion d'un contrat dans l'objectif d'acheter ou de vendre des titres. L'achat et la vente se matérialisent lorsque les parties se lient pour effectuer la transaction. Autrement dit, une transaction de titres se produit lorsque les parties s'engagent irrévocablement à effectuer la transaction. Ainsi, «*Accordingly, to sufficiently allege a domestic securities transaction in securities not listed on a domestic exchange, we hold that a plaintiff must allege facts suggesting that irrevocable liability was incurred or title was transferred within the United States*»<sup>365</sup>.

La jurisprudence d'Absolute a été reprise dans l'affaire UBS AG<sup>366</sup> pour déterminer, si l'ordre d'achat de titres étrangers sur une bourse étrangère, passé à partir des États-Unis, constituait un élément suffisant pour prétendre que l'acheteur ait engagé une responsabilité irrévocable aux États-Unis, de sorte que les lois américaines puissent régir la situation. Les demandeurs, font valoir que, lorsque l'acheteur est une entité américaine, une responsabilité irréfragable n'est pas engagée à l'étranger où le titre est acheté, mais aux États-Unis là où l'ordre d'achat est passé. La cour rejette

---

<sup>362</sup> In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig., (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

<sup>363</sup> Cornwell v. Credit Suisse Group, *op. cit.*, at 624.

<sup>364</sup> In Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto, 677 F.3d 60 (2d Cir. 2012).

<sup>365</sup> Ibid. Le Tribunal note que : «*in order to adequately allege the existence of a domestic transaction, it is sufficient for a plaintiff to allege facts leading to the plausible inference that the parties incurred irrevocable liability within the United States: that is, that the purchaser incurred irrevocable liability within the United States to take and pay for a security, or that the seller incurred irrevocable liability within the United States to deliver a security*».

<sup>366</sup> City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement System v. UBS AG, 752 F.3d 173 (2d Cir. 2014).

cette réclamation en considérant que la citoyenneté ou la résidence de l'acheteur n'ont pas d'incidence sur la localisation de l'opération<sup>367</sup>. En conséquence, le fait que le demandeur soit une entité américaine, et qu'il a passé son ordre à partir des États-Unis pour être exécuté sur un marché étranger, ne détermine pas le caractère local ou étranger de l'opération<sup>368</sup>.

Dans le même contexte, un autre tribunal a jugé que : «*By asking the Court to look to the location of "the act of placing a buy order", and to the "the place of the wrong", Plaintiffs are asking the Court to apply the conduct test specifically rejected in Morrison*» et que «*To carve out of the new rule [Plaintiffs'] purchase or sale of securities on a foreign exchange because some acts that ultimately result in the execution of the transaction abroad take place in the United States amounts to nothing more than the reinstatement of the conduct test*»<sup>369</sup>. Ainsi, d'après les juridictions américaines, lorsque la transaction a eu lieu sur un marché étranger, la passation de l'ordre d'achat ou de vente, ou l'accomplissement d'un acte constituant un élément de fraude au États-Unis, ne suffisent pas à fonder leur compétence.

## 2. La théorie de *listing*

Une autre stratégie a été mise en œuvre afin de contourner la décision Morrison et la limitation de l'application extraterritoriale qu'elle implique. Cette stratégie repose sur l'utilisation du mot *Listed* par la Cour suprême dans son énonciation "transactions in securities *listed* on domestic exchanges". D'après la Cour Suprême, l'article 10(b) s'applique à l'achat ou à la vente d'un titre coté sur un marché boursier américain. Selon cette stratégie, l'application du droit boursier n'est pas extraterritoriale, mais territoriale, lorsque les titres sont cotés aux États-Unis. Par conséquent, dans un tel cas, la présomption contre l'extraterritorialité ne s'applique pas. Selon la théorie de "listing",

---

<sup>367</sup> La Cour a jugé dans l'affaire *Absolute* que : «*[a] purchaser's citizenship or residency does not affect where a transaction occurs ; a foreign resident can make a purchase within the United States, and a United States resident can make a purchase outside the United States*», In *Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto*, *op. cit.* Dans l'affaire *Vivendi*, le Tribunal souligne qu'il «*rejecte the argument that a transaction qualifies as a "domestic transaction" under Morrison whenever the purchaser or seller resides in the United States, even if the transaction itself takes place entirely over a foreign exchange*», et que «*the American citizenship of a person who purchase a foreign company's shares on a foreign exchange does not render that a "domestic transaction."*», In *Re Vivendi Universal, Sa Securities Litig.*, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

<sup>368</sup> *City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement System v. UBS AG*, *op. cit.*

<sup>369</sup> *In re Societe Generale Securities Litigation*, No 08 Civ 2495(RMB), 2010 WL 3910286, *op. cit.*

lorsque le titre d'une société est enregistré sur une bourse américaine, l'article 10(b) s'applique à toute opération effectuée sur ce titre indépendamment du lieu de la réalisation de l'opération<sup>370</sup>. Autrement dit, l'article 10(b) s'applique à toute transaction réalisée partout dans le monde dès lors que le titre est enregistré aux États-Unis. Certains demandeurs ont utilisé cette argumentation dans l'affaire Royal Bank of Scotland : «*the plain reading of Morrison requires that when a security is "listed" on an American stock exchange, Section 10(b) applies, regardless of whether the security is purchased in the U.S. or through the American exchange*». Ainsi, «*Plaintiffs' reading of Morrison suggests that the listing itself provides the U.S.-nexus, thus requiring the application of Section 10(b) any time there is such a listing*»<sup>371</sup>.

Toutefois, les tribunaux ont rejeté cette interprétation<sup>372</sup>. Dans l'affaire UBS<sup>373</sup>, la cour aborde la question de l'application de la théorie de *listing* à des réclamations des plaignants américains et étrangers ayant acheté des titres d'UBS (qui étaient négociés à la fois sur *the New York Stock Exchange* et sur des marchés non-américains) sur des places non-américaines. La cour a jugé que la théorie de *listing* était inconciliable avec l'arrêt Morrison. Dans une autre affaire (*Royal Bank of Scotland*), le tribunal note que : «*Plaintiff's arguments fail under Morrison. The idea that a foreign company is subject to U.S. Securities laws everywhere it conducts foreign transactions merely because it has "listed" some securities in the United States is simply contrary to the spirit of Morrison*»<sup>374</sup>. En effet, un tel argument renverse l'arrêt Morrison et conduit à l'application extraterritoriale de l'article 10(b) à des achats et des ventes de milliards d'actions réalisées sur des marchés étrangers<sup>375</sup>. Comme l'a estimé un tribunal, «*under plaintiffs reading of Morrison, [...] the*

<sup>370</sup> In *Re Vivendi Universal, Sa Securities Litig.*, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*. Les demandeurs considèrent que «*all purchasers of ordinary shares (whether foreign or American) can bring Section 10(b) claims under the test announced in Morrison even though their shares were traded aboard not in the U.S. .... Justice Scalia stated that Section 10(b) applies to "securities listed on domestic exchanges" and, [...] Vivendi's ordinary shares meet that test*».

<sup>371</sup> In *Re Royal Bank of Scotland Group Plc Securities Lit.*, 765 F. Supp. 2d 327 (S.D.N.Y. 2011).

<sup>372</sup> In *re Vivendi*, 765 F. Supp. 2d at 525 (S.D.N.Y. 2011) ; In *re Royal Bank of Scotland Grp. PLC Sec. Litig.*, 765 F. Supp. 2D 327, 330-31, *op. cit.* ; In *re Infineon Techs. AG Sec.Litig.*, No. C 04-04156 JW, 2011 WL 7121006, at \*3, \*6 (N.D. Cal. Mar. 17, 2011).

<sup>373</sup> *City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement System v. UBS AG*, *op. cit.* La Cour estime que : «*Morrison does not support the application of § 10(b) of the Exchange Act to claims by a foreign purchaser of foreign issued shares on a foreign exchange simply because those shares are also listed on a domestic exchange*».

<sup>374</sup> Cet esprit consiste, comme le note le Tribunal, à «*regarder the true territorial location where the purchase or sale was executed and the particular securities exchange laws that governed the transaction: "[w]e know of no one who thought that the Act was intended to `regulat[e]' foreign securities exchanges-or indeed who even believed that under established principles of international law Congress had the power to do so. The Act's registration requirements apply only to securities listed on national securities exchanges*». In *Re Royal Bank of Scotland Group Plc Securities Lit.*, 765 F. Supp. 2D 327, *op. cit.*

<sup>375</sup> Brief for the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland as Amicus Curiae in Support of Defendants-

*extraterritorial reach of the Exchange Act would be even broader than it had been under the 'conduct' and 'effects' tests*»<sup>376</sup>. Une telle lecture de la décision Morrison, signifie que celle-ci a rendu plus facile, pour les plaideurs étrangers, d'intenter leurs actions aux États-Unis. Plusieurs affaires rendues avant l'arrêt Morrison montrent que certaines juridictions ont rejeté des plaintes concernant des sociétés étrangères ayant des ADR<sup>377</sup> ou GRS enregistrés aux États-Unis. L'adoption de la théorie de listing ne signifie uniquement que ces affaires ne devraient pas être rejetées. Elle signifie également que la Cour Suprême a rendu un jugement erroné dans l'affaire Morrison, la National Australia Bank ayant des ADR enregistrés sur le *New York Stock Exchange*.

En outre, dans l'affaire Vivendi, des ADR avaient été enregistrés aux États-Unis. Le tribunal a rejeté les réclamations des investisseurs américains et étrangers qui avaient acheté les titres de Vivendi sur un marché étranger. En bref, les juridictions américaines ont unanimement rejeté la théorie de *listing*. Tous les tribunaux qui ont directement ou indirectement abordé cette question ont considéré cet argument comme étant contraire à l'esprit de l'arrêt Morrison<sup>378</sup>. Dans l'affaire Vivendi, le tribunal souligne ainsi que rien n'indique que l'arrêt Morrison interprète l'article 10(b) comme étant applicable aux titres cotés à la fois sur les marchés nationaux et étrangers, en particulier lorsque l'opération d'achat ou de vente ne résulte pas de la *domestic listing*.

### 3. Le recours aux tribunaux et lois des États fédérés

Les demandeurs ont cherché à échapper à la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison en évitant intentionnellement le droit procédural et substantiel fédéral, et en cherchant à plaider leurs affaires transnationales devant les tribunaux fédéraux en vertu du droit d'un État fédéré, ou bien devant les

---

Appellees and Affirmance, United States Court of Appeals for the Second Circuit, in *City of Pontiac* (No. 12-4335-cv), 2013 WL 2167229, available at: <http://bit.ly/1vxBiW9>.

<sup>376</sup> *In re UBS Sec. Litig.*, No. 07 Civ. 11225(RJS), 2011 WL 4059356 at \*5 (S.D.N.Y. Sept. 13, 2011).

<sup>377</sup> Pour avoir de plus amples informations concernant l'ADR et l'extraterritorialité du droit boursier américain, voir notamment Vincent MALASSIGNÉ, «Les depositary receipts», *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 2017 - n° 01, P. 24.

<sup>378</sup> *In Re Royal Bank of Scotland Group Plc Securities Lit.*, 765 F. Supp. 2D 327, *op. cit.*, at 7 ; *In re Alstom SA Securities Litigation*, 741 F. Supp. 2d 469, 471-73 (S.D.N.Y. 2010) ; *Sgalambo v. McKenzie*, 739 F. Supp. 2d 453, 487-88 (S.D.N.Y.2010). Dans l'affaire Vivendi, le Tribunal souligne que la Cour suprême «*reject[ed] the notion that the Exchange Act reaches conduct in this country affecting exchanges or transactions abroad [...]. As the Court observed "no one [...] thought that the Act was intended to 'regulate' foreign securities exchanges," and furthermore, there is no "national public interest" in "transactions conducted upon foreign exchanges and markets*», *In Re Vivendi Universal, Sa Securities Litig.*, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

tribunaux d'un État fédéré en vertu du droit de cet État.

Dans l'affaire *Dandong v. Pinnacle Performance Ltd.*<sup>379</sup>, un groupe d'investisseurs singapouriens a intenté une action contre Morgan Stanley devant le *United States District Court, S.D. New York*. Il revendique une fraude relative à l'achat qu'ils ont effectué de *credit-linked notes* émis par Pinnacle Performance Limited, en se fondant sur le droit de l'État de New-York. Les demandeurs ont acheté ces titres, à divers distributeurs indépendants en Asie. Les défendeurs ont demandé le rejet de l'action en évoquant l'exception du *forum non conveniens*. De plus, avait été conclue, une clause de forum selon laquelle les juridictions singapouriennes seraient compétentes en cas de litige. Le Tribunal a rejeté les arguments des défendeurs en constatant que la grande majorité des activités prétendument frauduleuses se sont produites à New York et à Londres. Morgan Stanley, n'ayant démontré que la loi de Singapour différait de celle de New-York, le Tribunal a appliqué la loi de New-York aux questions de fond. La Second Circuit a, en appel, renvoyé l'affaire devant le Tribunal du district sud de l'État de New-York, au motif que ce dernier avait commis une erreur en ne soulevant pas sa compétence personnelle<sup>380</sup>. Morgan Stanley s'est mobilisé pour demander au *United States District Court, S.D. New York* le rejet de la plainte modifiée dans son intégralité en se basant en partie sur l'arrêt Morrison. Le Tribunal a considéré que «*nothing in Morrison—which held, as a matter of statutory construction, that Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 does not extend to extraterritorial conduct—supports Morgan Stanley's argument that “New York state law [cannot] ... regulat[e] entirely foreign securities transactions like the Pinnacle Notes*»<sup>381</sup>. Ainsi, d'après le Tribunal, la jurisprudence issue de l'affaire Morrison n'empêche pas à la loi d'un État fédéré de réglementer des opérations entièrement étrangères.

Une autre action a été engagée devant le district sud de New York par la société singapourienne Hong Leong Financial (HLF) contre Morgan Stanley, alléguant des *state claims* et des *federal claim* découlant du même ensemble de faits soulevés dans l'affaire *Dandong* susmentionnée<sup>382</sup>. Le Tribunal a rejeté le *federal claim* sans se prononcer sur le bien-fondé des *state claims*. HLF a ensuite intenté une action devant la *New York state court* alléguant des *state law claims*. La Cour a pris une décision qui rappelle celles prises avant l'arrêt Morrison. En bref, elle

---

<sup>379</sup> *Dandong v. Pinnacle Performance Ltd.*, 2011 U.S. Dist. LEXIS 126552 (S.D.N.Y. Oct. 31, 2011).

<sup>380</sup> *Lam Yeen Leng v. Pinnacle Performance Ltd.*, 474 F. App'x 810, 814 (2d Cir. 2012).

<sup>381</sup> *Ge Dandong v. Pinnacle Perform. Ltd.*, No. 10-8086, 2013 WL 5658790 (S.D.N.Y. Oct. 17, 2013).

<sup>382</sup> *Hong Leong Finance Ltd. (Singapore) v. Pinnacle Performance Ltd.*, 2013 WL 5746126 (S.D.N.Y. Oct. 23, 2013).



considère que lorsque les demandeurs, américains ou étrangers, choisissent de porter le litige devant une juridiction américaine, il est difficile, voir très difficile, de remettre leur choix en question : «Generally, unless the balance is strongly in favor of the defendant, the plaintiff's choice of forum should rarely be disturbed. This is so even where the plaintiff is not a resident of New York»<sup>383</sup>. La Cour a ainsi appliqué la loi de l'État de New York, les demandeurs ayant démontré que la fraude alléguée a été élaborée à New York, par les actions de Morgan Stanley, et que le lieu de la transaction, ainsi que la disponibilité de la preuve et des témoins, font de la juridiction de New-York un choix plus adapté pour HLF<sup>384</sup>.

Une autre affaire témoigne du succès de cette stratégie devant les juridictions des États fédérés. L'affaire *Basis Yield Alpha Fund v. Goldman Sachs Group, Inc.*<sup>385</sup> concerne une réclamation de fraude portée contre Goldman Sachs par un *hedge fund* australien devant le *United States District Court for the Southern District of New York*. Les demandeurs considèrent que des déclarations et omissions trompeuses des défendeurs, dans le cadre de la vente de titres financiers, ont violé l'article 10(b) et la règle 10(b)-5. Le Tribunal s'est déclaré territorialement incompétent, au motif que les opérations en question n'étaient pas des opérations boursières nationales, et par conséquent, n'étaient pas soumises aux lois fédérales. D'après le Tribunal, les demandeurs doivent alléguer que les parties ont engagé une responsabilité irréfragable pour acheter ou vendre des titres aux États-Unis, afin que le Tribunal puisse se déclarer compétent. En l'espèce, bien que la plainte comprend de nombreux faits commis aux États-Unis, les demandeurs n'ont pas pu fournir d'éléments suffisants permettant au Tribunal de s'assurer que l'achat ou la vente a été effectué aux États-Unis. Le Tribunal fédéral a ainsi rejeté la demande des requérants conformément à la jurisprudence *Morrison*. Les demandeurs déboutés de leur demande, ont intenté une action devant la Cour suprême de l'État de New York<sup>386</sup> en présentant des revendications en vertu du droit de l'État de New York. La Cour a rejeté certaines prétentions des demandeurs, concernant l'enrichissement sans cause et les déclarations inexactes faites par négligence. Toutefois, elle s'est déclarée compétente à l'égard des actes frauduleux (*common law fraud, fraudulent inducement and fraudulent concealment*) commis par Goldman<sup>387</sup>.

---

<sup>383</sup> *Hong Leong Fin. Ltd. (Singapore) v. Morgan Stanley*, 998 N.Y.S.2d 306 (Sup. Ct. 2014). Voir également : *Anagnostou v Stifel*, 204 AD2d 61 (1st Dept 1994).

<sup>384</sup> *Hong Leong Fin. Ltd. (Singapore) v. Morgan Stanley*, *op. cit.*

<sup>385</sup> *Basis Yield Alpha Fund (Master) v Goldman Sachs Group, Inc.*, 798 FSupp2d 533 (SDNY 2011).

<sup>386</sup> *Basis Yield Alpha Fund v. Goldman Sachs Group, Inc. No. 652996/2011*, 961 N.Y.S.2d 356 (N.Y. Sup. Ct. Oct. 18, 2012).

<sup>387</sup> *Basis Yield Alpha Fund (Master) v. Goldman Sachs Group, Inc.*, 115 A.D.3d 128 (N.Y. App. Div. Jan. 30, 2014).

Cette pratique consistant à intenter - après le rejet, conformément au droit fédéral, de réclamations portant sur des valeurs mobilières devant un tribunal fédéral - une action devant le tribunal d'un État fédéré, en invoquant le droit de cet État, soulève des questions complexes concernant la répartition des compétences juridictionnelles entre les juridictions fédérales et étatiques, lorsque les affaires étrangères des États devraient être prises en compte. Ainsi que le note un auteur : «*thrusting transnational cases into state courts risks creating discord in an important area of international relations that requires the speaking of "one voice" by the federal government*»<sup>388</sup>.

La jurisprudence issue de l'affaire Morrison et des théories telle que *forum non conveniens* n'ont pas empêché le développement de cette pratique. Dans l'affaire Viking Global Equities, L.P. v. Porsche Automobil Holding SE<sup>389</sup>, les demandeurs prétendent qu'ils ont subi des pertes à la suite de fausses déclarations faites par le défendeur (la société Porsche) concernant son intention d'acquérir des actions dans Volkswagen AG (VW). La plainte dans l'action fédérale a donc soulevé des fraudes en violation de l'article 10(b) de la *Securities Exchange Act*. Mais considérant que l'émetteur des titres et l'auteur de la fraude présumée étaient tous deux situés en Allemagne, le tribunal a rejeté les allégations de fraude au motif que les transactions en question sont effectuées sur un marché étranger et ne sont donc pas assujettis à la loi *Securities Exchange Act*<sup>390</sup>. Déboutés, les demandeurs ont ensuite intenté une action devant la Cour suprême de l'État de New York en présentant des revendications en vertu de la loi de l'État de New York. La Cour se déclare compétente en considérant que Porsche n'a pas démontré que l'action devrait être rejetée pour cause de *forum non conveniens*. Porsche a également fait valoir que les opérations en causes sortent du champ de compétence des juridictions américaines. À ce stade, la Cour rejette l'argument de Porsche en indiquant que «*At the core of plaintiffs' claims are whether New York courts may hold responsible a foreign entity, who conducts business globally, for fraudulent misrepresentations purportedly aimed at New York plaintiffs. New York clearly has a vested interest in such an action*»<sup>391</sup>.

Malgré la restriction de la compétence extraterritoriale, les plaignants continuent à intenter leurs actions devant les juridictions américaines. Il semble que pour le moment certaines tentatives

---

<sup>388</sup> Donald EARL CHILDRESS III, «Escaping federal law in transnational cases: The brave new world of transnational litigation», *op. cit.*, p. 1039.

<sup>389</sup> Viking Global Equities, L.P. v. Porsche Automobil Holding SE, 101 A.D.3d 640 (N.Y. App. Div. 2012).

<sup>390</sup> Elliot Assocs. v Porsche, 759 F Supp 2d 469, 475-77 (SD NY 2010).

<sup>391</sup> Viking Global Equities, L.P. v. Porsche Automobil Holding SE, *op. cit.*

sont couronnées de succès devant les tribunaux des États fédérés.

#### 4. Réclamation devant les tribunaux américains en vertu d'un droit étranger

Certains plaideurs peuvent être tentés de déposer leurs réclamations devant les tribunaux américains en vertu d'un droit étranger. Cependant, il y a une forte probabilité que ces réclamations soient rejetées conformément à la doctrine de *forum non conveniens*. C'est en particulier le cas lorsque les plaideurs ne sont pas des Américains. Christopher Whytock a expliqué que l'ampleur de la disparité entre les demandeurs nationaux et étrangers est frappante : les demandeurs étrangers sont deux fois plus susceptibles d'avoir leurs actions rejetées que les demandeurs américains<sup>392</sup>. Les tribunaux américains résistent en général à l'application d'un droit étranger en matière boursière en raison de la nature particulière des lois boursières et de la volonté des tribunaux de ne pas aborder la question délicate de l'interprétation des lois étrangères. Probablement afin d'éviter les cas impliquant l'application d'une loi étrangère, les tribunaux américains rejettent les affaires sur la base du *forum non conveniens*<sup>393</sup>.

Il résulte de cette limitation de l'application extraterritoriale du droit américain que les plaignants dans les situations transnationales rencontrent des difficultés considérables devant les juridictions américaines. Les investisseurs lésés suite à des transactions effectuées sur des places étrangères devraient entamer leurs poursuites dans un autre pays que les États-Unis. Afin de bénéficier d'une plus grande capacité d'ester en justice devant les tribunaux américains, l'investisseur devrait effectuer ses opérations sur des titres cotés sur les marchés boursiers américains, plutôt que sur des marchés étrangers. La réalisation des transactions sur des marchés non-américains et le soutien d'autres économies, peut être interprété comme une sorte de renonciation au droit d'intenter une action aux États-Unis<sup>394</sup>. Les investisseurs tant américains

---

<sup>392</sup> Christopher A. WHYTOCK, «The Evolving Forum Shopping System», *Cornell Law Review*, Vol. 96:481-2011, p. 503-504.

<sup>393</sup> Donald EARL CHILDRESS III, «When Erie Goes International», *Northwestern University Law Review*, Vol. 105:1531-2011, p. 1562. L'auteur note que : «*federal courts (may) dismiss cases in which state conflict-of-law rules require the application of foreign law, especially if the plaintiff is foreign and federal courts might prefer foreign fora for international cases even when the cases are appropriately within their jurisdiction*».

<sup>394</sup> Kara BAQUIZAL, «The extraterritorial reach of section 10(b): Revisiting morrison in light of Dodd-Frank», *Fordham International Law Journal*, [Vol.34:1544-2011].

qu'étrangers doivent accepter que le droit américain ne puisse pas les protéger lorsqu'ils choisissent d'effectuer des transactions sur des titres en dehors des États-Unis. «*Such is a cost of doing business abroad*» écrit un auteur<sup>395</sup>.

## B. La recherche des plaignants internationaux de juridictions alternatives

En raison de la restriction du champ d'application extraterritoriale du droit boursier américain, certains investisseurs cherchent à intenter leurs actions devant des juridictions non-américaines en vertu des lois non-américaines. Dans le cas de l'affaire Morrison par exemple, les demandeurs ont, après la décision rendue par la Cour Suprême des États-Unis, déposé une action en Australie. L'Australie, le Canada et les Pays-Bas présentent des alternatives intéressantes : des lois et des forums favorables pour plaider les cas boursiers transnationaux.

L'Australie a, comme expliqué auparavant, adopté des dispositions similaires à l'article 10(b) de l'EA et reconnaît la procédure de *class action*. Le Canada présente aussi un forum attirant<sup>396</sup>. Il a adopté des dispositions similaires à l'article 10(b) de l'EA, et l'*Ontario Superior Court of Justice* a dans l'affaire *Abdula v. Canadian Solar*<sup>397</sup> refusé d'adopter un raisonnement similaire à celui adopté dans l'affaire Morrison pour limiter la compétence dans des situations transfrontières. Les demandeurs dans l'affaire *Canadian Solar* ont intenté leur action au Canada bien que les titres concernés aient été négociés sur le NASDAQ aux États-Unis. Avant l'arrêt Morrison, ce type d'actions visait systématiquement les États-Unis.

Certains auteurs remarquent que le nombre d'AGs intentées au Canada est à la hausse<sup>398</sup>

---

<sup>395</sup> Ibid.

<sup>396</sup> Ashby JONES, «Lawyers are Looking to Canada For Shareholder Litigation», *The Wall Street Journal*, February 27, 2012. Voir également : Mark L. BERENBLUT, Bradley A. HEYS, «Trends In Canadian Securities Class Actions: 1997-2008 (2009)», *NERA*, available at: <http://www.nera.com/>, qui montre que les *class actions* étaient déjà à la hausse au Canada même avant la décision Morrison. Cependant, les mêmes auteurs notent en 2015 une diminution du nombre de *class actions* au niveau le plus bas depuis 2008, Mark L. BERENBLUT, Bradley A. HEYS, «Trends in Canadian Securities Class Actions: 2015 Update - Are We in Bear Territory? - Number of Active Cases Falls for the First Time in 15 Years», 5 February 2016, available at:

[http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015\\_Recent\\_Trends\\_Canada.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015_Recent_Trends_Canada.pdf).

<sup>397</sup> *Abdula v. Canadian Solar*, Superior Court Of Justice – Ontario, No: C-710-10, 2011 ONSC 5105.

<sup>398</sup> Même si elles ont enregistré une baisse importante en 2015. Voir dans ce sens : Kevin LACROIX, «NERA:

depuis la décision Morrison : «*Several factors may contribute to continuing increase in Canadian class action filings [...] : (i) the impact of Morrison on claims in US courts for non-US investors in non US-stocks (which makes Canada a more attractive venue for these cases), (ii) the growth in the Canadian class action bar in terms of both firms and lawyers bringing and defending the cases, (iii) Canadian rulings granting certification of global classes and giving plaintiffs leave to proceed, and (iv) the success of class counsel in reaching multi-million dollar settlements in Canada (and class counsel fee awards)*»<sup>399</sup>. De plus, certaines juridictions canadiennes ont éliminé les *reliance requirement* ce qui rend facile la preuve de l'existence d'un lien de causalité entre le préjudice et la fraude. Les demandeurs familiers avec le système américain peuvent être également attirés par les *Class certification requirements* et les *contingency fees arrangements* du système canadien relativement similaires à ceux du système américain.

Les Pays-Bas disposent également d'un système juridique attirant, qui suscite de plus en plus d'intérêt chez les plaignants transnationaux depuis l'arrêt Morrison. Ils reconnaissent les AGs avec le mécanisme d'*opt-out*. La loi *Wet collectieve afwikkeling massaschade* (la loi sur le règlement collectif de dommages de masse : dite la loi WCAM) permet aux tribunaux néerlandais de régler des différends transnationaux. Certaines affaires récentes montrent que cette loi a véritablement un potentiel mondial dans le règlement des revendications, au moins contre les défendeurs néerlandais<sup>400</sup>. Ainsi, la Cour d'appel d'Amsterdam a, à titre d'exemple, approuvé un règlement collectif concernant la société anglo-néerlandaise (Shell) et un autre concernant la société néerlandaise (Vedior) dans des cas ayant un ample aspect international<sup>401</sup>. Cette même Cour a, en Canadian Securities Class Action Filings in 2015 at Lowest Level in Years», *International D & O* (February 11, 2016), available at: <http://www.dandodiary.com/2016/02/articles/international-d-o/nera-canadian-securities-class-action-filings-in-2015-at-lowest-level-in-years/>.

<sup>399</sup> Wulf A. KAAL & Richard W. PAINTER, «Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law After Morrison v. National Australia Bank», *op. cit.*, p. 140. Voir également dans le même contexte : Ashby JONES, «Lawyers are Looking to Canada For Shareholder Litigation», *op. cit.* ; Mark L. BERENBLUT & Bradley A. HEYS, «Trends In Canadian Securities Class Actions: 2011 Update 1, 2 (2012)», available at: <http://www.nera.com/publications/archive/2012/trends-in-canadian-securities-class-actions-2011-update.html>; Mark L. BERENBLUT & Bradley A. HEYS and Jacob DWHYTIE, «Trends In Canadian Securities Class Actions: 2014 Update», av. at: [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2015/PUB\\_Recent\\_Trends\\_Canada\\_0115.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2015/PUB_Recent_Trends_Canada_0115.pdf) ; Kevin LACROIX, «Canadian Securities Class Action Lawsuit Filings Hit Record in 2011», *THE D & O DIARY* (Feb., 2, 2012), available at: <http://www.dandodiary.com/2012/02/articles/securities-litigation/canadian-securities-class-action-lawsuit-filings-hit-record-in-2011/>.

<sup>400</sup> Madeleine GIANANTI CAG et al., Europe, *44 INT'L LAW*. 645, 652 (2010).

<sup>401</sup> LEXOLOGY, «Interim ruling by Amsterdam Court of Appeal on international jurisdiction in collective settlement cases», *Lexology*, November 18, 2010, available at: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=e7a81947-5b22-44ad-bfe6-1ef388f0b9fc>.

2010, admis un règlement collectif international, alors même qu'aucun défendeur et seuls quelques demandeurs étaient domiciliés aux Pays-Bas<sup>402</sup>. Les tribunaux des Pays-Bas ont donc aujourd'hui une plus grande capacité à confirmer leur compétence à l'égard des cas transnationaux que les tribunaux américains. Par conséquent, «*the Netherlands might be the new "place to be" for investors seeking large recoveries for their securities fraud claims*», note un auteur<sup>403</sup>.

Ainsi, des juridictions non-américaines sont aujourd'hui de plus en plus sollicitées dans le règlement de situations transfrontières qui visaient précédemment les cours américaines. Le droit boursier américain a évolué. Ainsi, dans les années à venir, en ce qui concerne les conflits liés à des transactions transfrontières, il sera moins aisé de poursuivre, aux États-Unis, des défendeurs non-américains. La restriction de l'application extraterritoriale des dispositions boursières a au pour effet, d'encourager les investisseurs à recourir aux juridictions non américaines pour intenter leurs actions en vertu des lois non-américaines. Cette tendance va selon toute vraisemblance se poursuivre dans les années à venir.

Incontestablement, ce mouvement a des conséquences considérables sur les pouvoirs d'élaboration des règles juridiques. Le choix des plaideurs, à travers les stratégies de *forum-shopping* et de *law-shopping*, est la cause de ce mouvement. Comme le note un auteur, «*These movements to escape federal law will push lawmaking powers to other courts. [That have an impact] on U.S. law, foreign law, and judicial decisionmaking*»<sup>404</sup>. Ce changement dans le comportement des investisseurs, montre l'impact que peut avoir la limitation de l'application extraterritoriale d'un droit, non seulement sur le choix des justiciables, mais aussi sur l'évolution des droits dans d'autres pays.

Pour répondre aux besoins des justiciables, plusieurs pays ont adopté des règles substantielles et procédurales similaires aux règles américaines. Donald Earl Childress iii explique que les plaideurs commencent à recourir à des juridictions non-américaines. Il est fort possible que celles-ci rentrent en compétition, afin d'attirer les cas transnationaux qui, auparavant, saisissaient les

---

<sup>402</sup> LEXOLOGY, «Interim ruling by Amsterdam Court of Appeal on international jurisdiction in collective settlement cases», *op. cit.*

<sup>403</sup> Noam NOKED, «A New Playbook for Global Securities Litigation and Regulation», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, February 2, 2012, <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/02/02/a-new-playbook-for-global-securities-litigation-and-regulation/>.

<sup>404</sup> Donald EARL CHILDRESS III, «Escaping federal law in transnational cases: The brave new world of transnational litigation», *North Carolina Law Review*, [Vol. 93, n°4 : 995-2015].

juridictions américaines. En effet, plusieurs juridictions ont d'ores et déjà développé des dispositions substantielles et procédurales attractives afin d'encourager le *Forum Shopping* vers leurs tribunaux. Plusieurs points peuvent signaler cette compétition : «*First, foreign legal systems are beginning to issue damages awards that rival, even if they do not surpass, U.S. awards. Second, foreign legal systems have begun to employ aggregate litigation or collective action mechanisms similar to U.S. class actions. Third, foreign systems now permit alternative litigation funding structures. This development both facilitates transnational litigation in foreign courts and reflects the growth of high-stakes litigation abroad. " Finally, "foreign courts recognize jurisdiction over foreign defendants in ways that are as expansive or even more so than American courts*»<sup>405</sup>.

Des juridictions se sont donc engagées dans un *forum competition* pour statuer sur les activités transnationales. Certains pays européens commencent à développer un système juridique qui semble attractif pour les plaideurs et leurs avocats, et peuvent saisir cette occasion pour tirer profit de la tendance croissante, qu'ont les plaideurs à saisir des juridictions étrangères. Ces pays seront probablement des lieux favorables au *Forum Shopping*. En particulier, avec l'avantage dont disposent les pays européens dans la reconnaissance et l'exécution, sur tout les territoires des États membres, du jugement rendu dans un État membre. Ce qui peut être indubitablement attractif pour les justiciables. Spécialement, commencent à développer une compétence extraterritoriale, les Pays-Bas, à l'égard de situations transnationales pouvant inclure des demandeurs néerlandais et étrangers qui ont effectué des transactions tant à l'intérieur qu'à l'extérieur du territoire. En tant que leader des litiges boursiers extraterritoriaux, les États-Unis pourraient être remplacés par les Pays-Bas<sup>406</sup>, qui bénéficient d'un système reconnaissant les AGs, l'*opt-out* et la théorie de *Fraud-on-the-market*<sup>407</sup>. Des poursuites, initialement intentées aux États-Unis et rejetées par les tribunaux américains en raison de l'arrêt Morrison et qui ont ensuite été intentées aux Pays-Bas, telles que *Fortis N.V.*<sup>408</sup> et *Converium*<sup>409</sup>, expliquent l'attractivité de ce pays pour les plaignants internationaux. Ainsi, les

---

<sup>405</sup> Ibid.

<sup>406</sup> Voir dans ce sens, Raluca PAPADIMA, «Procès Collectifs en Matière Boursière aux États-Unis et dans l'Union Européenne (Securities Class Action Litigation in the United States and in the European Union)», *op. cit.*, p. 13, estimant que les décisions successives de la Cour d'appel d'Amsterdam donnent l'impression que cette juridiction désire «*recupérer les miettes de contentieux américains*», et que «*les Pays-Bas pourraient devenir le centre névralgique du procès boursier en Europe*».

<sup>407</sup> VEB et alia v. World Online, ABN AMRO and Goldman Sachs, N° BH2162, November 27, 2009, (JOR 2010, 43 with annotation by Karel Frielink).

<sup>408</sup> Stichting Investor Claims Against Fortis/Ageas N.V. (Utrecht July 7, 2011) (Neth.).

<sup>409</sup> Converium Foundation Veb / Scor Zfs, Amsterdam Court Of Appeal, Sixteenth Three-Judge Civil Section, 17 Janvier 2012, available at: [Http://www.converiumsettlements.com/en/converium\\_beschikking.pdf](http://www.converiumsettlements.com/en/converium_beschikking.pdf).

investisseurs français qui étaient attirés par le système américain vont prochainement peut-être se tourner vers les Pays-Bas.

Les juridictions entrent aujourd'hui en compétition pour réglementer les activités transnationales. Cette compétition est en partie encouragée par les parties privées et par leurs avocats, qui font du *Forum Shopping* à la recherche de la loi la plus favorable. Cela influence et incite le changement juridique au sein de ces juridictions. Cependant, il faut être attentif aux impacts de l'affirmation agressive de la compétence extraterritoriale. Une telle pratique, aura pour conséquences non seulement des conflits de compétence qui affectent négativement l'équité et l'accès à la justice, mais aussi des conflits de souveraineté entre les différents pays. Comme expliqué dans le deuxième titre de cette étude, la réponse adéquate à ces conflits consiste à recourir à la coopération internationale.





## **Chapitre 2 . L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la réglementation des émetteurs et intermédiaires**

La France et les États-Unis gèrent les opérateurs boursiers en se fondant sur une logique de réglementation et de surveillance. Cependant en la matière, l'évolution historique des lois boursières américaines et françaises n'est pas identique. Le droit boursier fédéral américain s'est progressivement étendu pour remplacer les droits des États fédérés<sup>410</sup>. Lorsque les autorités fédérales américaines ont commencé à traiter les questions soulevées par la globalisation, elles les ont résolues de manière unilatérale. Historiquement, les tribunaux américains ont, dans les situations internationales, interprétés les lois boursières fédérales sans prendre en compte les intérêts inhérents des autres États. Ce qui a eu pour résultat l'édiction de règles unilatérales et extraterritoriales.

L'évolution du droit français en matière de régulation des émetteurs et intermédiaires, quant à elle, est liée à l'évolution du droit européen. Contrairement à leurs homologues américaines, les autorités européennes ont cherché à établir des règles boursières communes, en prenant en compte les intérêts des différents États membres. En 1999, elles ont ainsi lancé le Plan d'action pour les services financiers (PASF) qui vise à créer un marché unique dans le secteur des services financiers au sein de l'UE. Le PASF comprend 42 mesures destinées à harmoniser la réglementation en vigueur dans les différents États membres en matière de valeurs mobilières, services bancaires, assurance, crédit hypothécaire et toute autre forme de transaction financière. Ainsi, à la différence de l'évolution unilatérale du droit américain en matière de réglementation des émetteurs et intermédiaires, la réglementation européenne opère au travers des directives prises au niveau européen, ce qui permet d'éviter une évolution unilatérale des États membres. Chaque règle adoptée au niveau européen est mise en œuvre par les législations nationales des États membres. Ces

---

<sup>410</sup> En particulier, les lois fédérales se sont étendues au-delà des domaines traditionnels concernant les exigences d'enregistrement et de divulgation d'informations mise à la charge des émetteurs et intermédiaires et de l'interdiction des abus de marché pour inclure des règles prophylactiques visant à protéger et à garantir les intérêts des actionnaires en matière de prise de décision au sein des entreprises et en matière de transactions effectuées sur les marchés financiers. Par exemple, les efforts entrepris au niveau fédéral, pour améliorer la protection des actionnaires en matière de vote et d'offres publiques, ont bloqué les efforts entrepris par les États fédérés pour réglementer ces transactions. En effet, le Congrès américain a réduit le champ d'application des lois boursières des États fédérés (connues sous le nom " Blue Sky laws ") pour assurer une plus grande cohérence et clarté aux sociétés émettrices. Ainsi la compétence fédérale s'est étendue pour progressivement inclure la réglementation des offres publiques, les activités d'initiés, les activités des actionnaires majoritaires, la composition du conseil d'administration et l'attribution de certaines responsabilités de gestion entre les dirigeants et les administrateurs.

directives tentent d'assurer une harmonisation minimale ou maximale entre les réglementations des États membres. Ce qui laisse une marge de manœuvre aux États membres. À titre d'exemple, les procédures de contrôle des émetteurs et intermédiaires, l'engagement de leur responsabilité pour violation des exigences de prospectus ou de transparence restent, entre autres, soumise à la législation individuelle de chaque État membre.

Par le passé, la régulation des émetteurs et intermédiaires n'a donc, pas toujours, évolué de façon identique aux États-Unis et en Europe. Les efforts de coopération récemment entrepris ont permis de rapprocher les réglementations européennes et américaines sur certaines questions, telles que les obligations de *reporting* des sociétés dont les titres sont admis à la négociation sur un marché boursier, la qualité des contrôleurs légaux des comptes, la gouvernance d'entreprise, la normalisation des processus d'offre publique, la protection des actionnaires minoritaires dans les prises de contrôle, l'interdiction et la répression des abus de marché. Comme le note un auteur, les architectures de base des réglementations européennes et américaines sont similaires : «(1) *mandatory disclosures for entry into, ongoing participation in, and exit from public markets, backed by civil liability and/or private securities litigation* ; (2) *standardized rules for financial disclosure and reporting controls to permit comparative valuation* ; and (3) *procedural protections for public shareholders in the exercise of voting rights and in change-of-control transactions*»<sup>411</sup>.

Cependant, certaines divergences persistent entre les cadres réglementaires européens, en particulier français, et américains. Comme le note le gouvernement français dans son mémoire *amicus curiae* présenté dans l'affaire Morrison, «*France has its own reticulated regime of securities regulation and enforcement that rests on legal traditions and policy judgments that are of fundamental importance to France, are shared with many countries, and differ in important respects from those of the United States. Among the differences are a greater role for government as opposed to private regulation and enforcement, as reflected in the reliance on public actions (l'action publique) rather than private class actions, and a concern with the procedural fairness of certain forms of class action that purport to bind persons who have taken no affirmative steps to participate in the collective lawsuit (the opt-out class action)*»<sup>412</sup>. Ainsi, alors que les États-Unis et la France répriment tout deux les abus de marché, ils utilisent des stratégies réglementaires différents : le régime américain favorise la *private action* alors que le régime français compte sur

<sup>411</sup> Onnig H. DOMBALAGIAN, «Choice of Law and Capital Markets Regulation», *Tulane Law Review*, Vol. 82:1903-2008, p. 1930.

<sup>412</sup> Brief for the Republic of France as *amicus curiae* in support of respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd case*, *op. cit.*, at 5.

l'action publique.

L'évolution de la réglementation boursière, en matière de régulation des émetteurs et intermédiaires, explique mieux pourquoi les États-Unis ont adopté une approche extraterritoriale alors que l'UE a adopté une approche fondée sur la coopération et la reconnaissance mutuelle. Cela n'exclut pas que certaines réglementations européennes puissent avoir une application extraterritoriale. Mais de l'autre côté de l'Atlantique, certaines dispositions concernant les obligations d'enregistrement et de divulgation d'informations s'appliquent encore de manière extraterritoriale, alors que les États-Unis ont restreint récemment le champ d'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude.

Généralement, un État peut exercer une influence, de deux manières différentes sur un émetteur ou intermédiaire étranger ou sur son comportement à l'étranger. Il s'agit en premier lieu de l'application extraterritoriale directe. Cependant, l'exercice extraterritorial direct de la compétence est controversable. En particulier, lorsque sont insignifiantes les connexions territoriales entre les émetteurs et intermédiaires étrangers, leurs comportements, et l'État en question. Il s'agit en deuxième lieu des mesures nationales ayant des effets extraterritoriaux (ex : lorsqu'un État donné demande à une société-mère constituée selon son droit, de prendre certaines mesures en ce qui concerne la gestion de sa filiale étrangère, ou de divulguer certaines informations concernant la gestion de sa filiale étrangère, ou de divulguer certaines informations la concernant, divulgation que le droit de l'État où est constituée la filiale interdit). Ces mesures, qui se basent sur un lien de rattachement territorial entre l'État concerné et la société étrangère (ex : la commission d'un acte ou la présence de la société sur le territoire de l'État), pourraient également être sources des problèmes (l'exemple de la SOX est un parfait exemple), en particulier lorsque, en appliquant ces mesures, les sociétés sont soumises à des obligations contradictoires.



## **Section 1. Les effets extraterritoriaux des dispositions boursières nationales résultant de l'adoption d'une logique de réglementation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires**

Les régimes boursiers sont en général orientés vers l'intérieur : leur objectif consiste à protéger les investisseurs et les marchés au sein des frontières de l'État auteur de la réglementation, et cela même des effets que peuvent avoir des activités ou comportements qui se sont réalisés à l'étranger. Cette protection est assurée par une réglementation stricte des opérateurs boursiers. Certaines dispositions imposées localement aux émetteurs et intermédiaires présents sur le territoire de l'État régulateur, peuvent avoir des impacts sur les comportements et les activités effectués par ces opérateurs sur le territoire d'un autre État. Dans certains cas, ces dispositions peuvent être très controversées. La loi américaine SOX qui a fait l'objet de nombreuses critiques partout dans le monde est un parfait exemple.

Il semble fort probable, qu'aujourd'hui, de telles mesures ayant des effets extraterritoriaux se multiplient. En raison du nombre croissant d'entreprises qui cherche des capitaux sur des marchés étrangers, l'application extraterritoriale d'un droit donné, représente pour elles, un risque sérieux de poursuites<sup>413</sup>. En effet, l'internationalisation et l'interconnexion des marchés financiers donnent aux émetteurs un important accès à une base mondiale d'investisseurs<sup>414</sup>. Cela offre l'occasion à des intermédiaires tant locaux qu'étrangers de rentrer en contact avec des entreprises et investisseurs étrangers.

Lorsqu'une entreprise étrangère souhaite coter ses titres sur un marché boursier ou, lorsqu'un intermédiaire étranger tente d'exercer ses activités sur un marché précis, tant le premier que le second doivent obéir aux règles qui gouvernent ce marché. Comme le note un rapport de l'IBA : *«an issuer or financial intermediary that conducted some of its activities in a host country or directed selling efforts to investors and customers located in the host country had implicitly consented to being subject to all of the rules and regulations of that country»*<sup>415</sup>. Les activités de ces

---

<sup>413</sup> Ce phénomène n'est pas récent. En France, le nombre d'opérations impliquant une société de droit étranger s'est accru de 7991 en 2005 à 10329 en 2006. Le montant de ces opérations est passé de 935 milliards de dollars en 2005 à 1535 milliards de dollars en 2006, présentant une augmentation de 62 %. AMF, Rapport au Président de la République et au Parlement 2006, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

<sup>414</sup> Kun Younr CHANG, «Reforming U.S. disclosure rules in global securities markets», *Annual Review Of Banking & Financial Law*, Vol. 22: 237- 2003.

<sup>415</sup> International Bar Association, *Report of the Task Force on Extraterritorial Jurisdiction*, February 6, 2009 (the «IBA Task Force Report»), p. 275-276. available at: [http://www.ibanet.org/Publications/publications\\_IBA\\_guides\\_and\\_free\\_materials.aspx](http://www.ibanet.org/Publications/publications_IBA_guides_and_free_materials.aspx).

acteurs relèvent de la compétence de l'autorité qui gère ce marché et de la compétence des juridictions de l'État du marché. Des difficultés naissent lorsque l'État du marché impose aux sociétés étrangères présentes sur son territoire des obligations qui vont avoir des impacts sur le territoire d'un autre État. C'est notamment le cas lorsque par exemple, l'État du marché impose aux sociétés étrangères des obligations concernant la gouvernance d'entreprise qui sont habituellement régies par la *lex societatis*.

Généralement, dans le souci d'assurer la meilleure protection des investisseurs et des marchés boursiers, deux exigences sont imposées aux émetteurs et intermédiaires étrangers tant en droit français qu'américain : l'enregistrement et la divulgation d'informations<sup>416</sup>. Plus largement, ils seront probablement soumis aux *antifraud provisions*. Il est dès lors intéressant d'examiner si, et dans quelles conditions, la France et les États-Unis imposent extraterritorialement certaines obligations aux émetteurs et intermédiaires réalisant leurs activités sur leurs marchés respectifs ou sur des marchés étrangers.

### **Paragraphe 1. La logique de réglementation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires dans des situations comportant des éléments d'extranéité**

Certaines dispositions boursières ont tendance à être appliquées aux entreprises, non seulement à leurs activités effectuées aux États-Unis ou en France, mais aussi à celles effectuées à l'étranger. L'exigence d'enregistrement et de la divulgation d'informations, sont conçues dans l'objectif de contrôler les activités des émetteurs et intermédiaires intervenant sur un ou plusieurs marchés boursiers. Dans l'objectif de protéger les investisseurs et les intérêts nationaux, ces obligations peuvent avoir, dans certains cas, des effets extraterritoriaux. Cependant, le fonctionnement de ces obligations n'est pas le même dans le système juridique américain et français. Ces dispositions sont appliquées en droit américain de manière extraterritoriale acerbe, alors qu'elles sont marquées en droit français par une application extraterritoriale douce.

---

<sup>416</sup> «Investors are adequately protected if all of aspects of the securities being marketed are fully and fairly disclosed and thus there is no need for the more time-consuming merit analysis of the securities being offered», Bingbin LU, «International harmonization of disclosure rules for cross-Border securities offerings: A chinese perspective», *Corporate Governance Law Review*, Vol. 1: 245- 2005.

## **A. Une conception différente de la portée extraterritoriale de l'obligation d'enregistrement en droit américain et français**

Les États-Unis cherchent à appliquer extraterritorialement de manière unilatérale leurs dispositions concernant l'enregistrement des émetteurs et intermédiaires. Créant des préoccupations tant pour les autres États que pour leurs entreprises. En droit français, et en raison de la politique européenne d'harmonisation et de reconnaissance mutuelle, les dispositions concernant l'enregistrement produisent uniquement des effets extraterritoriaux sur les territoires des autres États membres de l'UE, sans que cela engendre des conflits entre ceux-ci et la France.

### **1. Une application extraterritoriale de l'obligation d'enregistrement en droit américain atténuée par l'adoption de facilités à l'égard de certains émetteurs et intermédiaires**

En principe, tout émetteur étranger (*foreign private issuer*<sup>417</sup>) doit se conformer aux exigences d'inscription des législations boursières américaines avant de faire une offre au public de valeurs mobilières sur le territoire des États-Unis<sup>418</sup>. Similairement, tout intermédiaire constitué en vertu du droit américain ou étranger, est tenu de s'inscrire auprès de la SEC conformément aux législations américaines s'il utilise les *mails or means of interstate commerce (MMIC)* pour exercer son activité<sup>419</sup>. Il est susceptible d'être soumis, selon le cas, à une ou plusieurs dispositions nationales : aux législations boursières, bancaires et d'assurance, aux autorités compétentes

---

<sup>417</sup> Cette expression de *foreign private issuer* utilisée dans la loi *Securities Act (Securities Act Rule 405)* et *Securities Exchange Act (Exchange Act Rule 3b-4)* est conçue pour désigner un émetteur qui n'est pas une société américaine ou toute autre entreprise ou organisation constituée ou organisée en vertu des lois d'un État autre que les États-Unis (autre qu'un État étranger et ses subdivisions politiques). Toutefois, un tel émetteur sera traité comme un émetteur américain dans le cas où :

1- plus de 50 % de ses titres comportant un droit de vote sont directement ou indirectement détenus par des personnes résidant aux États-Unis,

2- l'une des conditions suivantes est remplie :

(i) la majorité des dirigeants ou des administrateurs sont des citoyens ou des résidents des États-Unis ; ou

(II) plus de 50% de ses actifs de l'émetteur sont situés aux États-Unis ; ou

(III) l'entreprise de l'émetteur est principalement administrée ou dirigée à partir des États-Unis.

<sup>418</sup> JAMES D. COX, «Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, (Autumn, 1992), p. 183.

<sup>419</sup> 15 U.S.C. § 78o (a)(1) & (h)(1)(1970).



respectives et aux règlements émis par ces dernières<sup>420</sup>. Cette obligation d'enregistrement a une portée extraterritoriale parce qu'un simple contact avec les États-Unis peut conduire à son application. En effet, le critère déclencheur de l'obligation d'enregistrement est la prise de contact avec les États-Unis ou les Américains. Cependant, la SEC a cherché à atténuer l'extension de cette obligation à travers l'adoption de certaines facilités.

#### **a: l'utilisation des MMIC et l'exigence d'enregistrement de la loi *Investment Company Act***

Les dispositions de la loi *Investment Company Act* s'appliquent à toute société enregistrée aux États-Unis indépendamment du lieu où ses titres sont vendus. Les dispositions de cette loi concernent les sociétés de droit américain. Les entreprises étrangères qui n'ont pas d'activités boursières aux États-Unis ne sont pas tenues de respecter les obligations d'enregistrement, mais ne sont pas autorisées à utiliser les *mails or any means or instrumentalities of interstate commerce* dans leurs offres publiques. Cette interdiction figure dans l'article 7(d) de *The Investment Company Act* qui dispose que :

«*No investment company, unless organized or otherwise created under the laws of the United States or of a State, and no depositor or trustee of or underwriter for such a company not so organized or created, shall make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce, directly or indirectly, to offer for sale, sell, or deliver after sale, in connection with a public offering, any security of which such company is the issuer*<sup>421</sup>».

Le contenu de l'article 7(d) susmentionné figure également dans une autre disposition législative sous le titre «*Registration of all persons utilizing exchange facilities to effect transactions*». D'après le législateur américain, il est interdit à tout intermédiaire «*to make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transactions in, or to induce or attempt to induce the purchase or sale of, any security ... unless such broker or dealer is registered in accordance with subsection (b) of this section*<sup>422</sup>». Ces dispositions qui interdisent à un intermédiaire non enregistré d'exercer son activité lorsque *any means or instrumentality of interstate commerce* sont utilisées, interdisent aussi à tout intermédiaire et à toute personne agissant au nom de ce dernier d'exercer ces activités pour le bénéfice de l'intermédiaire non-enregistré, et

<sup>420</sup> 15 U.S.C. § 78o (1970).

<sup>421</sup> Section 7(d) of The Investment Company Act of 1940.

<sup>422</sup> 15 U.S.C. § 78o (a)(1) (1970).

cela indépendamment de toute utilisation des *means or instrumentality of interstate commerce*<sup>423</sup>.

Cependant, l'article 7(d) d'*Investment Company Act* susmentionné autorise la SEC à permettre, dans des circonstances particulières, aux entreprises étrangères de procéder à l'enregistrement et à l'utilisation des *mails and means or instrumentalities of interstate commerce*<sup>424</sup>. L'enregistrement, à la suite d'une autorisation de la Commission, est soumis à certaines conditions, déclarations, et engagements déterminés dans la règle 7(d)-I<sup>425</sup>. La Commission a aussi le pouvoir d'exempter certains intermédiaires des dispositions d'enregistrements dans des situations qu'elle juge conformes à l'intérêt public et à la protection des investisseurs<sup>426</sup>.

Ainsi, la politique de la SEC, concernant la loi *Investment Company Act* consiste à ne pas appliquer les dispositions d'enregistrement de manière extraterritoriale aux entreprises étrangères qui n'ont pas obtenu l'ordre de la Commission qui figure dans l'article 7(d). Toutefois, une première exception est possible lorsque l'entreprise concentre ses efforts sur la vente de ses instruments financiers aux américains, accompagnée de l'utilisation des *United States mails or means of interstate commerce*. Une deuxième exception ressort de l'article 12(d)(1) (A) et (C) de la loi *Investment Company Amendments Act of 1970*<sup>427</sup>. Les dispositions de cet article rendent illégal à toute société de placement, et aux sociétés qu'elle contrôle, d'acheter ou d'acquérir des titres émis par une société enregistrée aux États-Unis, si, suite à de telles opérations, les limitations contenues dans cet article sont dépassées :

- les titres achetés représentent plus de 3% des droits de vote de la société émettrice des titres, ou
- les titres achetés représentent plus de 5% des actifs totaux de la société acquérante ou
- les titres que la société acquérante a acquis de la société émettrice et des autres sociétés d'investissement représentent plus de 10% des actifs de la société acquérante. Les dispositions de cet article s'appliquent extraterritorialement aux sociétés de droit étranger non-soumises aux *registration requirements* de la loi *Investment Company Act*<sup>428</sup>. Il est également interdit, si les limites susmentionnées sont dépassées, à une entreprise d'investissement enregistrée aux États-Unis, et aux sociétés que cette dernière contrôle, d'acheter des titres émis par une autre société d'investissement (y compris les sociétés de droit étranger qui ne sont pas soumises aux *registration*

---

<sup>423</sup> 15 U.S.C. § 78o (b)(3) (1970).

<sup>424</sup> Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. § 80a- 7(d).

<sup>425</sup> See Rule 7(d)-I under the Investment Company Act.

<sup>426</sup> 15 U.S.C. § 78o (a)(2) (1970).

<sup>427</sup> *Investment Company Amendments Act*, Pub. L. No. 91-547, 84 Stat. 1413 (Dec. 14, 1970).

<sup>428</sup> SEC Investment Company Act Release No. 6440 (April 6, 1971).

*requirements* de la loi *Investment Company Act*<sup>429</sup>) ou de vendre, directement ou par un intermédiaire, ses titres à une autre société d'investissement (y compris les sociétés de droit étranger qui ne sont pas soumises aux *registration requirements* de la loi *Investment Company Act*). Cette disposition a également une dimension extraterritoriale.

La loi *Investment Advisers Act* contient d'autres dispositions ayant une application extraterritoriale comme celle prévue dans l'article 22(d)<sup>430</sup>, et celle relative aux conseillers en placement d'une société de placements enregistrée aux États-Unis. Ces conseillers, même étrangers, sont tenus, à la suite des amendements apportés à la loi *Investment Advisers Act* en 1970, de respecter les procédures d'enregistrement prévues dans cette loi<sup>431</sup>, même lorsqu'ils sont installés à l'étranger et n'ont aucun agent aux États-Unis.

Cependant, la SEC a le pouvoir d'attribuer à certaines sociétés étrangères des exemptions d'application de certaines dispositions boursières lorsqu'une telle mesure est nécessaire pour protéger l'intérêt public et celui des investisseurs<sup>432</sup>. La Commission a promulgué une règle qui exempte, dans certaines conditions<sup>433</sup>, les filiales des sociétés américaines, organisées dans l'objectif de financer les activités effectuées à l'étranger par lesdites sociétés, de l'exigence d'inscription de la loi *Investment Company Act*<sup>434</sup>. La Commission peut également exempter la société de droit étranger de ces dispositions, si celle-ci montre qu'il lui est nécessaire de se conformer aux exigences réglementaires des autorités étrangères concernées. De plus, la SEC a adopté plusieurs facilités et exemptions pour restreindre le champ d'application extraterritorial des dispositions d'enregistrement.

---

<sup>429</sup> Daniel C. MACLEAN, «The transnational investment company and the federal securities laws», *Columbia Journal Of Transnational Law*, *op. cit.*, p. 73.

<sup>430</sup> 15 U.S.C. § 80a-22(d) (1970).

<sup>431</sup> 15 U.S.C. § 80b-3(a) (1970), as amended by Pub. L. No. 91-547, § 24(a), 84 Stat. 1430 (Dec. 14, 1970).

<sup>432</sup> Voir par exemple 15 U.S.C. § 80a-6 (c & d & E) (1964).

<sup>433</sup> SEC Rule 6c-1, 17 C.F.R. § 270.6c-1(b)(1)-(8). L'une de ces conditions exige que la société-mère soit l'émettrice d'une catégorie de titres enregistrés aux États-Unis en vertu de l'article 12 de la Loi *Securities Exchange Act* de 1934 ou exemptés de cet enregistrement conformément à l'article 12g3-2 (b) de cette loi.

<sup>434</sup> SEC Rule 6c-1, 17 C.F.R. § 270.6c-1 (1972).

## **b: l'utilisation des *Mails or means of interstate commerce*, l'effet sur les États-Unis et les Américains et l'obligation d'enregistrement de *Securities Act* et d'*Exchange Act***

Si les entreprises souhaitant effectuer des transactions aux États-Unis sont tenues de respecter le droit de ce pays, la question qui se pose est celle de savoir si les dispositions boursières américaines, en général, et celles concernant les obligations d'enregistrement, en particulier, s'appliquent extraterritorialement à un émetteur étranger qui lance une offre publique sur un marché non-américain, lorsque ce sont les investisseurs américains qui sont visés par l'offre ?

Les législations américaines sont silencieuses à propos de l'extension du droit boursier au-delà des frontières nationales. Pour les juridictions américaines, l'un des moyens permettant de déterminer une telle extension est la présomption contre l'extraterritorialité, récemment confirmée dans l'affaire Morrison, et selon laquelle toute législation est *prima facie* territoriale. Toutefois, l'arrêt Morrison a limité la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude et non pas les dispositions d'enregistrement et d'information. Dans la jurisprudence, il existe des cas qui montre, comme par exemple *Schoenbaum* et *IPI*, que des dispositions du droit boursier peuvent être appliquées extraterritorialement, lorsque ladite application est nécessaire pour protéger les investisseurs américains et les marchés financiers américains. En se fondant sur les jurisprudences tirées de ces affaires et bien d'autres, il est possible de remarquer que les *registration requirements*, tant d'*Investment Company Act* que de *Securities Act* et d'*Exchange Act*, peuvent être appliqués à des émetteurs étrangers agissant sur un marché non-américain lorsque les intérêts des investisseurs américains sont en jeu, et plus particulièrement si ceux-ci, résidant aux États-Unis ou à l'étranger, sont visés par une opération ou une offre publique. De la même façon, les *registration requirements* peuvent s'appliquer à un intermédiaire étranger. L'article 15(a) (1) de la loi *Exchange Act* interdit à tout intermédiaire, même s'il est étranger, d'utiliser des *mails or instrumentalities of interstate commerce*, y compris dans le commerce entre les États-Unis et un pays étranger, pour induire ou pour effectuer une transaction dans un titre non exempté. À moins que cet intermédiaire ne soit inscrit auprès de la SEC<sup>435</sup>. Dès lors qu'elle est enregistrée aux États-Unis, l'entreprise étrangère peut être soumise à certaines obligations même en ce qui concerne ses activités effectuées à l'étranger. Devant l'*United States District Court D. Puerto Rico*<sup>436</sup>, une société panaméenne, Investors Overseas Services «IOS», dont ses principaux bureaux sont à Genève, inscrite auprès de la SEC comme courtier, cherche à interdire à la SEC de mener une procédure administrative contre

---

<sup>435</sup> 15 U.S.C. § 78o (1970).

<sup>436</sup> Fontaine v. Securities and Exchange Commission, 259 F.Supp. 880 (1966).

elle, certains de ses dirigeants et d'autres personnes associées pour des violations présumées de la loi *Securities Exchange Act* de 1934 («*Exchange Act*»). IOS demande à la Cour d'affirmer que celle-ci n'est pas tenue de maintenir son enregistrement en tant que courtier auprès de la SEC, et qu'elle peut retirer cet enregistrement sans préjudice. L'*Exchange Act* prévoit que chaque courtier inscrit doit maintenir et conserver les livres et registres concernant ses activités<sup>437</sup>, et que tout courtier étranger inscrit doit conserver l'ensemble de ces livres et registres à un endroit désigné aux États-Unis<sup>438</sup>. La SEC demande à IOS de produire ses documents relatifs à des transactions réalisées en dehors des États-Unis, avec ou pour les clients américains d'IOS. Cette dernière refuse en alléguant que les livres et registres d'IOS sont conservés à ses bureaux principaux de Genève, en Suisse, et que certaines dispositions du droit suisse interdisent la production de ces documents, même dans le cadre d'une inspection menée par la SEC. IOS prétend que conformément à l'article 30(b) de l'*Exchange Act*, elle n'était pas tenue de produire ses livres et registres relatifs aux opérations effectuées à l'extérieur des États-Unis. La Cour souligne que «*The Commission has a right to inquire into IOS's conduct to determine what acts or practices might be within its jurisdiction*<sup>439</sup>» et que «*where a registered broker-dealer is involved, the SEC must be free to inspect all of the books and records which are required to be kept under the Exchange Act*». La Cour affirme la compétence de la SEC à l'égard des *registration requirements* de *Securities Act* de 1933, *Securities Exchange Act* de 1934 ou *Investment Company Act* de 1940 ou toute règle qui en découle : «*whether registration of (IOS) as a broker-dealer should be revoked, is clearly within the jurisdiction and responsibility of the Commission*» et que «*The questions which have been raised here, i. e., whether IOS's "foreign business" may be insulated from the effect of the regulatory provisions of the Securities Exchange Act by its interpretation of Section 30 (b) or the alleged effect of Swiss law, whether IOS in fact conducts business in the United States, the extent of IOS's use of the means and instrumentalities of interstate commerce, the impact of its operations on United States securities markets and investors and the other questions regarding IOS's business operations, should be initially determined by the SEC in the pending administrative proceeding*». La question de courtoisie n'était pas au rendez-vous dans ce jugement car la Cour a jugé qu'«*even accepting the construction of Swiss law most favorable to plaintiffs ... IOS is nevertheless under an obligation to comply with the United States law to which it has submitted*»<sup>440</sup> et que «*Should it ultimately be*

<sup>437</sup> Section 17(a), 15 U.S.C. § 78q(a).

<sup>438</sup> Rule 17a-7, 17 CFR 240.17a-7.

<sup>439</sup> Voir également : *Endicott Johnson Corp. v. Perkins* - 317 U.S. 501 (1943) ; *United States v. Morton Salt Co.*, 338 U.S. 632 (1950) ; *Interstate Commerce Commission v. Goodrich Transit Co.*, 224 U.S. 194 (1912).

<sup>440</sup> La Cour a jugé que «*In this case there is solely a question of deciding in favor of one of two conflicting policies, that of Switzerland, non-disclosure, and that of the United States, disclosure. But this is a question to be first determined by*

*found that it is necessary in the public interest that the disclosures required under the Securities Exchange Act of all registered broker-dealers be required of IOS even if such disclosure could be had only through violation of Swiss law».*

D'après la Cour, au moins deux conditions doivent être remplies afin que les dispositions boursières américaines s'appliquent extraterritorialement aux activités des émetteurs ou intermédiaires effectuées en dehors des États-Unis :

- 1– la partie en question doit être inscrite auprès de la SEC.
- 2– les opérations effectuées à l'étranger doivent avoir un impact sur les investisseurs ou sur les marchés américains.

La Cour a ainsi jugé que «*The mere fact that a registered broker-dealer engages in foreign activities does not create a bar to the exercise of United States jurisdiction ; foreign business operations which have an effect in the United States may, under appropriate circumstances, be subject to applicable United States law*<sup>441</sup>». Les sociétés enregistrées aux États-Unis sont donc soumises aux dispositions américaines. Leurs activités étrangères sont, dans certaines circonstances, soumises à certaines dispositions de la loi américaine.

Conformément à l'article 5 de la loi de 1933, il est illégal d'effectuer une opération sur un titre en utilisant «*means or instruments of transportation or communication in interstate commerce*» avant que l'initiateur ne procède à l'enregistrement du titre auprès de la SEC. En effet, tout émetteur qui affecte l'*intersate commerce* sera soumis à l'obligation d'enregistrement. Cette obligation a une dimension extraterritoriale puisqu'elle n'exige pas que l'opération soit effectuée aux États-Unis ou avec un investisseur américain.

### **c: application des dispositions d'enregistrement aux entreprises étrangères lorsque les intérêts des investisseurs américains sont menacés**

La SEC a souligné, dans la procédure administrative qu'elle a lancée contre le courtier IOS, que ce dernier avait violé les dispositions d'enregistrements de l'article 5 de la loi *Securities Act* et *the body Congress set up to make findings as to the public interest in this area — the Securities and Exchange Commission*».

<sup>441</sup> Voir également : *Timken Roller Bearing Co. v. United States*, 341 U.S. 593 (1951) ; *Steele v. Bulova Watch Co.*, 344 U.S. 280 (1952) ; *United States v. Aluminum Co. of America*, 148 F.2d 416 (2 Cir., 1945).

de l'article 7 de la loi *Investment Company Act*. Le courtier a utilisé, pour réaliser ses opérations d'offres publiques et de ventes, «*the United States mails and means of interstate commerce*». Il avait dirigé ses efforts de vente vers des Américains résidant à l'étranger, en particulier, aux militaires qui se trouvaient sur les bases des États-Unis. De ce fait, lesdites opérations entrent dans le champ de compétence des juridictions américaines. En effet, Une société de droit étranger se trouve dans l'obligation de se conformer aux *registration requirements* en particulier, et aux dispositions de *Securities Act*, d'*Exchange Act* et d'*Investment Company Act* en général, lorsqu'elle effectue une offre publique ou une opération de vente ou d'achat, en utilisant «*the United States mails and means of interstate commerce*», dont la cible sont des investisseurs américains, résidant aux États-Unis ou à l'étranger. Ainsi un auteur a souligné qu' «*Even though infrequent or occasional sales to Americans abroad would probably not necessitate registration under the Securities Act by a foreign investment company, when Americans, wherever located, are particular objects or targets of such an offering and the United States mails or means of interstate commerce are used, registration under the Securities Act would seem to be required by the Commission*<sup>442</sup>».

L'important pour la SEC dans cette affaire était, la protection des investisseurs américains indépendamment de leur lieu de résidence (y compris en dehors du territoire américain)<sup>443</sup>. C'est à la lumière de cet objectif qu'elle a demandé à l'IOS et toutes ses filiales de «*cease all sales of securities to United States citizens or nationals wherever located*<sup>444</sup>». L'application extraterritoriale est donc possible si les intérêts des investisseurs américains ou des marchés américains sont menacés. Au contraire, la Commission a adopté une approche conforme aux limites territoriales traditionnelles de compétence lorsque ces intérêts ne sont pas menacés. D'après la SEC, n'est pas tenu de respecter les *registration requirements*, l'intermédiaire non enregistré aux États-Unis, et qui utilise les *mails and means of interstate commerce* pour acheter, directement ou indirectement, aux États-Unis ou à l'étranger, des titres d'une société de placement émettrice enregistrée aux États-Unis si (1) ces titres sont vendus uniquement aux ressortissants étrangers en dehors des États-Unis et (2) cet intermédiaire ne vend pas directement ou indirectement ces titres à (et il n'agit pas pour le compte d') une société d'investissement non enregistrée dont le portefeuille contient des titres émis

---

<sup>442</sup> Daniel C. MACLEAN, «The transnational investment company and the federal securities laws», *Columbia Journal Of Transnational Law*, *op. cit.*, P. 73.

<sup>443</sup> SEC guidelines re applicability of Federal securities law to offer and sale outside the U.S. of shares of registered open-end investment companies, SEC Investment Company Act Release No. 6082 (June 23, 1970), 36 Fed. Reg. 12103.

<sup>444</sup> Order Accepting Offer of Settlement, SEC Securities Exchange Act Release No. 8083 (May 23, 1967), reprinted in 6 INT'L LEGAL MAT'L 412 (1967).

par des sociétés d'investissement enregistrées en vertu de l'*Investment Company Act*<sup>445</sup>. La Commission a utilisé les pouvoirs qui lui sont confiés dans l'article 15(a)(2) de la loi *Exchange Act*, et qui lui permettent d'exempter avec ou sans condition tout intermédiaire des exigences d'enregistrement de l'article 15(a), pour modérer l'extension extraterritoriale de cet article. Celui-ci oblige tout intermédiaire à s'enregistrer auprès de la SEC s'il souhaite faire des opérations boursières en utilisant les *means of interstate commerce*.

#### **d: entreprise étrangère, marché étranger et investisseur américain non sollicité**

Étant physiquement et politiquement impossible d'appliquer les exigences d'enregistrements à l'ensemble des actes que la définition de l'*interstate commerce* comprend, il semble nécessaire d'en délimiter le champ d'application<sup>446</sup>. Il ne peut être soutenu, sur la scène internationale, que toute opération boursière affectant l'intérêt public des États-Unis, ses ressortissants ou ses marchés financiers, doit être, peu importe les autres circonstances de l'opération, régulée par le droit boursier américain. C'est ainsi que la SEC a adopté la règle 15a-6<sup>447</sup>. La Commission estime que : «*in contrast to the more expansive scope of the antifraud provisions, the U.S. broker-dealer registration requirements were not intended to protect foreign persons dealing with foreign securities professionals outside the United States*»<sup>448</sup>. Les *registration requirements* ne devraient pas être appliquées à un intermédiaire étranger, qui exerce ses activités avec des investisseurs étrangers, en dehors des États-Unis. Elles ne devraient pas être applicables à un tel intermédiaire s'il effectue des opérations pour des investisseurs américains qui n'ont pas été sollicités sur un marché étranger<sup>449</sup>. Selon la règle 15a-6, l'intermédiaire étranger doit être exempté des *registration requirements* d'une

---

<sup>445</sup> SEC Securities Exchange Act Release No. 7366 (July 9, 1964), 29 Fed. Reg. 9828 ; SEC guidelines re applicability of Federal securities law to offer and sale outside the U.S. of shares of registered open-end investment companies, *op. cit.*

<sup>446</sup> Joel P. TRACHTMAN, «Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 12-1991, p. 241.

<sup>447</sup> SEC Exchange Act Release No. 27,017, FED. SEC. L. REP. (CCH) 84,428 (July 11, 1989).

<sup>448</sup> SEC Securities Exchange Act Release No. 25,801, 41 SEC Docket 164 (June 14, 1988).

<sup>449</sup> En adoptant cet article, la SEC a pris en considération, dans la protection des investisseurs et des marchés américains, la courtoisie internationale, les attentes des investisseurs et les objectifs du droit boursier américain. Joel P. TRACHTMAN, «Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation», *op. cit.*, p. 241.



part, s'il effectue des transactions boursières sans prendre contact et sans sollicitation avec ou pour des investisseurs américains<sup>450</sup> et d'autre part, s'il effectue des transactions pour lesquelles il a sollicité certains types d'investisseurs institutionnels américains. Dans ce dernier cas, l'intermédiaire étranger est exonéré des exigences d'enregistrement, lorsqu'il incite ou tente d'inciter un investisseur institutionnel américain à l'achat ou à la vente de titres, s'il effectue les transactions par le biais d'un intermédiaire enregistré aux États-Unis et s'il fournit à la Commission les informations et documents demandés concernant les transactions.

### **e: non-enregistrement en cas d'opérations effectuées par des entités américaines sur un marché étranger sans sollicitation des Américains**

L'article 5 de *Securities Act* exige que dès lors que les *means or instruments of transportation or communication in interstate commerce* sont utilisés, tout émetteur doit déposer une demande d'enregistrement contenant de nombreuses informations avant toute opération de vente ou distribution<sup>451</sup>. L'émetteur doit également distribuer aux investisseurs un prospectus répondant aux exigences de l'article 10 avant toute opération de vente. L'article 4(1) de la loi *Securities Act* exempte de ces exigences, toute personne autre qu'un *issuer, underwriter, or dealer*. Dès lors qu'est utilisé le critère des *means or instrumentalities of interstate commerce*<sup>452</sup>, il est exigé que l'enregistrement soit applicable à tout émetteur ou intermédiaire, partout dans le monde, dont l'offre au public a un lien avec les États-Unis<sup>453</sup>. Toutefois, la SEC a choisi d'adopter une approche plus restreinte. Dans un communiqué de presse, elle estime que l'objectif de la loi de 1933 est de protéger les investisseurs américains. Dans cette perspective, ne sont pas tenues de respecter les *registration requirements*, les sociétés de droit américain et étranger faisant uniquement des offres de valeurs mobilières à des investisseurs étrangers sur un marché étranger, si ces dernières prouvent qu'elles ont pris des mesures pour assurer que les valeurs mobilières ainsi commercialisées restent en dehors des États-Unis<sup>454</sup>. Parallèlement, les ressortissants américains qui se rendent sur un

---

<sup>450</sup> SEC Exchange Act Release No. 27,017, *op. cit.*

<sup>451</sup> 15 U.S.C. § 77e (1994).

<sup>452</sup> Voir la définition de l'*interstate commerce* figurant dans l'article 77b- (a-7) de la loi *Securities Act*, 15 U.S.C. § 77b(7)- (a-7) (1994).

<sup>453</sup> Stephen J. CHOI & Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol.17:207 (1996), p. 207.

<sup>454</sup> SEC Securities Act Release No. 4708 (July 9, 1964).

marché non-américain pour y effectuer des opérations sur des titres cotés, n'attendent pas la protection de la SEC. Dans ce cas, l'attente des parties doit être prise en considération. Les parties à une transaction boursière, portant sur des titres cotés à la bourse de Paris, n'attendront certainement pas la protection des lois américaines, et cela même si l'émetteur est américain. Dans ce dernier cas, l'application des *registration requirements* ne présente aucun intérêt pour la Commission. Puisque cette application ne sert pas à protéger les investisseurs et les marchés américains. Ainsi un auteur a estimé que : «*Where a new issue of securities occurs, however, using and complying with the rules of a well-regulated foreign market, there should be no suggestion of an SEC claim to regulation. The interests of U.S. investors would be well served if the Commission made it clear now that it has no interest in enforcing the registration requirements of the 1933 Act with respect to new issues by any issuer in the Euro-debt markets, provided that the securities are listed with the London, Luxembourg, or certain other stock exchanges, and are accepted for clearance by a reputable clearing system*»<sup>455</sup>.

Bien que la définition d'*interstate commerce* englobe l'offre de titres faite par un émetteur américain à des investisseurs étrangers, la SEC a choisi de ne prendre aucune mesure en cas de défaut d'enregistrement des titres, dès lors que, la distribution des titres assure qu'ils resteront en dehors des États-Unis, l'offre n'est pas spécifiquement dirigée vers les ressortissants américains résidant aux États-Unis ou à l'étranger, et que des mesures ont été prises pour empêcher la distribution ou la redistribution des titres aux américains ou aux États-Unis, et cela même si «*the offering originates in the United States, involves U.S. broker-dealers, and the mechanics of distribution are effected within the United States*»<sup>456</sup>.

#### **f: facilités apportées aux exigences d'enregistrement**

Bien que la Commission ait adopté un concept plus restreint que celui qui ressort des textes de lois, ce concept reste relativement large. L'étendue extensive des dispositions d'enregistrement nuit aux intérêts des marchés et investisseurs américains. Des investisseurs américains, en particulier des *institutional investors*, se trouvaient privés de participation aux offres publiques sur

---

<sup>455</sup> Robert P. AUSTIN, «Regulatory principles and the internationalization of securities markets», *Law And Contemporary Problems*, [Vol. 50: No. 3. Page 221: Summer 1987], p. 244.

<sup>456</sup> *Ibid.*, p. 241.

des marchés étrangers. Pour que les émetteurs ne soient soumis aux *registration requirements* en particulier, et aux dispositions du droit boursier américain en général, leurs offres doivent être formées en précisant qu'elles ne sont pas adressées aux investisseurs américains. La Commission a essayé de résoudre ce problème par l'adoption de la *Regulation S*<sup>457</sup>, dans lequel elle a su dans la même perspective de restriction du champ de la compétence américaine. La SEC a adopté la *Regulation S* en vue de clarifier l'extension extraterritoriale des dispositions d'enregistrement de la loi *Securities Act*<sup>458</sup>. *Regulation S* se base sur les règles 901, 902, 903 et 904<sup>459</sup> de la loi *Securities Act* et adopte une approche essentiellement territoriale de la juridiction<sup>460</sup>. Les transactions boursières, survenues à l'extérieur, des États-Unis sont exemptées de l'obligation d'enregistrement de l'article 5<sup>461</sup>. Est exonérée de l'exigence de l'enregistrement de l'article 5 de la *Securities Act*, toute personne autre que l'émetteur, le distributeur, une de leurs filiales respectives, et toute personne agissant au nom de ces derniers, si l'opération d'offre ou de vente qu'ils ont effectué, est considérée comme étant survenue en dehors des États-Unis au sens de la règle 901. Afin que lesdites opérations soient considérées comme survenues territorialement en dehors des États-Unis, au moins deux conditions doivent être remplies :

- 1- l'offre ou la vente est effectuée dans une *offshore transaction*<sup>462</sup>.
- 2- aucun effort de vente (*directed selling efforts*<sup>463</sup>) n'est effectué aux États-Unis par le vendeur, une société affiliée, ou toute personne agissant en leur nom.

La première condition permet de s'assurer que la transaction se passe géographiquement en dehors du territoire américain. La deuxième condition permet de s'assurer que la transaction effectuée à l'étranger n'a aucun lien de rattachement avec les États-Unis. Dans le cas contraire, les *registration requirements* seront applicables au vendeur. Toutes les opérations effectuées sur un marché étranger ne sont donc pas automatiquement exemptées des *registration requirements*. Seules les transactions extraterritoriales ayant un effet minime sur les marchés financiers américains bénéficient de la

<sup>457</sup> James M. BARTOS, *United States Securities Law: A Practical Guide*, Kluwer Law International, third Edition, 2006, p. 74.

<sup>458</sup> *Regulation S* n'aborde pas l'obligation d'enregistrement lorsque l'offre publique est destinée à prendre place aux États-Unis ainsi que dans une ou plusieurs autres juridictions. Elle ne clarifie pas non plus l'extension de l'application extraterritoriale des *antifraud provisions*, en considérant que «*it is inappropriate to provide a "roadmap to fraud" and appropriate to provide some in terrorem effect against potential fraud*». SEC Securities Act Release No. 6863 [1989-1990 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 84,524 (April 24, 1990), (Offshore Offers and Sales).

<sup>459</sup> Regulation S Rules, 17 C.F.R. 230.901 & 902 & 903 & 904 (1994).

<sup>460</sup> Stephen J. CHOI & Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *op. cit.*, p. 207.

<sup>461</sup> Regulation S Rules, 17 C.F.R. 230.901 (1994).

<sup>462</sup> Voir la définition de l'*Offshore transaction* figurant dans la règle 902, Regulation S Rules, 17 C.F.R. 230.902 (1994).

<sup>463</sup> Les *directed selling efforts* sont défini dans la règle 902 : Regulation S Rules, 17 C.F.R. 230.902 (1994).

## *Regulation S*<sup>464</sup>.

La règle 903 établit un *Safe Harbor* pour les émetteurs, les distributeurs, leurs filiales respectives, ou toute personne agissant en leurs noms<sup>465</sup>. Pour bénéficier de la *Regulation S*, ces personnes doivent, en plus des deux conditions indiquées ci-dessus, satisfaire d'autres conditions conçues principalement pour s'assurer que les valeurs mobilières commercialisées par ces personnes ne seront pas vendues aux américains et ne seront pas écoulées aux États-Unis. De plus, et sans aucun effort de vente orienté vers les États-Unis, soit le vendeur doit croire que l'acheteur est situé à l'extérieur des États-Unis, soit la transaction doit avoir lieu via un marché étranger réglementé<sup>466</sup>. Aucune autre exigence n'est demandée dans le cas de titres issus d'émetteur étranger pour lequel le marché américain ne présente aucun intérêt<sup>467</sup>, et dans le cas d'*overseas directed offering*, qui peut être définie comme une offre présentée par un émetteur étranger dans un seul pays étranger, ou une offre de titres de créance libellés dans une monnaie étrangère présentée par un émetteur américain<sup>468</sup>. Parce que ces titres sont vendus sur un marché étranger aux investisseurs étranger, le risque que lesdits titres s'écoulent aux États-Unis est très faible. Des exigences supplémentaires s'appliquent aux émetteurs de titres de créances et aux émetteurs étrangers de titres de participation, qui sont tenus de déposer des rapports auprès de la SEC. Telle que l'interdiction de vente des titres aux ressortissants américains pendant une période de 40 jours, et l'obligation mise à la charge de tout distributeur de vendre les titres uniquement à un autre intermédiaire, avec la contrainte d'informer ce dernier de sa soumission à l'exigence d'interdiction de vente des titres à des américains avant l'expiration de la période de 40 jours. Pour les autres offres, d'autres conditions sont nécessaires<sup>469</sup>, telle que l'interdiction de vente des titres de créance aux ressortissants américains pendant 40 jours, et pendant un an pour les titres de participation.

La *Regulation S* a donc adopté une approche territoriale des *registration requirements*. Elle

---

<sup>464</sup> Stephen J. CHOI & Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *op.cit.*, p. 207.

<sup>465</sup> Regulation S Rules, 17 C.F.R. 230.903 (1994).

<sup>466</sup> Regulation S- Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933, *op. cit.*, at § 902(i).

<sup>467</sup> *Ibid.*, at § 902(n).

<sup>468</sup> *Ibid.*, at § 902(j).

<sup>469</sup> Cette catégorie nécessite d'autres restrictions «*to protect against an unregistered U.S. distribution when there is little, if any, information available to the marketplace about the issuer and its securities and there is a significant likelihood of flowback*», Guy P. LANDER, «Regulation S - Securities Offerings Outside the United States», *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, Vol. 21:339, 341 (1996).

constitue une avancée dans la détermination de la portée extraterritoriale des lois boursières américaines<sup>470</sup>. Les émetteurs et intermédiaires effectuant des opérations en dehors des États-Unis ne sont pas soumis auxdites exigences. Généralement, ces sociétés émettrices sont détenus par des actionnaires étrangers. Présente mois d'intérêts pour les États-Unis, la société majoritairement détenue par des actionnaires qui ne résident pas aux États-Unis<sup>471</sup>. Ces acteurs n'ont pas à respecter les dispositions américaines même lorsque les investisseurs sont américains. En effet, l'objectif de la Commission ne consiste pas à protéger les américains qui réalisent des opérations sur un marché étranger, mais à réguler les transactions effectuées aux États-Unis. Ne présente pas d'intérêts, la protection de de l'investisseur américain qui réalise une opération sur un marché étranger sans aucune sollicitation<sup>472</sup>. Lorsque l'investisseur américain recourt à un marché étranger pour effectuer des transactions boursières, il renonce à la protection des exigences d'enregistrement et des exigences de divulgation d'informations : *«As investors choose their markets, they choose the laws and regulations applicable in such markets»*<sup>473</sup>. Toutefois la Commission note que : *«In view of the objective of these rules and the policies underlying the Act, Regulation S is not available with respect to any transaction or series of transactions that, although in technical compliance with these rules, is part of a plan or scheme to evade the registration provisions of the Act. In such cases, registration under the Act is required»*<sup>474</sup>. L'application de ce dispositif est très délicate lorsque les émetteurs et intermédiaires effectuent des transactions avec des investisseurs américains *without the jurisdiction of the United States* dans l'objectif d'éviter, non d'éluder *les registration requirements*.

La Commission a également adopté en 1990 la règle 144A<sup>475</sup>. L'objectif de cette règle est de faciliter aux émetteurs, nationaux et étrangers, la possibilité de lever leurs capitaux aux États-Unis,

---

<sup>470</sup> Joel P. TRACHTMAN, «Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation», *op. cit.*, p. 241.

<sup>471</sup> JAMES D. COX, «Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition», *op. cit.*, p. 157.

<sup>472</sup> Cette approche vise à rationaliser l'application extraterritoriale du droit boursier américain, mais la réalisation de cet objectif peut être freinée par d'autres lois qui ont d'autres objectifs, telles que par exemple les lois fiscales qui imposent des taxes sur les revenus des ressortissants américains peu importe leurs lieu de résidence ou la localisation de leurs revenus. Nous n'allons pas aborder la question de fiscalité parce qu'elle est au-delà de la portée de ce travail.

<sup>473</sup> SEC Securities Act Release No. 6863 (Offshore Offers and Sales), *op. cit.*

<sup>474</sup> Regulation S-Rules Governing Offers and Sales Made Outside the United States Without Registration Under the Securities Act of 1933, *op. cit.*

<sup>475</sup> 17 C.F.R. § 230.144A (1998).

tout en évitant certains obstacles liés aux processus d'enregistrement complets<sup>476</sup>. Dans l'ensemble, la règle 144A permet à une entreprise de commercialiser et de vendre, via un intermédiaire, des titres non enregistrés auprès de la SEC à des acheteurs institutionnels qualifiés.<sup>477</sup> Sont soumis à une obligation d'information très atténuée prévu par la règle 144A, les émetteurs qui ont recours à cette règle et qui ne sont pas assujettis aux exigences de déposer des rapports conformément à la loi *Exchange Act*, ou qui sont exonérés en vertu de la règle 12g3-2 (b). ces derniers sont également soumis au régime de responsabilité de la règle 10b-5<sup>478</sup>. La règle 144A est devenue rapidement un moyen moins coûteux et laborieux pour lever des capitaux auprès d'investisseurs américains, plutôt que de procéder à une offre publique<sup>479</sup>.

## 2. Une application extraterritoriale douce de l'obligation d'enregistrement du droit français

Le droit boursier français a une particularité qui le distingue de son homologue américain. En effet, celui-ci doit être examiné à la lumière du droit européen. L'UE constitue un cas unique de coopération et de coordination dans l'histoire du droit<sup>480</sup>. La politique et les principes du droit sont élaborés au niveau européen. En vertu de ces derniers, a été adopté, le principe de libre prestation des services financiers et celui du libre établissement. Les législations et réglementations européennes dans le domaine boursier ont également établi le critère de l'État membre d'origine. Ces principes encadrent les exigences d'enregistrement et de divulgation d'informations des sociétés cotées et des intermédiaires. De ce fait, les problèmes liés à l'extraterritorialité du droit boursier ont quasi-disparus entre les États membres. Communément, l'exigence d'enregistrement est limitée aux

---

<sup>476</sup> James D. COX, «Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets», *Columbia Law Review*, Vol. 99, No. 5 (Jun., 1999), p. 1200.

<sup>477</sup> Pour obtenir de plus amples renseignements sur l'utilisation de l'article 144A voir William K. SJOSTROM JR., «The birth of rule 144A equity offerings», *UCLA Law Review*, Vol. 56: 409-2008.

<sup>478</sup> Howell E. JACKSON & Eric J. PAN, «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999—Part I», *Business Lawyer*, Vol. 56: 653-2001.

<sup>479</sup> Donald C. LANGEVOORT, «U.S. Securities Regulation and Global Competition», *Virginia Law & Business Review*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1313133, December 8, 2008.

<sup>480</sup> Comme l'explique un auteur, la construction européenne est une «*construction unique dans l'histoire de l'humanité. Première association volontaire de peuples entraînant des transferts de souveraineté, elle est différente des Empires construits sur la domination d'un État sur les autres et des autres organisations internationales qui n'entraînent pas de transfert de souveraineté*» ; Emmanuel AUBER, «États-Unis Versus Union Européenne, observations comparatives sur la répartition des compétences», *op. cit.*, p. 221.

entités opérant sur les marchés européens. Ainsi, les dispositions d'enregistrement du droit français et les documents qui en résultent produisent des effets extraterritoriaux sur les territoires des autres États membres. L'harmonisation des réglementations européennes permet à certaines dispositions nationales de produire des effets extraterritoriaux sans que cela ne soulève de conflits entre les États membres. C'est donc une application douce de l'extraterritorialité. En revanche, aucune obligation d'enregistrement n'est exigé des entreprises agissant sur un marché non européen.

### **a: l'exigence d'enregistrement des sociétés européennes, dominance du principe de l'État membre d'origine**

Les sociétés qui souhaitent exercer sur le territoire de l'UE une activité dans le domaine des valeurs mobilières doivent solliciter l'obtention d'un agrément<sup>481</sup>. À titre d'exemple, pour fournir des services d'investissement, les entreprises d'investissement et les établissements de crédit doivent obtenir de l'autorité compétente un agrément<sup>482</sup>. En France, cet agrément est délivré par l'autorité de contrôle prudentiel (ACP)<sup>483</sup>. Toutefois, l'AMF est compétente pour délivrer cet agrément lorsque la gestion de portefeuille pour le compte de tiers a vocation à être exercée à titre principal par l'intermédiaire<sup>484</sup>. L'AMF est également compétente pour approuver le programme d'activité de l'intermédiaire ; cette approbation doit être faite avant la délivrance de l'agrément<sup>485</sup>.

Selon le principe de l'État membre d'origine<sup>486</sup>, chaque État membre délivre l'agrément aux entreprises dont il est l'État d'origine<sup>487</sup>. La directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, définit l'État d'origine

<sup>481</sup> Article 5-1 de la Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (dit directive MIF), modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, Journal officiel L 145 du 30.4.2004.

<sup>482</sup> Article 532-1 du Code monétaire et financier français.

<sup>483</sup> Ibid., Article L. 511-10.

<sup>484</sup> Ibid., Article 532-1.

<sup>485</sup> Ibid., Article 532-1.

<sup>486</sup> Pour de plus ample information sur le principe de l'État membre d'origine, voir Aline TENENBAUM, «La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers», in Les défis actuels du droit financiers : *Joly édition* 2010, p. 410 et s.

<sup>487</sup> Considérant 17 et article 5-1 de la Directive 2004/39/CE (directive MIF), *op. cit.*

comme l'État membre dans lequel l'entreprise a son siège statutaire où son administration centrale<sup>488</sup>. Ainsi, les autorités françaises sont compétentes pour accorder l'agrément aux entités dont le siège social est situé en France. L'article L532-2 et l'article L532-9 du Code monétaire et financier disposent que l'Autorité de contrôle prudentiel vérifie, avant la délivrance de l'agrément à une entreprise d'investissement ou à une société de gestion de portefeuille, que celles-ci ont leurs sièges sociaux et leurs directions effectives en France. La directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers (ci-après directive MIF), demande aux États membres d'exiger que l'administration centrale d'une entreprise d'investissement soit toujours située dans son État membre d'origine et qu'elle y opère de manière effective<sup>489</sup>.

L'agrément délivré par l'État membre d'origine est reconnu dans tous les autres États de l'Union européenne, et constitue un passeport européen qui permet à l'entreprise agréée d'exercer les activités pour lesquelles elle a été agréée dans ces pays, soit par l'établissement d'une succursale<sup>490</sup>, soit en libre prestation de services<sup>491</sup>. Autrement dit, les prestataires de services d'investissement agréés dans leurs États membres d'origine, peuvent exercer leurs activités en France sans obtenir d'agrément de l'ACP ou de l'AMF. Ainsi, dans la limite des services qu'il est habilité à fournir et en fonction de l'agrément qu'il a reçu, un intermédiaire espagnol agréé par le régulateur espagnol des marchés financiers (CNMV : Comisión Nacional del Mercado de Valores) peut accéder librement aux marchés financiers français, soit par le biais de l'établissement d'une succursale en France, soit au travers la prestation des services depuis l'Espagne (son État d'origine)<sup>492</sup>. L'entreprise agréée, n'a pas à demander un agrément distinct à l'autorité compétente de l'État membre dans lequel elle souhaite fournir des services d'investissement ainsi que des services auxiliaires et/ou exercer des activités d'investissement<sup>493</sup>. Au demeurant, ces entreprises ne doivent pas être soumises à des

---

<sup>488</sup> Ibid., Article 4-20.

<sup>489</sup> Ibid., Considérant 22.

<sup>490</sup> La Cour de justice des communautés européennes interprète amplement le principe de la liberté d'établissement, voir *Affaire Centros Ltd v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-212/97, 9 mars 1999, Rec. p. I – 1484. Pour de plus ample informations, voir Didier PORACCHIA, «La mobilité des sociétés par transfert de siège au sein de l'Union européenne – Un nouvel enjeu pour le droit français», in *Les défis actuels du droit financier*, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 423.

<sup>491</sup> Article 6-3 de la Directive MIF, *op. cit.* Le principe de libre prestation de service et de liberté d'établissement de la directive MIF sont transposés par l'article 532-16 et suivants du Code monétaire et financier français.

<sup>492</sup> Voir les articles L. 511-22 et 511-23 du Code monétaire et financier.

<sup>493</sup> Considérant 23 de la Directive MIF, *op. cit.*



obligations supplémentaires dans l'État ou les États d'accueil<sup>494</sup>. De surcroît, la directive MIF prévoit que les États membres garantissent, aux intermédiaires agréés dans leurs États membres d'origine, le droit de devenir membres des marchés réglementés établis sur leur territoire<sup>495</sup>, et le droit d'accéder aux systèmes de contrepartie centrale, de compensation et de règlement existant sur leur territoire aux fins du dénouement ou de l'organisation du dénouement de transactions sur instruments financiers<sup>496</sup>. Les États membres s'assurent que l'exercice de ces droits est soumis aux mêmes critères non discriminatoires, transparents et objectifs que ceux qui s'appliquent aux participants nationaux<sup>497</sup>.

Toutefois, une certaine formalité doit être respectée. L'entité qui envisage la fourniture de services ou l'exercice d'activités sur le territoire d'un autre État membre doit informer, l'autorité compétente de son État d'origine, de l'État membre dans lequel elle envisage opérer. Elle est tenue également de clarifier son programme d'activité, dans lequel elle précise en particulier les services et/ou les activités d'investissement ainsi que les services auxiliaires qu'elle entend fournir ou exercer<sup>498</sup>. L'autorité compétente de l'État membre d'origine transmet ces informations à l'autorité compétente de l'État membre d'accueil et l'entreprise peut, à partir de ce moment opérer sur le territoire de celui-ci<sup>499</sup>. La même procédure est suivie lorsqu'un opérateur de marché exploitant un Système multilatéral de négociation (SMN)<sup>500</sup> souhaite opérer sur le territoire dans un autre État membre<sup>501</sup>. Le non-respect de cette formalité est assorti de sanction. Ainsi, la COB avait jugé que *«la société de gestion étrangère avait manqué à son obligation en n'ayant pas obtenu l'autorisation concernant l'OPCVM de droit étranger en France»*<sup>502</sup>.

---

<sup>494</sup> Ibid., Article 31-1.

<sup>495</sup> Ibid., Article 33 et 42-1. Voir dans le même sens, le considérant 47 de cette même directive.

<sup>496</sup> Ibid., Article 34. Voir également le considérant 48 de cette même directive.

<sup>497</sup> Ibid., Article 34 et 31-5.

<sup>498</sup> Ibid., Article 31-2.

<sup>499</sup> Ibid., Article 31-3. Il y a lieu de rappeler que, conformément à la directive AIFM (Alternative Investment Fund Managers), l'autorité compétente de l'État membre de la société de gestion de FIA (fonds d'investissement alternatifs) délivre l'autorisation de commercialisation du FIA dans les autres États membres désigné, et non l'autorité compétente de l'État membre d'accueil.

<sup>500</sup> Système multilatéral de négociation est la traduction française de l'expression anglaise Multilateral Trading Facility (MTF).

<sup>501</sup> Article 31-6 de la Directive MIF, *op. cit.*

<sup>502</sup> COB, décision de sanction prononcée à l'encontre de la société de gestion Fleming : Cons. Disc. Gestion financière n°1/97, société Jardine Fleming Unit Trust Ltd, société Fleming Finance, M. Anthony Doggart, M. Martial Chainet et Patrick Petit Jean, mars 1999: Bull. COB n° 333, mars 1999.

En ce qui concerne la surveillance, l'intermédiaire reste soumis à la surveillance de son État membre d'origine<sup>503</sup>. Toutefois, lorsque l'intermédiaire choisit de fournir des services dans un État membre depuis son pays d'origine, l'autorité compétente de l'État d'accueil peut choisir de s'adresser directement à l'intermédiaire ; dans ce cas, elle en informe l'autorité compétente de l'État membre d'origine<sup>504</sup>. Si l'intermédiaire agréé dans son État d'origine procède à l'établissement d'une succursale dans un autre État membre, celle-ci doit pouvoir exercer dans cet État, sans obligations supplémentaires, les services et les activités couverts par l'agrément accordé à l'intermédiaire<sup>505</sup>. Cependant, est prévue concernant la succursale, une dérogation au principe de l'État membre d'origine. Bien que le contrôle de l'établissement de la succursale soit assuré par le pays d'origine, il incombe à l'autorité compétente de l'État membre où se trouve la succursale : d'exercer la surveillance, de veiller à ce que les services fournis par la succursale sur son territoire ne nuisent pas aux intérêts des investisseurs et marchés locaux, et d'assumer le contrôle du respect des obligations législatives et réglementaires pour toute opération effectuée par la succursale sur son territoire. Elle peut ordonné, si elle le juge nécessaire, à la succursale, la modification de toute modalité et mesure de fourniture des services et/ou de l'exercice des activités sur son territoire. Cela est justifié par le fait que l'autorité compétente de l'État membre d'accueil de la succursale est «*la plus proche de la succursale et, partant, la mieux placée pour détecter et faire cesser des infractions aux règles applicables aux opérations effectuées par celle-ci*»<sup>506</sup>. Nonobstant, l'autorité du pays d'origine ne perd pas tout contrôle sur la succursale. Elle peut, dans l'exercice de ses responsabilités et après en avoir informé l'autorité compétente de l'État membre d'accueil, procéder à des vérifications sur place dans cette succursale<sup>507</sup>. On remarque ainsi une domination du principe de l'État membre d'origine, mais ce dernier État partage dans certains cas quelques compétences avec l'État membre d'accueil. Comme le note un auteur, «*l'État d'accueil exerce certaines compétences tandis que l'autorité de l'État d'origine tolère dans certains cas de renoncer à l'application de sa propre réglementation*»<sup>508</sup>.

---

<sup>503</sup> Considérant 1 et Considérant 22 de la directive MIF, *op. cit.*

<sup>504</sup> Ibid., Article 57-1. Voir également l'article L. 621-9 du Code monétaire et financier.

<sup>505</sup> Article 32-1 de la Directive MIF, *op. cit.* L'article 32-2 de cette directive prévoit que toute entreprise d'investissement qui souhaite établir une succursale sur le territoire d'un autre État membre doit en informer préalablement l'autorité compétente de son État membre d'origine.

<sup>506</sup> Ibid., Considérant 32 et Article 32-7.

<sup>507</sup> Ibid., Article 32-8.

<sup>508</sup> Aline TENENBAUM, «La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers», *op. cit.*, p. 407. La professeur TENENBAUM note également que «*dans certains cas, on peut en effet observer que la compétence de l'autorité de l'État d'origine est exclusive. Dans d'autre, elle est partagée*», p. 418.

Similairement, un émetteur doit obtenir, de l'AMF, un visa pour pouvoir accéder aux marchés français. Les émetteurs, les offreurs ou les personnes qui sollicitent l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, doivent établir un prospectus qui sera déposé auprès de l'AMF<sup>509</sup> pour validation de la demande. Après examen par l'AMF du prospectus, afin de déterminer s'il est complet et si les informations qu'il contient sont cohérentes, cette dernière délivrera un visa autorisant le demandeur à s'introduire en Bourse.

La Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, établit aussi un «*passport unique*» destiné aux émetteurs de valeurs mobilières valables dans toute la Communauté avec l'application du principe du pays d'origine<sup>510</sup>. Tous les États membres exigent que toute admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur leur territoire, soit subordonnée à la publication d'un prospectus<sup>511</sup> qui contient un document d'enregistrement<sup>512</sup>. Ce prospectus ne doit pas être publié avant l'approbation de l'autorité compétente de l'État membre d'origine. Une fois approuvé, le prospectus, ainsi que tout supplément éventuel, est valide aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation dans un nombre quelconque d'États membres d'accueil<sup>513</sup>. À condition qu'après l'approbation du prospectus, l'autorité compétente de l'État membre d'origine fournisse aux autorités compétentes des États membres d'accueil un certificat d'approbation attestant que le prospectus a été établi conformément aux législations européennes<sup>514</sup>. Ces dernières autorités ne peuvent soumettre le prospectus à aucune procédure d'approbation ni à d'autres procédures administratives<sup>515</sup>. Toutefois, elles peuvent imposer certaines exigences particulières (notamment en matière de gouvernement d'entreprise)<sup>516</sup>. En bref, un émetteur italien dont le prospectus d'admission à la négociation est approuvé par la CONSOB ((Commissione Nazionale per le Società

---

<sup>509</sup> Voir considérant 32 de la Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, *op. cit.*

<sup>510</sup> *Ibid.*, considérant 4 et 14.

<sup>511</sup> *Ibid.*, article 3-1 et 3-3.

<sup>512</sup> *Ibid.*, article 5-3.

<sup>513</sup> *Ibid.*, article 17-1.

<sup>514</sup> *Ibid.*, article 18-1.

<sup>515</sup> *Ibid.*, article 17-1.

<sup>516</sup> Cependant, «*Ces exigences ne peuvent, ni directement ni indirectement, restreindre l'établissement, le contenu ou la diffusion d'un prospectus approuvé par une autorité compétente*» ; Article 15 de la Directive 2003/71/CE (Directive prospectus), *op. cit.*

e la Borsa) peut offrir ses titres au public sur le marché français sans aucune demande d'autorisation de la part de l'AMF. Il doit toutefois demander à la CONSOB de transmettre à l'AMF le certificat d'approbation.

### **b: passeport unique au profit des émetteurs des pays tiers et obligation d'établissement d'une succursale des intermédiaires étrangers**

Une entité étrangère, par exemple un intermédiaire japonais, qui désire accéder aux marchés financiers français pour y exercer ses activités doit satisfaire aux exigences du droit boursier français<sup>517</sup>. De même, un émetteur étranger est soumis aux dispositions boursières françaises s'il souhaite coter ses titres sur le marché français<sup>518</sup>. L'article 211-1-I du règlement général de l'AMF dispose que : *«Sont soumises aux dispositions du chapitre II du présent titre les personnes ou entités qui procèdent à une offre au public au sens de l'article L. 411-1 du code monétaire et financier ou font procéder à l'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers ou de tous instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger»*. Un émetteur non européen doit donc obtenir un visa de l'AMF en vue de l'admission de ses titres à la négociation sur le marché français.

La Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003 concernant le prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, inclut dans son champ d'application, les valeurs mobilières émises par des émetteurs relevant du droit de pays tiers<sup>519</sup>. Cela veut dire que ces émetteurs peuvent profiter du passeport européen. L'État membre d'origine d'un émetteur de valeurs mobilières, ayant son siège statutaire dans un pays tiers, est celui selon le choix de l'émetteur, de l'offreur ou de la personne qui sollicite l'admission à la négociation, où les valeurs mobilières doivent être offertes pour la première fois au public ou celui de la première demande d'admission à

---

<sup>517</sup> Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PROACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, *Droit Financier*, 2<sup>e</sup> édition Dalloz 2012, p. 1212.

<sup>518</sup> Pour obtenir de plus amples informations sur l'ancien régime applicable aux sociétés étrangères voir : Appel public à l'épargne et cotation des sociétés étrangères (Cf. Note), Bulletin Joly Sociétés, 01 juillet 1989 n° 7-8, p. 595.

<sup>519</sup> Considérant 36 de la Directive 2003/71/CE, *op. cit.*

la négociation sur un marché réglementé<sup>520</sup>. L'État membre d'origine d'un émetteur ayant son siège statutaire dans un pays tiers, peut approuver un prospectus établi selon la législation d'un pays tiers qui se rapporte à une offre public ou à une admission à la négociation sur un marché réglementé, à condition que :

- a) le prospectus ait été élaboré selon des normes internationales édictées par les organisations internationales des commissions de valeurs, notamment les normes de publicité de l'OICV, et
- b) les informations, notamment financières, requises soient équivalentes à celles exigées en application de la Directive 2003/71/CE<sup>521</sup>.

Les informations contenues dans le prospectus doivent être conformes aux règles en vigueur dans le pays de l'émetteur. L'AMF peut demander des informations complémentaires, que des adaptations soient apportées si nécessaires et garde la possibilité de refuser d'accorder le visa. Le prospectus approuvé par l'État membre d'origine est ensuite validé aux fins d'une offre au public ou d'une admission à la négociation dans un nombre quelconque d'États membres d'accueil<sup>522</sup>. Un émetteur chinois, dont le prospectus a été approuvé par la CONSOB, peut procéder à une offre au public en France sans poursuivre les procédures d'enregistrement ou d'autres procédures d'approbation ou administratives si, l'AMF a reçu de la CONSOB un certificat attestant que le prospectus a été approuvé en Italie.

Contrairement aux émetteurs non européens, les intermédiaires des pays tiers ne profitent pas du système du passeport européen<sup>523</sup>. La Directive MIF du 2004/39/CE et la Directive MIF 2 (ou encore appelée MIFID 2) du 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, dont l'entrée en vigueur est reportée à 3 janvier 2018 par la Commission européenne<sup>524</sup>, constituent le cadre juridique définissant les exigences applicables aux entreprises de pays tiers fournissant des services d'investissement ou exerçant des activités d'investissement dans l'Union<sup>525</sup>. De manière générale, les États membres exigent que la fourniture de services d'investissement et/ou l'exercice d'activités d'investissement, en tant qu'occupation ou activité

---

<sup>520</sup> Ibid., article 2-1-m-iii.

<sup>521</sup> Ibid., article 20-1.

<sup>522</sup> Ibid., article 20-2.

<sup>523</sup> Considérant 28 de la Directive MIF, *op. cit.*

<sup>524</sup> Commission européenne, *Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant, en ce qui concerne certaines dates, la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers*, 10 février 2016.

<sup>525</sup> Voir la considérant 7 et l'article premier de la Directive du 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive

habituelle à titre professionnel, fasse l'objet d'un agrément préalable<sup>526</sup>. L'exercice de ces services et/ou activités par lesdites entreprises est soumis aux réglementations et aux exigences nationales<sup>527</sup>. Ces dernières exigent de toute entreprise d'un pays tiers, à l'exception du cas où elle ne vise que des contreparties éligibles<sup>528</sup>, d'établir une succursale sur leurs territoires afin qu'elle puisse fournir des services d'investissement ou exercer des activités d'investissement<sup>529</sup>. La succursale est soumise à la surveillance de l'autorité compétente de l'État membre dans lequel elle est basée et doit respecter certaines exigences européennes, notamment en ce qui concerne les règles organisationnelles, de conduite et de transparence, etc. La présence physique de l'entreprise étrangère via une succursale est importante pour assurer au mieux la protection des investisseurs. L'exercice de services ou activités susmentionnées par la succursale est soumis à un agrément. L'entreprise d'un pays tiers présente sa demande à l'autorité compétente de l'État membre dans lequel elle compte établir une succursale. L'agrément est délivré<sup>530</sup>, après vérification qu'un ensemble de conditions assez strictes soit remplies<sup>531</sup>, par l'autorité compétente de l'État membre concerné<sup>532</sup>.

Comme indiqué précédemment, les intermédiaires non européens ne profitent pas d'un passeport européen. Cela est peut-être le résultat d'une forte opposition française à la mise en place d'un mécanisme permettant aux entreprises d'investissement et aux opérateurs de marché établis dans des pays tiers d'accéder aux marchés européens<sup>533</sup>. Actuellement, les entreprises de pays tiers agréées, conformément aux procédures susmentionnées, ne bénéficient pas de la liberté de prestation de services et du droit d'établissement dans des États membres autres que celui où elles sont établies<sup>534</sup>. La succursale d'une entreprise d'un pays tiers ne bénéficie pas non plus de la liberté d'établissement dans un autre État membre. Autrement dit, la succursale d'une entreprise non

---

2011/61/UE.

<sup>526</sup> Ibid., Article 5-1.

<sup>527</sup> Ibid., Considérant 109.

<sup>528</sup> La relation avec des contreparties éligibles sont régies par l'article 30 de la Directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

<sup>529</sup> Article 39-1 de la Directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

<sup>530</sup> L'autorité compétente de l'État membre d'origine qui a délivré un agrément peut retirer cet agrément à une entreprise de pays tiers dans certains cas énumérés dans l'article 43 de la directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

<sup>531</sup> Article 41 de la Directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

<sup>532</sup> Ibid., Article 39-2 et 39-3.

<sup>533</sup> Réponses des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne sur le projet de révision de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers., février 2011, point 7.3, P. 24, en ligne : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/333691>.

<sup>534</sup> Considérant 28 de la Directive MIF, *op. cit.* Voir également la Considération 109 de la Directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

européenne, établie en Espagne, dûment agréée pour exercer des services d'investissement, n'est pas libre de proposer ses services ou de s'établir en France. Pour pouvoir exercer des services d'investissement en France, l'entreprise non européenne doit y établir une succursale. Les procédures d'établissement, les dispositions d'organisation et du fonctionnement de la succursale et la délivrance de l'agrément sont soumises aux législations nationales françaises. La succursale est placée sous la surveillance de l'AMF française<sup>535</sup>. Chaque État membre applique donc ses propres dispositions nationales. Une entreprise d'un pays tiers doit donc établir des succursales dans autant de pays européens que ceux dans lesquels elle souhaite exercer ses services d'investissement.

### **c: absence d'obligation d'enregistrement pour les entreprises agissant sur le marché d'un pays tiers**

Le droit boursier français, et plus largement le droit boursier européen, exige des entreprises étrangères de respecter les procédures d'enregistrement appliquées dans l'UE lorsque elles souhaitent y exercer leurs activités. Une telle exigence n'a qu'une dimension territoriale. Le droit français s'applique aux entités qui se trouvent sur le sol français. Il n'oblige pas les entités intervenant sur un marché étranger d'être enregistrées en France. Cela est également vrai pour les entités françaises. Un émetteur ou un intermédiaire qui exerce ses activités seulement sur le marché d'un pays tiers, n'est pas obligé de s'enregistrer auprès des autorités françaises compétentes. N'est trouvé, en droit français, aucun cas dans lequel une société française est obligée de s'enregistrer auprès de l'AMF, si elle décide d'émettre des titres uniquement sur le marché d'un pays tiers. Le même dispositif est applicable aux sociétés de droit étranger cotées sur le marché d'un pays tiers. La relation de ces sociétés avec leurs clients étrangers ne rentre pas dans le champ de compétence du droit boursier européen. Celui-ci ne gère pas non plus la relation entre une société de droit étranger et son client européen<sup>536</sup>. La récente directive du 2014/65/UE vient le confirmer. Les intermédiaires des pays tiers peuvent échapper aux dispositions de ladite directive lorsqu'ils limitent la fourniture de leurs services, depuis l'étranger, à des clients européens qui les auront sollicités uniquement de leur propre initiative. En effet, *«lorsqu'une entreprise d'un pays tiers fournit des services à une personne établie dans l'Union sur la seule initiative de celle-ci, ces services ne devraient pas être considérés comme étant dispensés sur le territoire de l'Union»*<sup>537</sup>. Dans ce cas, *«l'obligation de*

<sup>535</sup> Article 41-2 de la Directive du 2014/65/UE, *op. cit.*

<sup>536</sup> *Ibid.*, Considérant 111.

<sup>537</sup> *Ibid.*, Article 42.

*disposer de l'agrément ... ne s'applique pas à la fourniture de ce service à cette personne ou à l'exercice de cette activité par l'entreprise de pays tiers pour cette personne, ni à une relation spécifiquement liée à la fourniture de ce service ou à l'exercice de cette activité»<sup>538</sup>. Toutefois, une condition demeure : le service doit être fourni à l'initiative exclusive du client. Tout démarchage de clients européens ou toute publicité à destination de ces derniers peut rendre le droit européen applicable, en particulier la directive du 2014/65/UE.*

## **B. L'exigence de divulgation d'informations : divergence dans le mécanisme et la portée de l'application entre le droit américain et le droit français**

L'obligation de divulgation d'informations en droit américain et français, produit des effets extraterritoriaux. Cependant, une divergence demeure concernant le mécanisme d'application propre à chaque système. Le système juridique américain donne à cette exigence une portée extraterritoriale large mais il essaie d'en limiter les conséquences, en accordant des facilités aux opérateurs étrangers. En droit français, l'harmonisation et la reconnaissance mutuelle issues du droit européen, permettent à cette exigence de produire des effets sur le territoire des autres États membres. Les opérateurs intervenant sur des marchés de pays tiers en sont exonérés.

### **1. L'application extraterritoriale de l'obligation de divulgations d'informations en droit américain, un obstacle atténué par l'adoption de facilités pour les émetteurs et intermédiaires étranger**

Cette obligation peut peser sur des opérateurs étrangers qui n'ont jamais effectué d'activités boursières aux États-Unis. Elle constitue une source d'insécurité et de préoccupation pour ceux-ci. En raison d'objections des sociétés de droit étranger et des pays tiers, les autorités américaines ont essayé d'accorder certaines facilités dans l'objectif d'exempter de cette exigence les opérateurs intervenant sur des marchés non-américains. Certaines dispositions permettent également d'alléger le fardeau de l'obligation d'informations mise à la charge des opérateurs étrangers intervenant sur le marché américain.

---

<sup>538</sup> Ibid., Article 42.



## **a: une large extension de l'obligation de divulgation d'informations en droit américain**

Ni la loi *Securities Act* ni la loi *Securities Exchange Act* ne font de distinction entre les émetteurs nationaux et étrangers<sup>539</sup>. Tout émetteur enregistré aux États-Unis dans l'objectif d'exercer des activités boursières, est tenu de déposer auprès de la SEC des informations périodiques, documents et rapports qui peuvent être jugés nécessaires à la protection des investisseurs et des marchés financiers<sup>540</sup>. En plus de cette obligation de divulgation d'informations, tout intermédiaire enregistré doit établir, maintenir et appliquer des politiques et procédures écrites, conçues pour empêcher tout usage impropre, des informations non publiques, par ledit intermédiaire ou toute personne lui étant associé<sup>541</sup>. Le droit boursier américain est également applicable aux émetteurs et intermédiaires étrangers, même s'ils restent sur leurs marchés nationaux, lorsqu'ils utilisent, pour attirer les investisseurs américains sur les marchés étrangers, *the United States mails or any means or instrumentalities of interstate commerce*. Prenons l'exemple d'une société française dont les titres sont négociés uniquement sur le marché français. Selon la règle 12g3-2(a) adoptée par la SEC et toujours en vigueur, cette société se trouve soumise à l'obligation d'enregistrement du droit américain si, ses titres sont détenus par au moins 300 Américains<sup>542</sup> et si elle a plus de 10 millions de dollars en actif total<sup>543</sup>, quand bien même elle ne soit jamais entrée sur un marché américain. Par conséquent, elle sera soumise à l'obligation de divulgation d'informations qui, dans ce cas, oblige la société à divulguer des informations concernant des opérations effectuées sur un marché non-américain, et cela même si leur divulgation est interdite par le droit du marché. Autre exemple : en raison de la nationalité américaine d'une société mère, pèse sur ses filiales de droit étranger une obligation d'information relative aux activités effectuées à l'étranger par ces dernières.

Le Congrès présume donc que ces dispositions ont une portée extraterritoriale, à moins que la Commission ne les modifie<sup>544</sup>. Si la Commission a entrepris d'importants efforts pour modérer l'application des règles de divulgation d'informations via la coopération avec les autres autorités

---

<sup>539</sup> Bingbin LU, «International harmonization of disclosure rules for cross-Border securities offerings: A chinese perspective», *Corporate Governance Law Review*, Vol. 1: 245- 2005.

<sup>540</sup> 15 U.S.C. § 78o (d)(1) (1970).

<sup>541</sup> 15 U.S.C. § 78o (g) (1970).

<sup>542</sup> La règle 12g3-2(a) dispose que: «*Securities of any class issued by any foreign private issuer shall be exempt from section 12(g) (15 U.S.C. 78l(g)) of the Act if the class has fewer than 300 holders resident in the United States*».

<sup>543</sup> Exchange Act Rules 12g-1.

<sup>544</sup> Comment: «Extraterritorial Application of the Securities Exchange Act of 1934», *Columbia Law Review*, Vol. 69:94-1969, pp. 94-111, see p. 109.

nationales, elle ne tolère aucune transgression à ces règles. Nous verrons plus tard comment, sur le fondement de violation des règles de divulgation d'informations, elle a poursuivi plusieurs entreprises étrangères, même parfois celles qui n'avaient pas de centre d'affaires aux États-Unis. La SEC a également poursuivi, en raison de leur non respect des *disclosures requirements*, des filiales étrangères, de société mère de droit américain, cotées sur des marchés étrangers n'ayant effectué des transactions qu'avec des ressortissants étrangers. La violation des dispositions de divulgation d'informations entre dans le domaine d'*anti-fraud provisions* qui avaient pendant longtemps, en droit boursier américain, une dimension extraterritoriale très large.

### **b: la divulgation d'informations : un obstacle aux émetteurs étrangers**

Toutes les législations édictent des normes concernant la divulgation d'informations. L'objectif de ces normes est avant tout de protéger les investisseurs<sup>545</sup>. Peut présenter un intérêt, pour plusieurs systèmes juridiques distincts, la régulation de la divulgation d'informations concernant une entreprise multinationale. Un problème découle de la diversité des régimes de divulgation d'informations adoptés par ces systèmes et de la différence du contenu des informations requises à divulguer par ces régimes<sup>546</sup>. Le système de divulgation d'informations influence les décisions des émetteurs de coter leurs titres sur un marché donné<sup>547</sup>. Pour les émetteurs étrangers,

---

<sup>545</sup> Voir par exemple le considérant 18 de la Directive 2003/71/CE, *op. cit.* Dans le même sens, voir : la Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières, considérant «*qu'une information adéquate et complète sur les valeurs mobilières et leurs émetteurs est de nature à assurer cette protection des investisseurs*». Voir également: James D. COX, «Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets», *op. cit.*, p. 1211.

<sup>546</sup> Pour obtenir de plus amples renseignements sur cette différence voir par exemple Amir N. LICHT, «Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation», *The Yale Journal Of International Law*, Vol. 24:61-1999, p. 61 ; James D. COX, «Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets», *op. cit.*, p. 1212.

<sup>547</sup> Voir la comparaison entre l'attractivité des marchés américains d'un côté, et des marchés de Tokyo et de Londres de l'autre, faite par M. JAMES D. COX dans son article «Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition», *op. cit.*, p183. L'auteur note que les sociétés japonaises cotées sur le marché de Londres (aucune entreprise japonaise était cotée sur le marché de NASDAQ à l'époque) «*do not find that the benefits of listing their shares in the United States provide sufficient reward for the additional disclosure duties and associated costs*» et que «*Both the reluctance of foreign issuers to list their shares for trading in the United States and the larger number of U.S. issuers who raise capital abroad point to a single financial truth: the overall rewards of investing and raising capital abroad are greater than the discounting that occurs due to less demanding foreign disclosure standards*».

les règles de divulgation d'informations constituent les principaux obstacles liés à l'offre multinationale et à la commercialisation des valeurs mobilières<sup>548</sup>. Les émetteurs étrangers se plaignent que les exigences du droit boursier américain ayant une application extraterritoriale peuvent entrer en conflit avec les pratiques de divulgation d'informations et les principes de comptabilité applicables dans leurs propres pays. Du surcroît, l'application des mêmes règles de divulgation d'informations, aux émetteurs étrangers et américains, conduit à placer les émetteurs étrangers dans une situation désavantageuse, certaines exigences américaines en matière de divulgation d'informations étant incompatibles avec les pratiques commerciales et les principes comptables étrangers<sup>549</sup>. La soumission aux *U.S. disclosure requirements* oblige les émetteurs étrangers à avoir recours aux comptables, auditeurs et cabinet d'avocat américains et à adapter leurs rapports aux exigences américaines. Tout ceci engendre des coûts élevés et peut être considéré comme une discrimination à l'égard des émetteurs étrangers<sup>550</sup>. En effet, la différence des normes comptables utilisées d'une autorité à l'autre, conduit nécessairement à une différence dans les rapports présentés. Cette divergence constitue un obstacle et un facteur de découragement pour les entreprises qui cherchent à accéder à un nouveau marché<sup>551</sup>. Une étude montre que la divulgation d'informations constitue une difficulté pour 54% des émetteurs étrangers et que l'*Accounting Reconciliation* constitue une difficulté pour 51% d'entre eux<sup>552</sup>. Un auteur a estimé que 10 % des émetteurs européens n'ont pas tenté d'accéder aux marchés financiers américains en raison des

---

<sup>548</sup> Selon une étude, parmi les quatre principales difficultés, la divulgation d'informations figure en haut de la liste des difficultés rencontrées par les émetteurs étrangers qui souhaitent coter leurs titres sur le marché américain: 54 % des émetteurs étrangers ont cité la divulgation d'informations comme un obstacle, 51 % ont cité l'*accounting reconciliation*, 32 % ont cité les coûts de l'inscription sur le marché et 26 % ont cité la crainte de la responsabilité ; James A. FANTO & Roberta S. KARMEL, «A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 3:1-1997, p. 51. Voir également : Bingbin LU, «International harmonization of disclosure rules for cross-Border securities offerings: A chinese perspective», *op. cit.*, p. 245. Voir dans le même sens : Amir N. LICHT, «International diversity in securities regulation: Some roadblocks on the way to convergence», *Cardozo Law Review*, Vol. 20:227-1998, p. 227 ; Shahrokh M. SAUDAGARAN & Gary C. BIDDLE, «Financial Disclosure Levels and Foreign Stock Exchange Listing Decisions», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, No. 2, 1992, p.106.

<sup>549</sup> Robert P. AUSTIN, «Regulatory principles and the internationalization of securities markets», *Law And Contemporary Problems*, [Vol. 50: No. 3. Page 221: Summer 1987].

<sup>550</sup> Ibid.

<sup>551</sup> Dania S. BECKER, «Less can be more: Recent examples of cooperation between the United States and European Union on securities regulation», *Washington University Global Studies Law Riview*, Vol. 8:139-2009.

<sup>552</sup> James A. FANTO & Roberta S. KARMEL, «A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing», *op. cit.*, p.51.

problèmes associés à la réconciliation avec les U.S GAAP<sup>553</sup>.

Ces problèmes ont incité certains émetteurs à quitter les marchés américains pour d'autres marchés. Pour cette raison, la Commission a choisi d'adopter certains allègements et de coopérer avec ses homologues.

### **c: atténuation de l'extension des règles de divulgation d'informations applicables aux entreprises étrangères**

Si la SEC a accordé aux règles de divulgation d'informations une application extraterritoriale, Parallèlement elle a essayé d'apporter certaines facilités aux entreprises étrangères enregistrées aux États-Unis. La SEC a agi, soit de manière unilatérale dans l'objectif de rendre les marchés américains plus attractifs, soit en coopération avec les autres autorités nationales et au sein des organisations internationales, pour atténuer leur ressentiment résultant de l'application extensive des dispositions boursières américaines et pour réduire la différence entre les règles applicables par les différents pays.

La SEC part de l'hypothèse qu'il est dans l'intérêt des investisseurs américains et des marchés américains de demander aux émetteurs étrangers la divulgation d'informations moins volumineuses et détaillées que celles demandées aux émetteurs américains<sup>554</sup>. Elle a fait, et continue de faire, des efforts pour rendre les réglementations boursières américaines plus appropriées aux émetteurs étrangers<sup>555</sup> en s'appuyant sur l'idée que certains pays, en particulier les pays européens, ont réduit l'écart entre leurs législations et celles des États-Unis. Dans ce contexte, elle a promulgué certaines règles qui sont relativement moins rigoureuses que celles applicables aux émetteurs nationaux. En 1935, la SEC a exempté les émetteurs étrangers de deux dispositions clés de la Loi *Exchange Act*, à savoir les règles du *proxy* de l'article 14 et les règles de déclaration et de

---

<sup>553</sup> Howell E. JACKSON & Eric J. PAN, «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II», *Virginia Law & Business Review*, N°2, Vol:3:207-2008.

<sup>554</sup> Robert P. AUSTIN, «Regulatory principles and the internationalization of securities markets», *op. cit.*, p. 221.

<sup>555</sup> «I believe that the SEC has set a good example for regulators around the world in accommodating the special needs of foreign issuers that seek to raise capital in the U.S. markets», Barbara S. THOMAS (Commissioner), U.S. Securities and Exchange Commission, «Extraterritoriality in an era of internationalization of the securities markets: The need to revisit domestic policies», International Law Weekend, The Association of the Bar of the City of New York, New York November 12, 1982.

responsabilité concernant les *short-swing profits* de l'article 16.

En 1977 la Commission a proposé un formulaire de déclaration pour les émetteurs étrangers qui leur demandait de suivre les règles applicables aux émetteurs nationaux<sup>556</sup>. Certains auteurs ont recommandé à la Commission de réévaluer le système de divulgation d'informations<sup>557</sup>. L'adoption d'un système moins exigeant, attire les émetteurs étrangers vers les marchés américains, à condition que cela n'engendre pas un préjudice pour la protection des investisseurs et ne conduise pas à un *race to the bottom*. Cela permet en outre aux investisseurs américains d'investir sur un marché local, tout en ayant accès à des informations sur ces émetteurs, informations qu'ils n'auraient pas nécessairement en investissant sur un marché étranger. À la suite de ces recommandations, des modifications importantes ont été apportées aux exigences de divulgation d'informations.

En 1979, la SEC a adopté le *Form 20-F*<sup>558</sup> qui modifie le contenu des rapports annuels déposés par les émetteurs étrangers en vertu de la loi de 1934. Ce formulaire est semblable au *Form 10-K* utilisé par les émetteurs américains. Aux États-Unis, tout émetteur étranger qui lance une offre au public ou inscrit ses titres sur un marché, doit déposer chaque année ledit document auprès de la SEC. Ont été adoptés, des allègements dans l'obligation d'information sectorielle pour les émetteurs étrangers<sup>559</sup>. La Commission a aussi adopté le *foreign integrated disclosure system*<sup>560</sup>, qui a introduit trois documents d'enregistrement à déposer auprès de la SEC en vertu de la loi 1933 appelés formulaires F-1, F-2 et F-3. Ce système ressemble fortement au *domestic integrated system*<sup>561</sup> adopté en 1982 dans l'objectif de rationaliser les exigences de divulgation doublées qui existent à la

---

<sup>556</sup> Robert C. POZEN, «International Securities Markets: Comparative Disclosure Requirements», *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, Vol. 3: 392 (1981), p. 209.

<sup>557</sup> Robert P. AUSTIN, «Regulatory principles and the internationalization of securities markets», *op. cit.*, p. 221.

<sup>558</sup> «*Form 20-F is an annual report form for foreign issuers reporting under the Exchange Act that is somewhat similar to the Form 10-K used by domestic issuers*», Barbara S. THOMAS (Commissioner), U.S. Securities and Exchange Commission, «Extraterritoriality in an era of internationalization of the securities markets: The need to revisit domestic policies», *op. cit.*

<sup>559</sup> For exemple: only revenue, rather than profits, must be disclosed by industrial and geographic segments, management remuneration can be disclosed on an aggregate basis only, permitting to use foreign accounting principles in the preparation of financial statements. See SEC Securities Act Release No. 6360, 46 Fed. Reg. 58,511 (Nov. 20, 1981) ; SEC Securities Exchange Act Release No. 16371 (Nov. 29, 1979). Furthermore, issuers are not required to comply with SEC proxy and insider reporting rules and do not have to make quarterly reports. See also SEC Rules 3a12-3(b) & 13a-13, 17 C.F.R. §§ 240.3a12-3(b) & 240.13a-13(b)(2) (1986).

<sup>560</sup> SEC Securities Act Release No. 6437, 1982 WL 35947 (Nov. 19, 1982).

<sup>561</sup> SEC Securities Act Release No. 6383, 47 Fed. Reg. 11,380 (Mar. 3, 1982).

fois dans l'*Exchange Act* et la *Securities Act*, de réduire les coûts et de faciliter l'accès aux marchés de capitaux des États-Unis<sup>562</sup>. En outre, dans ses communiqués portant sur les offres publiques transfrontalières, la Commission a adopté plusieurs facilités concernant l'application de la loi *Williams Act* et les dispositions d'enregistrement de la loi *Securities Act*, relatives aux appels d'offre multinationaux et aux offres d'échange par les soumissionnaires non-américains<sup>563</sup>. Ces facilités étaient nécessaires, puisque la divulgation d'informations et la réconciliation des normes comptables constituent les obstacles principaux rencontrés par les émetteurs étrangers souhaitant accéder aux marchés américains. En effet, ces émetteurs se trouvaient dans l'obligation de présenter des rapports spéciaux à chaque autorité concernée. À la suite de ces allègements, les exigences de divulgation d'informations, par les émetteurs étrangers, sont devenues moins strictes. Les émetteurs étrangers sont autorisés à utiliser les déclarations financières préparées conformément aux principes comptables de leur pays, et cela sous certaines conditions dont leurs conformités à la *Regulation S-X* et *U.S. GAAP* en fournissant divers renseignements, y compris l'information sectorielle complète<sup>564</sup>. La rémunération globale des directeurs peut être divulguée plutôt que celle de chaque directeur<sup>565</sup> ; les émetteurs étrangers peuvent utiliser les déclarations financières jusqu'à six mois au lieu de 135 jours dans le cas des émetteurs américains ; et certains émetteurs étrangers sont exonérés de l'obligation de fournir des informations sectorielles complètes<sup>566</sup>.

Si le droit américain a fait un pas en arrière en 2002 avec la loi SOX, en demandant aux sociétés qui préparent leur état financier conformément à d'autres normes que les US GAAP, d'opérer une réconciliation entre les normes utilisées et les US GAAP, dès lors que des différences

---

<sup>562</sup> Barbara S. THOMAS (Commissioner), U.S. Securities and Exchange Commission, «Extraterritorial application of the United States securities laws: The need for a balanced policy», Sixth Multi-Choice International Corporate Finance Conference seminar Services International, London, United Kingdom, October 29, 1981. Certains auteurs critiquaient ces allégations octroyées aux émetteurs étrangers parce qu'ils ne trouvent pas de base légale justifiant le fait que ces émetteurs ne soient pas soumis strictement aux lois des pays d'accueil. Voir Mark Q. CONNELLY, «Multinational Securities Offerings: A Canadian Perspective», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 50, No. 3, (Summer, 1987), p. 251.

<sup>563</sup> International Tender and Exchange Offers, SEC Securities Act Release No. 6897, 56 Fed. Reg. 27582 (June 5, 1991) ; SEC Exchange Act Release No. 34-29275 [1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) para. 84,803, (June 5, 1991).

<sup>564</sup> Voir SEC Regulation S-X Rule 4-01(a), 17 C.F.R. § 210.4-01(a) (1986).

<sup>565</sup> Form 20-F, General Instructions, Items 11 and 13, *reprinted in* 4 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 29,721 (Dec. 31, 1983).

<sup>566</sup> Pour obtenir de plus amples renseignements sur ces points, voir Integrated Disclosure System for Foreign Private Issuers, Exchange Act Release No. 6360, [1981-1982 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 83,054 (Nov. 20, 1981) ; Form 20-F, 4 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 21,754 (1985).

substantielles existaient entre les deux, un progrès important a récemment été effectué. En effet, depuis mars 2008, la SEC ne demande plus aux émetteurs étrangers de rendre conforme leurs états financiers aux exigences du GAAP, s'ils les présentent conformément aux normes internationales d'informations financières (IFRS)<sup>567</sup>. L'année 2005 fut la première année au cours de laquelle les émetteurs européens enregistrés aux États-Unis étaient autorisés à préparer leurs états financiers conformément aux IFRS<sup>568</sup>. Ainsi, des auteurs ont estimé que : «*one of the most important disclosure developments in the past few years was the decision by the SEC to allow foreign issuers to report financial results under international financial reporting standards (IFRS) adopted by the International Accounting Standards Board, without reconciliation with U.S. GAAP (which are promulgated by the Financial Accounting Standards Board in the U.S.)*»<sup>569</sup>. Il y a lieu de noter que considérant que l'Union européenne est le client le plus important de l'IASB, la démarche de la SEC, qui consiste à permettre aux émetteurs étrangers, et plus tardivement aux émetteurs américains, de présenter leurs états financiers conformément aux IFRS, peut être justifiée par la crainte de l'eupéanisation des normes comptables internationales et de ses effets sur la compétitivité des marchés américains, et enfin par le souhait qu'elle a de jouer un rôle plus important au sein des organisations internationales<sup>570</sup>.

En plus de ces efforts unilatéraux, la Commission a pu exprimer sa compréhension, vis-à-vis des préoccupations des autres États, au sujet de l'application extraterritoriale de certaines dispositions américaines qui porte atteinte indûment à la souveraineté des nations étrangères. Une telle pratique peut créer des difficultés pour les émetteurs étrangers, déjà soumis aux législations étrangères applicables<sup>571</sup>, et peut également créer des réactions indésirables de la part des gouvernements étrangers<sup>572</sup>. C'est pour cette raison que la SEC a eu recours au mécanisme de

<sup>567</sup> Acceptance From Foreign Private Issuers of Financial Statements Prepared in Accordance With International Financial Reporting Standards Without Reconciliation to GAAP, Securities Act Release No. 33-8879 (December 21, 2007), 73 Fed. Reg. 986 (January 4, 2008) ; Securities Exchange Act Release No. 57026 (December 21, 2007), 73 Fed. Reg. 986 (January 4, 2008).

<sup>568</sup> Paul S. ATKINS, «Remarks before the European Institute of the University of Gent», Speech by SEC Commissioner, Brussels, Belgium, June 23, 2005, available at <http://www.sec.gov/news/speech/spch062305psa.htm>.

<sup>569</sup> Donald C. Langevoort, U.S. Securities Regulation and Global Competition, *op. cit.*, p. 8.

<sup>570</sup> *Ibid.*, p. 8-10.

<sup>571</sup> Voir à titre d'exemple Rapport H.R. No. 97-258 dans lequel la Commission a manifesté ses craintes de l'imminente législation qui prévoit l'application des *margin provisions* aux institutions financières étrangères: H.R. Rep. No. 97-258, p. 21 (Sept. 1981).

<sup>572</sup> Barbara S. THOMAS, «Extraterritoriality in an era of internationalization of the securities markets: The need to revisit domestic policies», *Rutgers Law Review*, n° 3, Vol. 35 : 453-1983.

coopération. Nous reviendrons sur ce sujet dans le deuxième titre de cet étude.

## **2. L'exigence de divulgation d'informations en droit français, un champ d'application limité géographiquement**

À l'instar de l'obligation d'enregistrement, celle de divulgation d'informations d'un État membre, produit des effets extraterritoriaux sur les territoires de tout les autres États membres. Un ensemble d'obligations d'informations est mis à la charge des intermédiaires et des émetteurs de titres financiers. Ces obligations s'appliquent aux opérateurs intervenant sur les marchés boursiers de l'UE. En revanche, aucune obligation d'informations n'est mise à la charge des opérateurs agissant uniquement sur des marchés des pays tiers.

### **a: l'extension de l'obligation d'information mise à la charge des intermédiaires**

Un ensemble d'obligations d'informations est mis à la charge des intermédiaires<sup>573</sup>. L'article L. 533-12 du Code monétaire et financier prévoit une obligation, à la charge des prestataires de services d'investissement, de communiquer à leurs clients, notamment leurs clients potentiels, toutes les informations<sup>574</sup>, y compris à caractère promotionnel, leur permettant de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause<sup>575</sup>. Les intermédiaires sont également soumis à une obligation de déclaration et à une obligation d'information à l'égard du public<sup>576</sup> et des autorités compétentes<sup>577</sup>.

---

<sup>573</sup> Voir par exemple l'article 314-11 et suivants, article 315-45 du Règlement général de l'AMF ; les articles 533-12-I, 533-24, 561-5 et suivants du Code monétaire et financier ; les articles 19, 21, 26 et 28 de la Directive MIF, *op. cit.*

<sup>574</sup> Les informations fournies dépendent de la qualité du client, professionnel ou non, voir l'article 314-18 et suivants du Règlement général de l'AMF.

<sup>575</sup> Voir article 19-8 de la directive MIF, *op. cit.* Le Règlement général de l'AMF précise les caractéristiques, le contenu et le moment de la communication de l'information (Article 314-10 et suivants du Règlement général de l'AMF).

<sup>576</sup> Les PSI fournissent des informations suffisantes au public et veillent à ce que l'accès à ces informations soit rendu facile pour permettre aux investisseurs de se forger un jugement en matière d'investissement (Article 14-2 de la Directive MIF, *op. cit.*).

<sup>577</sup> Ils fournissent à l'autorité compétente toutes les informations nécessaires pour vérifier qu'ils ont rempli les obligations prévues par la Directive MIF (Articles 7-2, 10-5 et 9-2 de la Directive MIF, *op. cit.*). Ils publient leurs comptes annuels dans des conditions fixées par l'Autorité des normes comptables après avis du Comité consultatif de la



Ils doivent par exemple, déclarer à l'AMF toutes les transactions effectuées sur un instrument financier, admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'EEE ou sur un système multilatéral de négociation, quels que soient le lieu et les modalités d'exécution de la transaction<sup>578</sup>, et en conserver un enregistrement<sup>579</sup>. Sont soumises à la même obligation les succursales établies en France, de prestataires agréés dans un État partie à l'accord sur l'EEE autre que la France, pour les transactions qu'elles effectuent sur le territoire français<sup>580</sup>.

Les PSI établis dans des États parties à l'accord sur l'EEE autre que la France, sont soumis au principe de l'État d'origine et doivent donc faire leurs déclarations auprès des autorités compétentes de ces États. «*La directive MIF pose le principe d'une déclaration unique à l'autorité compétente du prestataire, à la charge ensuite pour cette dernière d'assurer l'envoi des informations pertinentes aux autres régulateurs concernés*»<sup>581</sup>. Par le biais de ce principe, les déclarations faites dans un État membre produisent leurs effets sur le territoire de tout les autres États membres.

Lorsqu'ils souhaitent, établir une succursale sur le territoire d'un autre État membre, fournir des services, exercer des activités sur le territoire d'un autre État membre pour la première fois, ou encore modifier la gamme des services fournis ou des activités exercées, les PSI doivent fournir aux autorités compétentes de leurs États d'origine les informations prévues dans les articles 31 et 32 de la Directive MIF. Toutefois, l'article 511-24 du Code monétaire et financier mentionne certaines dispositions qui demeurent applicables à certains intermédiaires, dont le siège social est établi dans un autre État membre que la France. À titre d'exemple sont citées, celle concernant le respect du

---

législation et de la réglementation financières (Article L. 511-37 du Code monétaire et financier). Ils doivent avertir sans délai l'AMF de toute opération susceptible de constituer une opération d'initié ou une manipulation de cours (Article L. 621-17-2 du Code monétaire et financier et articles 315-42 à 315-44 du Règlement général de l'AMF. Voir les articles 7 à 11 de la Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, Journal officiel de l'Union européenne, 30.4.2004).

<sup>578</sup> Article 315-46 du Règlement général de l'AMF.

<sup>579</sup> Article 25 de la Directive MIF, *op. cit.*

<sup>580</sup> L'article 61-1 de la directive MIF prévoit que l'État membre d'accueil peut exiger de toute entreprise d'investissement ayant une succursale sur son territoire la transmission des rapports périodiques relatives aux activités de cette succursale.

<sup>581</sup> Thierry BONNEAU et France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers, op. cit.*, p. 567.

secret financier, et celle qui prévoit l'addition d'une mention explicative à la dénomination sociale lorsque cette dernière est susceptible de créer des confusions ou de faire croire que l'établissement de crédit ou l'établissement financier peut fournir d'autres services que ceux pour lesquels il bénéficie de la liberté d'établissement ou de la libre prestation de services. Les PSI des pays tiers agréés dans un État partie à l'accord sur l'EEE, font leurs déclarations auprès de l'autorité compétente dudit État, tout en sachant qu'ils ne bénéficient pas du régime du passeport européen.

## **b: l'extension de l'obligation d'information mise à la charge des émetteurs**

Les émetteurs d'instruments financiers sont soumis à plusieurs obligations d'informations. Certaines d'entre elles ont un caractère ponctuel et ne sont demandées qu'à l'occasion d'une offre au public ou d'une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers, d'autres ont un caractère périodique ou continu et sont mises à la charge des émetteurs côtés.

## **I: les effets extraterritoriaux du prospectus destiné à l'information du public**

L'article 412-1 du Code monétaire et financier et l'article 212-6 du Règlement général de l'AMF exigent, que toute personne ou entité qui procède à une offre au public ou à une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé de titres financiers<sup>582</sup>, ou de tous instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger, doivent, sauf dans les cas de dispense prévues dans le règlement général de l'AMF, publier un document qui prend la forme d'un prospectus destiné à l'information du public<sup>583</sup>. Le prospectus est soumis, selon le cas, à un visa préalable attribué par l'AMF<sup>584</sup> ou par l'autorité compétente d'un autre État membre de l'Union

---

<sup>582</sup> See the Committee of European securities regulators, standards NO. 1 on financial information: enforcement of standards on financial information in Europe, CESR/03-073, 12 March 2003, Principle 9.

<sup>583</sup> Article 412-1 du Code monétaire et financier.

<sup>584</sup> L'article L. 621-8 détermine les cas dans lesquels l'AMF est l'autorité compétente pour viser le projet de prospectus. Pour toute opération réalisée sur l'EEE, l'AMF est l'autorité compétente pour viser le prospectus lorsque :

- 1- l'émetteur a son siège statutaire en France et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé porte sur les titres mentionnés à l'article 621-8-I du Code monétaire et financier.
- 2- l'émetteur a son siège social en France et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé

européenne ou partie à l'accord sur l'EEE<sup>585</sup>.

Une fois le visa approuvé et obtenu, le prospectus doit être déposé auprès de l'AMF (lorsqu'elle est l'autorité compétente) et mis à la disposition du public par l'émetteur le plus tôt possible et, le cas échéant, au plus tard au début de l'offre au public ou de l'admission aux négociations sur le marché réglementé. Lorsque l'opération est réalisée sur le territoire de plusieurs États membres de l'UE ou parties à l'accord sur l'EEE, l'AMF délivre, à la demande de l'émetteur, aux autorités de contrôle des autres États membres un certificat d'approbation attestant que le prospectus a été établi conformément à la directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003, ainsi qu'une copie dudit prospectus<sup>586</sup>.

Les émetteurs pour qui l'autorité compétente n'est pas l'AMF, peuvent réaliser une offre au public ou une admission aux négociations sur le marché français en profitant du passeport européen. En effet, lorsque l'offre au public ou l'admission aux négociations des titres financiers est prévue dans plusieurs États membres, y compris en France, le prospectus approuvé par l'autorité compétente d'un autre État membre est valable en France, à condition que l'AMF reçoive la notification du prospectus approuvé<sup>587</sup>. À la demande de l'émetteur, l'autorité compétente qui a approuvé le prospectus notifie à l'AMF le certificat d'approbation avec une copie du prospectus, accompagnés, le cas échéant, d'une traduction du résumé en français<sup>588</sup>. L'émetteur doit établir une adresse en France, afin de pouvoir communiquer avec l'AMF : recevoir toute correspondance de sa part, lui transmettre tous documents et informations nécessaires, et répondre à toute demande d'information<sup>589</sup>. L'émetteur doit également satisfaire à l'ensemble des obligations d'informations périodiques et permanentes imposées par les législations et réglementations de l'État membre où se trouve l'autorité compétente à laquelle il est rattaché.

Conformément aux dispositions des articles 211-1, 212-1 et 212-6 du règlement général de

---

est réalisée en France et porte sur les titres mentionnés à l'article 621-8-II du Code monétaire et financier.

3- l'émetteur a son siège statutaire hors de territoire de l'EEE et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé porte sur des instruments financiers dont la première émission ou admission à la négociation sur le territoire de l'EEE a eu lieu en France.

4- pour toute offre au public ou admission aux négociations sur un marché réglementé réalisée en France et portant sur des instruments financiers autres que ceux mentionnés aux 1 et 2.

<sup>585</sup> Article 212-1 du Règlement général de l'AMF.

<sup>586</sup> Ibid., Article 212-39.

<sup>587</sup> Ibid., Article 212-40.

<sup>588</sup> Ibid., Article 212-3.

<sup>589</sup> Ibid., Article 214-1.

l'AMF, sont soumis à l'obligation de dépôt d'un prospectus les émetteurs qui procèdent à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché réglementé sur le territoire de l'EEE. Le droit boursier français a, en effet, un impact sur les sociétés de droit étranger qui interviennent sur le marché français. Néanmoins, dès lors que les sociétés, françaises ou non, agissent sur le marché d'un pays tiers (non-membre de l'UE), leur impact est limité. Selon la logique de primauté des règles de fonctionnement du marché boursier, les sociétés de droit étranger qui procèdent à une offre au public ou à une admission des titres financiers aux négociations sur un marché boursier français sont, à l'exemple de leurs succursales établies en France, «*soumises à un certain nombre de règles françaises de marché, sans distinction de forme sociale ou de nationalité, parmi lesquelles les obligations d'information portant sur les procédures de contrôle interne et les conditions de préparation et d'organisation des travaux du conseil*»<sup>590</sup>. En ce qui concerne les émetteurs français, qui procèdent à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché boursier d'un pays tiers, ils ne sont pas soumis aux obligations d'informations prévues par les réglementations européennes. Celles-ci n'ont pas, sur ce point, une dimension extraterritoriale. Lesdits émetteurs sont soumis aux obligations d'informations imposées par les législations et les réglementations de l'État du marché. Ce principe est également applicable aux émetteurs étrangers qui procèdent à une offre au public ou à une admission aux négociations sur un marché d'un pays tiers. En effet, ces émetteurs ne présentant aucun lien de rattachement à la France, ne sont pas soumis au droit des marchés financiers ni à la surveillance de l'AMF<sup>591</sup>.

## **II : les effets extraterritoriaux de l'obligation de divulgation d'informations périodiques et continues**

L'information continue constitue une obligation permanente mise à la charge des émetteurs côtés. Dès la réalisation de certains événements ou opérations, certaines informations doivent être communiquées. Cette obligation est illustrée par le régime des franchissements de seuils<sup>592</sup>.

D'ailleurs, les émetteurs dont le siège statutaire est établi en France et dont les titres

---

<sup>590</sup> Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, Rapport d'information n° 431 (2003-2004) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, 27 juillet 2004, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/r03-431/r03-4315.html>.

<sup>591</sup> Thierry BONNEAU, France DRUMMOND, *Droit des marchés financiers*, op. cit., p. 617.

<sup>592</sup> Thierry BONNEAU, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant 3<sup>ème</sup> édition, 2016, p. 469.

financiers sont admis aux négociations sur un marché français ou sur un marché d'un État partie à l'accord sur l'EEE, doivent publier et déposer auprès de l'AMF des informations périodiques (rapports financiers annuels, rapports financiers semestriels, l'information financière trimestrielle...) et doivent rendre publiques les informations requises par le Code monétaire et financier et par le Règlement général de l'AMF<sup>593</sup>. Au surplus, ils doivent rendre publiques les informations requises par le Code de commerce<sup>594</sup>, en particulier, les éléments relatifs au fonctionnement interne des organes des sociétés, à la rémunération des principaux dirigeants et aux règles de gouvernance appliquées. Cette dernière obligation n'est applicable qu'aux sociétés françaises. En effet, les émetteurs dont le siège statutaire est situé dans un État membre de l'UE ou de l'EEE, sont soumis à des dispositions identiques, en raison de la transposition dans ces autres États de la directive 2006/46/CE<sup>595</sup>.

Les dispositions, en droit boursier français, portant sur la divulgation d'informations s'appliquent également à tout émetteur qui procède à une offre au public ou à une admission aux négociations des titres financiers sur un marché réglementé. Si l'émetteur est également coté sur un autre marché, il doit s'assurer que l'information qu'il a donné à l'étranger a bien été transmise simultanément en France<sup>596</sup>. En effet, aux termes de l'arrêt de la 1<sup>ère</sup> chambre de la Cour d'appel de Paris, «*les dispositions d'ordre public économique de la loi du 2 juillet 1996 et le règlement général du Conseil des marchés financiers (actuellement, le règlement général de l'AMF) s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français*»<sup>597</sup>. Concernant, d'abord, les émetteurs dont le siège social est établi hors de France, dont des titres mentionnés au 1<sup>o</sup> de II de l'article 451-1-2 du Code monétaire et financier sont admis aux négociations sur un marché réglementé français, ils sont soumis aux obligations d'informations lorsqu'ils choisissent l'AMF comme autorité compétente pour contrôler le respect desdites obligations<sup>598</sup>. Concernant ensuite les émetteurs des pays tiers, dont des titres mentionnés aux I de l'article L.451-1-2 du Code monétaire et financier sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'EEE, les

---

<sup>593</sup> Article 222-1 du Règlement général de l'AMF. Voir également : l'article 451-1-2-I du Code monétaire et financier.

<sup>594</sup> Voir l'article 621-18-3 du Code monétaire et financier.

<sup>595</sup> Arlette GROSSKOST, Rapport fait au nom de la Commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la République sur le projet de loi (N° 411) portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, Paris, Assemblée nationale, 16 avril 2008, N° 817, en ligne :

[http://www.assemblee-nationale.fr/13/rapports/r0817.asp#P1499\\_444002](http://www.assemblee-nationale.fr/13/rapports/r0817.asp#P1499_444002).

<sup>596</sup> Article 223-8 du Règlement général de l'AMF.

<sup>597</sup> CA Paris, 1<sup>er</sup> ch, 13 janvier 1998, Sté TEKNECOMP Holding International BV c/CMF, Le Cannu Paul, Bull. Joly Bourse et produits financiers 1993, p. 396 ; A. Viandier, JCP éd. E 1993, II, 457, Ch. Goyet, RJcom., 1993, p. 244.

<sup>598</sup> Article 222-1-1<sup>o</sup> du Règlement général de l'AMF.

dispositions de la divulgation d'informations françaises s'appliquent auxdits émetteurs lorsqu'ils choisissent la France pour offrir leurs titres au public pour la première fois ou pour faire la première demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé<sup>599</sup>. Dans tous les cas, l'AMF peut demander à tout émetteur qui intervient sur un marché français et/ou toute personne agissant en son nom ou pour son compte, la publication, dans des délais appropriés, des informations qu'elle considère nécessaires à la protection des investisseurs et au bon fonctionnement du marché. Si l'émetteur ne répond pas à la demande de l'AMF, celle-ci peut procéder elle-même à la publication de ces informations<sup>600</sup>.

Il y a lieu de noter, pour les sociétés des pays tiers, que les directives Prospectus et Transparence ont adopté des dispositions de contrôle de l'équivalence des réglementations des États tiers. L'objectif de ces dispositions consiste à faciliter l'accès des émetteurs des pays tiers au marché européen. Selon la directive Prospectus, pour tout prospectus se rapportant à une offre au public ou à une admission à la négociation sur un marché réglementé, l'autorité compétente d'un État membre peut l'approuver si son émetteur est établi dans un pays tiers (siège social), lorsqu'elle estime qu'il est soumis à des obligations d'informations équivalentes. Afin que ces obligations soient considérées équivalentes, le prospectus doit être établi selon des normes internationales édictées par les organisations internationales, notamment les normes de publicité de l'OICV, et doit contenir des informations, particulièrement financières, équivalentes à celles exigées par les réglementations européennes<sup>601</sup>. Le prospectus ainsi visé sera reconnu par les autres États membres. De la même manière, l'autorité compétente de l'État membre d'origine peut exempter les émetteurs des pays tiers, des obligations européennes d'informations lorsque la loi du pays tiers en question fixe des obligations équivalentes ; ou lorsque cet émetteur satisfait les obligations de la loi du pays tiers, jugées équivalentes par l'autorité compétente de l'État membre d'origine<sup>602</sup>. Ainsi, l'article 451-1-2-VIII du Code monétaire et financier autorise l'AMF à dispenser des obligations de divulgations d'informations prévues par cet article, les émetteurs de pays tiers qui sont soumis à des obligations jugées équivalentes par cette dernière. Toutefois, la réglementation européenne régit, en particulier les dispositions de la directive transparence, les modalités du dépôt et de publication de ces

---

<sup>599</sup> Ibid., Article 222-1-3°.

<sup>600</sup> Ibid., Article 223-10.

<sup>601</sup> Article 20-1 de la Directive 2003/71/CE, *op. cit.*

<sup>602</sup> Article 23-1 paragraphe 1 de la Directive 2004/109/ CE du Parlement européen et du Conseil, du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, Journal officiel de l'Union européenne, L 390/38, 31.12.2004.

informations<sup>603</sup>. Le règlement général de l'AMF prévoit que, lorsqu'un émetteur d'un pays tiers bénéficie des exemptions susvisées, il doit cependant diffuser, conserver et déposer les informations jugées équivalentes par l'AMF selon les modalités définies aux articles 221-3 à 221-5 de ce Règlement. Il incombe donc à l'autorité compétente de l'État membre d'origine de s'assurer que soient rendues publiques les informations importantes divulguées dans un pays tiers, conformément aux dispositions de la Directive Transparence<sup>604</sup>. Il convient de noter qu'il échoit à la Commission européenne, d'adopter des mesures destinées à établir des critères d'équivalence généraux tant en ce qui concerne le prospectus que les informations à publier<sup>605</sup>.

En général, la directive Prospectus et la directive Transparence déterminent d'un côté, les informations qui doivent être publiées et déposées auprès des autorités compétentes des États parties à l'accord sur l'EEE et, d'un autre côté, la coordination des pouvoirs entre lesdites autorités. À ces deux directives s'ajoute aussi l'avis du CESR sur l'équivalence. Ensemble, ces outils constituent les principales règles relatives à la divulgation d'informations applicables aux émetteurs désirant lever des capitaux dans un ou plusieurs pays parties à l'accord sur l'EEE. Ces principes s'appliquent à chaque fois que l'émetteur, domicilié dans l'UE ou dans un pays tiers, procède à une opération d'offre au public ou à une demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé de l'UE.

Certaines obligations d'informations peuvent avoir une application extraterritoriale. Cela résulte soit du fait de l'harmonisation des réglementations européennes, soit des dispositions nationales qui ont tendance à être appliquées extraterritorialement. L'harmonisation des réglementations européennes permet aux procédures et documents approuvés dans un État membre de produire des effets sur les territoires des autres États membres. Ainsi par exemple, lorsqu'un émetteur espagnol choisit l'AMF comme autorité compétente, il doit déposer auprès de celle-ci des informations concernant des opérations effectuées sur des marchés non français. Lorsque l'AMF est l'autorité compétente, elle veille à ce que les émetteurs soumis à son contrôle publient les

---

<sup>603</sup> Article 23-1 paragraphe 2 de la Directive 2004/109/ CE, *op. cit.*

<sup>604</sup> *Ibid.*, Article 23-3.

<sup>605</sup> *Ibid.*, Article 23-4 et Article 1-19 de la Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, Journal officiel de l'Union européenne, L 327/1, 11.12.2010.

informations prévues par les législations et réglementations<sup>606</sup> «*quand bien même leurs titres seraient admis en tout ou parties sur un marché étranger*»<sup>607</sup>. L'AMF peut aussi exiger des émetteurs, des personnes qu'ils contrôlent ou qui les contrôlent, et de leurs commissaires aux comptes ou contrôleurs légaux ou statutaires, même si ceux-ci sont installés et exercent leurs activités en dehors de la France, qu'ils fournissent tous documents et informations utiles. Les informations et le prospectus déposés auprès de l'AMF produisent ensuite des effets dans tous les pays européens. Deuxièmement, les réglementations nationales en matière d'obligation d'information peuvent s'appliquer de manière extraterritoriale. C'est par exemple le cas de l'obligation d'information de franchissement du seuil prévue dans le Code de commerce et le Code monétaire et financier. Cette obligation est applicable à toute personne et toute entité, française ou étrangère, régie par le droit boursier français ou non, qui intervient sur les actions d'une société française admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'EEE ou ; sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à l'article L. 211-3 du Code monétaire et financier. Par conséquent, les sociétés tant françaises qu'étrangères, qui viennent de dépasser les seuils à la hausse ou à la baisse, mentionnés à l'article L. 233-7 du Code de commerce, reproduits dans l'article L. 451-2 du Code monétaire et financier, doivent en informer la société française dont les actions sont concernées et l'AMF, sauf dans les cas énumérés dans l'article 223-13 du Règlement général de l'AMF.

Lorsqu'elle est l'autorité compétente, l'AMF dispose de très larges pouvoirs. Le principe européen de l'État d'origine/l'État d'accueil, prévu dans les directives Prospectus et Transparence, laisse à l'autorité compétente de l'État d'origine un pouvoir prépondérant<sup>608</sup>. Elle approuve le prospectus et régit les modalités d'établissement et de diffusion d'informations. L'autorité de l'État d'accueil, ne peut imposer des obligations d'informations supplémentaires à la charge des émetteurs soumis à la compétence de l'État d'origine. Elle se contente d'informer l'autorité de l'État d'origine de la nécessité de toute publication supplémentaire d'information et de toute violation des dispositions européennes en vigueur. Si celle-ci ne prend pas les mesures nécessaires pour mettre fin au manquement signalé, ou que les mesures prises ne sont pas suffisantes ou ne sont pas

---

<sup>606</sup> Article 621-18 du Code monétaire et financier.

<sup>607</sup> Alain PIETRANCOSTA, «Simplification de l'accès au marché et renforcement de la confiance des investisseurs : commentaire du titre IV de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (seconde partie)», *La lettre juridique*, n°179 du 1 septembre 2005.

<sup>608</sup> Aline TENENBAUM, «L'enchevêtrement des compétences européennes et nationales - Morceaux choisis tirés des directives Prospectus et Transparence», *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2012, dossier 29, p. 25.



respectées, l'autorité de l'État d'accueil peut prendre toute mesure nécessaire à la protection des investisseurs et à celle de l'intégrité du marché après en avoir informé l'autorité de l'État d'origine.

### **c: l'absence d'obligation d'information à la charge des entreprises agissant sur un marché d'un pays tiers**

Ne sont pas soumis aux obligations de divulgation d'informations, prévues dans les législations et les réglementations françaises, les émetteurs français qui offrent des titres financiers au public uniquement sur le marché d'un pays tiers, ainsi que les émetteurs des pays tiers dont les titres sont cotés sur ces marchés. En effet, les législations et réglementations européennes font de l'intervention sur un marché d'un pays membre de l'EEE, le critère de l'application internationale des réglementations d'enregistrement et de la divulgation d'informations. Ces dernières s'appliquent à un émetteur, coté à la fois sur un marché français et sur un marché d'un pays tiers, du fait de son intervention sur le marché français. En revanche, l'émetteur n'y sera pas soumis s'il offre ses titres seulement sur un marché d'un pays tiers. Enfin, les émetteurs dont le siège statutaire est établi dans un État partie à l'accord sur l'EEE, et dont les titres ne sont pas cotés en France, ne sont pas non plus soumis aux obligations françaises de divulgation d'informations, ces obligations étant gérées par le principe du pays d'origine et du pays d'accueil. Ce principe s'applique également aux intermédiaires. Ainsi, la Commission des sanctions de l'AMF a considéré qu'un intermédiaire n'était pas tenu de déclarer à l'AMF les opérations suspectes réalisées sur un titre, par un client susceptible de détenir une information privilégiée, car en effet, ledit titre n'était pas admis à la négociation, au sens de l'article L.421-1 du code monétaire et financier, sur un marché réglementé français, mais sur un marché étranger (sur le New York Stock Exchange)<sup>609</sup>. L'intermédiaire échappe donc à l'obligation de déclaration.

### **d: l'utilisation des IFRS pour la présentation des informations financières**

À l'instar du choix fait par les États-Unis, et dans l'objectif de «*garantir un degré élevé de transparence et de comparabilité des états financiers et, partant, un fonctionnement efficace du*

<sup>609</sup>AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société B\*Capital, 5 mai 2011, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

*marché communautaire des capitaux et du marché intérieur*»<sup>610</sup>, la Communauté européenne a adopté des normes comptables internationales<sup>611</sup> régissant la préparation des états financiers<sup>612</sup>. Les sociétés qui procèdent à une offre au public, dans la Communauté européenne, sont tenues depuis 2005 d'appliquer, dans la préparation de leurs états financiers consolidés<sup>613</sup>, un jeu unique de normes comptables internationales<sup>614</sup>. L'article 4 du Règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales détermine le champ d'application de l'obligation. Depuis le 1er janvier 2005<sup>615</sup>, «*les sociétés régies par le droit national d'un État membre sont tenues de préparer leurs comptes consolidés conformément aux normes comptables internationales adoptées (par ledit Règlement).... si, à la date de clôture de leur bilan, leurs titres sont admis à la négociation sur le marché réglementé d'un État membre*»<sup>616</sup>. L'obligation d'établir des comptes consolidés conformément aux normes IFRS, s'applique à l'ensemble des entreprises européennes cotées sur un marché d'un pays membre<sup>617</sup>. Il y a lieu de mentionner ici, que les normes de publicité et les normes comptables adoptées par l'Union européenne sont inspirées des normes édictées par des organisations internationales (OICV/IFRB). Cela offre une garantie maximale aux marchés et aux investisseurs, et simplifie également les procédures que doivent appliquer les émetteurs européens souhaitant coter leurs titres sur des marchés de pays tiers.

Les comptes consolidés déposés auprès de l'AMF, par les sociétés soumises à son contrôle,

<sup>610</sup> Article premier du Règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales, Journal officiel des Communautés européennes L 243/1, 11.9.2002. Voir également la Considération 5 du même Règlement.

<sup>611</sup> Pour de plus amples renseignements sur l'établissement, le développement et l'adoption par la Communauté européenne des IFRS, voir : Odile BARBE et Laurent DIDELOT, *Maîtriser les IFRS*, Groupe Revue Fiduciaire, 8e édition, 2016 ; Pascal BARNETO, *Normes IFRS : Application aux états financiers*, DUNOD, 2ème édition 2006 ; Stéphan BRUN, *Les normes comptables internationales ISA/IFRS*, Gualino, 2006 ; Yvon SALÜN, Thibault DELORME et Sarah BELIN-ZERBIB, «IFRS et droit», *Bulletin Joly Société*, N° 4, 2005, p. 499.

<sup>612</sup> Article 3 du Règlement (CE) No 1606/2002, *op. cit.*

<sup>613</sup> *Ibid.*, Considérant 2 et 6.

<sup>614</sup> *Ibid.*, considérant 17.

<sup>615</sup> Le considérant 17 du Règlement (CE) No 1606/2002 précité permettait aux États de différer, sous certaines conditions, l'application de certaines dispositions jusqu'en 2007. En France, cette disposition figure dans l'article 12 de l'Ordonnance n° 2004-1382 du 20 décembre 2004 portant adaptation de dispositions législatives relatives à la comptabilité des entreprises aux dispositions communautaires dans le domaine de la réglementation comptable.

<sup>616</sup> *Ibid.*, Article 4.

<sup>617</sup> Jean-Louis NAVARRO, «Les obligations comptables des commerçants», *Juris-Classeur Commercial*, septembre 2009 (actualisé en décembre 2011).

doivent être établis conformément au règlement (CE) n° 1606/2002 du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales<sup>618</sup>. Les émetteurs dont le siège statutaire est situé dans un État non partie à l'accord sur l'EEE ont le choix entre l'utilisation des normes comptables internationales adoptées en application de la procédure prévue à l'article 3 du règlement (CE) n° 1606/2002, ou des normes comptables nationales d'un pays tiers équivalentes<sup>619</sup> à ces normes<sup>620</sup>. La Directive Transparence précise qu'un émetteur qui a son siège social dans un pays tiers, peut être exempté d'établir des états financiers conformément aux dispositions de la Directive, à condition qu'il établisse ses états financiers conformément aux IFRS<sup>621</sup>. La Directive Prospectus dispose que les émetteurs, ayant leur siège statutaire dans un pays tiers, doivent fournir des informations financières équivalentes à celles exigées par cette directive<sup>622</sup>. Cela veut dire que les informations financières présentées par un émetteur d'un pays tiers, doivent être élaborées sur la base des IFRS ou sur la base des informations locales jugées équivalentes aux IFRS. Les critères d'équivalence de l'information, pour les émetteurs dont le siège social est situé hors de l'EEE, sont précisés dans le RG de l'AMF<sup>623</sup>. Toutefois, le CESR prévoit une troisième possibilité : les normes comptables de certains pays (en particulier le Canada, les États-Unis et le Japon) sont considérées, dans leur ensemble, comme équivalentes aux IFRS, sous réserve de publier des informations complémentaires. Ce qui est pris en considération pour évaluer l'équivalence et déterminer les informations complémentaires à publier, sont la qualité des normes comptables, l'interprétation et l'application rigoureuse de ces normes, en particulier en ce qui concerne le gouvernement

<sup>618</sup> Article 222-3 du Règlement général de l'AMF.

<sup>619</sup> L'équivalence est appréciée par la Commission européenne, à la demande de l'autorité d'un État membre, d'un État tiers ou sur sa propre initiative, conformément aux dispositions du Règlement (CE) No 1569/2007 de la Commission du 21 décembre 2007 établissant un mécanisme de détermination de l'équivalence des normes comptables appliquées par des émetteurs de valeurs mobilières de pays tiers conformément aux directives 2003/71/CE et 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, Journal officiel de l'Union européenne, L 340 du 22.12.2007, p. 66. Ce Règlement prévoit une condition de réciprocité. En fait, la Commission *«devrait suivre activement l'évolution des travaux des autorités des pays tiers tendant à lever toute obligation, faite à un émetteur de l'Union européenne qui accède à leurs marchés financiers, de réconcilier avec les normes dudit pays tiers ses états financiers élaborés selon les IFRS adoptées conformément au règlement (CE) no 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales»*.

<sup>620</sup> Article 4 de l'Instruction N° 2005-11 de l'AMF du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé, prise en application du titre I du livre II du Règlement général de l'AMF et du Règlement européen 809/2004 relatif au prospectus, (remplacée par l'instruction AMF DOC-2016-04), en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

<sup>621</sup> Article 23-2 de la Directive 2004/109/CE, *op. cit.*

<sup>622</sup> Article 20-1-b de la Directive 2003/71/CE, *op. cit.*

<sup>623</sup> Article 222-10 à l'Article 222-16 du RG de l'AMF.

d'entreprise, la supervision de l'audit et le contrôle approprié d'application<sup>624</sup>. En ce qui concerne les établissements de crédit, lorsque ceux-ci établissent leurs comptes sous une forme consolidée, ils utilisent soit les règles définies par règlement de l'Autorité des normes comptables prises après avis du Comité consultatif de la législation et de la réglementation financières, soit les normes comptables internationales adoptées par la Commission européenne<sup>625</sup>.

## **Paragraphe 2. L'impact de l'application extraterritoriale du droit boursier sur les émetteurs et intermédiaires étrangers**

Les lois boursières sont susceptibles d'avoir d'importantes incidences extraterritoriales en raison des obligations de divulgation d'informations, des exigences de gouvernance d'entreprise et des interdictions des abus de marché. Généralement, ces obligations sont applicables aux sociétés cotées, indépendamment du lieu où les événements ou faits pertinents prennent place. Ces obligations peuvent influencer la manière dont la société se comporte et mène ses activités à l'étranger. De cette façon, les dispositions de gouvernance d'entreprise d'un État donné, applicables à une société étrangère cotée sur son marché, ont des conséquences sur la société indépendamment du lieu de son siège social ou celui (ou de ceux) de cotation de ses titres.

Bien que les États confirment une compétence territoriale à l'égard des entreprises étrangères qui exercent des activités boursières sur leurs territoires, certains d'entre eux, en particulier les États-Unis, ont adopté une définition très extensive de la connexion territoriale, en estimant que le simple envoi de fax ou de courrier, ainsi que les appels téléphoniques vers leurs territoires, seraient suffisants pour assurer le lien territorial nécessaire entre l'émetteur ou l'intermédiaire et ces États. Donnant ainsi, une portée extraterritoriale très large au droit boursier américain. Ainsi, la simple prise de contact, par un émetteur étranger, avec un investisseur américain peut engager l'obligation d'enregistrement.

Il est certain que la nature des activités boursières, la politique de régulation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires adoptée par les régulateurs, ont pour conséquence

<sup>624</sup> Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, Draft Technical Advice on Equivalence of Certain Third Country GAAP and on Description of Certain Third Countries Mechanisms of Enforcement of Financial Information, document d'information, avril 2005, en ligne : <http://www.cesr-eu.org/>.

<sup>625</sup> Article L. 511-36 du Code monétaire et financier.

d'aboutir à des lois nationales ayant inévitablement des impacts transfrontaliers. Mais l'application extraterritoriale des lois nationales expose les entreprises à des exigences juridiques contradictoires (les informations que l'émetteur doit divulguer diffèrent d'un système à un autre et parfois la divulgation de certaines informations conformément aux exigences d'un droit donné est interdite selon le droit d'un autre État), ce qui les expose par conséquent à, un risque d'insécurité juridique, des litiges et coûts élevés. La loi américaine *Sarbanes-Oxley* est un parfait exemple de lois appliquées localement, ayant des effets extraterritoriaux considérables sur les opérateurs non-américains. Cette loi est, comme le décrit un auteur, l'une des lois les plus controversées de la réglementation boursière de ces derniers temps<sup>626</sup>. Cet exemple sera étudié dans un premier temps avant d'exposer ensuite les difficultés résultant de l'application extraterritoriale que rencontrent les entreprises.

#### **A. Le lourd impact de la loi *Sarbanes-Oxley* sur les émetteurs et intermédiaires étrangers**

L'adoption en 2002 de la loi *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*<sup>627</sup> connue sous le nom *Sarbanes-Oxley Act* (ou SOX) a eu un impact considérable sur les émetteurs et intermédiaires étrangers, ainsi que sur les cabinets d'audit non américains<sup>628</sup>. Cette loi a des effets explicitement extraterritoriaux. Un commissaire de la SEC a pu la décrire comme une sorte de «*corporate governance equivalent of the "shot heard round the world"*»<sup>629</sup>. Il estime que : «*The changes that Congress mandated have had broad ramifications for companies across the globe*». Un auteur a décrit d'une manière ironique l'extension de la loi : «*What does Sarbanes-Oxley mean? That's when two members of U.S. Congress fiddle and half a million accountants in Europe*

---

<sup>626</sup> Jennifer A. ZERK, *Extraterritorial jurisdiction: lessons for the business and human rights sphere from six regulatory areas*, A report for the Harvard Corporate Social Responsibility Initiative to help inform the mandate of the UNSG's Special Representative on Business and Human Rights, Corporate Social Responsibility Initiative Working Paper No. 59, June 2010.

<sup>627</sup> Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 (2002).

<sup>628</sup> Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, *op. cit.*

<sup>629</sup> «*In the United States, many children learn a poem that talks about the start of the American Revolution that talks about "the shot heard round the world." The Revolution had ramifications far beyond our shores. The Sarbanes-Oxley Act is a sort of corporate governance equivalent of the "shot heard round the world"*». Paul S. ATKINS, «Remarks before the European Institute of the University of Gent», *op. cit.*

*start dancing*»<sup>630</sup>. Cette loi qui ne fait aucune distinction entre les entreprises américaines et étrangères a reçu de vives critiques exprimées par les gouvernements d'autres pays, en particulier, par les pays européens en raison de son influence considérable sur les sociétés de droit européen.

## 1. Non-distinction entre entreprise américaine et entreprise étrangère

Après une série de scandales financiers spectaculaires, tels qu'Enron et WorldCom, le Congrès semble avoir décidé de changer la politique d'adaptation et d'exemption<sup>631</sup> applicable aux émetteurs étrangers<sup>632</sup>, qu'a suivi la Commission pendant des décennies, et de retourner à la politique d'égalité de traitement entre les émetteurs nationaux et étrangers établie par la loi *Securities Act* et la loi *Exchange Act*<sup>633</sup>. La loi SOX ne fait aucune distinction explicite entre les entreprises de droit américain et étranger<sup>634</sup>. La Commission doit donc appliquer les dispositions de la loi SOX, en particulier celles concernant le comité de vérification des comptes composé d'administrateurs indépendants, la gouvernance de la profession comptable, la divulgation d'informations par les entreprises, les procédures de contrôle interne, la gouvernance d'entreprise et

---

<sup>630</sup> Klaus C. ENGELEN, «Preventing European "Enronitis": How European Regulators Are Handling the Spillover Effects of Sarbanes-Oxley», *The International Economy*, June 22, 2004. p. 40

<sup>631</sup> Nous citons, parmi d'autres, deux exemples : le *Form 20-F* qui accorde aux émetteurs la possibilité de profiter des exigences de divulgation assez réduits et la *Regulation S* qui limite la portée extraterritoriale de l'article 5 de la Loi *Securities Act* en fournissant une exemption d'enregistrement pour les offres et les ventes de titres survenant à l'extérieur des États-Unis.

<sup>632</sup> «*the Sarbanes-Oxley Act marks a radical change in the attitude of the United States to the application of its corporate governance rules to foreign issuers, which in the past had been granted a sort of general exemption*», Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe ("UNICE"), *Sarbanes-Oxley Act: UNICE Comments*, October 10, 2002.

<sup>633</sup> Kenji TANEDA, «Sarbanes-Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation», *Columbia Business Law Review*, Vol. 2003, No. 2:715, p. 735-736 ; voir également : Harvey L. PITT, «A Single Capital Market in Europe: Challenges for Global Companies», Speech by SEC Chairman, Remarks at the Conference of the Institute of Chartered Accountants of England and Wales, October 10, 2002, available at: <http://www.sec.gov/news/speech/spch589.htm>: «*Basic disclosure standards have been and will be generally the same for U.S. and foreign issuers that access our markets*».

<sup>634</sup> Kristina A. SADLAK, «The European Commission's action plan to modernize European company law: How far should the SEC do in exempting European issuers from complying with the Sarbanes-Oxley Act?», *International law & Management review*, Vol.3 Winter 2006.

le renforcement des sanctions pour la fraude sur le marché<sup>635</sup>, de manière identique à tous les émetteurs : «*Our mandate is to implement the Sarbanes-Oxley Act fully for all companies, foreign or domestic. Foreign companies therefore can expect that many of our new rules will apply to them*»<sup>636</sup>.

Cette loi définit l'émetteur comme suivant : «*The term "issuer" means an issuer (as defined in section 3 of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c)), the securities of which are registered under section 12 of that Act (15 U.S.C. 78l), or that is required to file reports under section 15(d) (15 U.S.C. 78o(d)), or that files or has filed a registration statement that has not yet become effective under the Securities Act of 1933 (15 U.S.C. 77a et seq.), and that it has not withdrawn*»<sup>637</sup>. La loi s'applique donc, à tout émetteur qui enregistre des titres sur une bourse américaine et, plus largement, à tout émetteur qui est tenu de déposer des rapports auprès de la SEC. Certaines dispositions, comme l'exigence de certification de la direction, s'appliquent extraterritorialement aux sociétés de droit étranger qui n'ont émis aucun titres sur un marché américain<sup>638</sup>. C'est ainsi, qu'un commissaire de la Commission a estimé que : «*The pace of this new wave of regulation has been daunting for U.S. and non-U.S. companies alike, but I understand the unique concern of non-U.S. issuers that, under Sarbanes-Oxley, the SEC is unnecessarily treading on regulatory territory already within the sights of local regulators*»<sup>639</sup>. La loi est également applicable aux cabinets comptables étrangers qui vérifient les comptes des émetteurs inscrits auprès de la SEC<sup>640</sup>. Ces entreprises comptables doivent s'enregistrer auprès du *Public Company Accounting Oversight Board* et être soumises à son contrôle. La loi a aussi une dimension extraterritoriale dans le secteur bancaire, puisque les banques étrangères sont soumises aux restrictions prévues par l'article 402 qu'elles soient engagées ou non dans des activités bancaires aux

---

<sup>635</sup> Le Professeur Paul LANOIS a considéré que l'extraterritorialité de la loi SOX n'est pas une nouveauté, puisque les *anti-fraud provisions* du droit boursier américain étaient déjà appliquées de manière extraterritoriale. Il considère aussi que l'extraterritorialité de la loi SOX est limitée puisqu'elle ne s'applique que quand l'émetteur est soumis aux U.S. *registration requirements* et puisque son champ d'application est limité par le règlement S car ses dispositions ne sont efficaces que si les exemptions prévues par le règlement S ne sont pas applicables. Paul LANOIS, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *op. cit.*

<sup>636</sup> Harvey L. PITT, «A Single Capital Market in Europe: Challenges for Global Companies», Speech by SEC Chairman, Remarks at the Conference of the Institute of Chartered Accountants of England and Wales, *op. cit.*

<sup>637</sup> Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, *op. cit.*, Sec.2-a(7).

<sup>638</sup> Kristina A. SADLAK, «The European Commission's action plan to modernize European company law: How far should the SEC do in exempting European issuers from complying with the Sarbanes-Oxley Act?», *op. cit.*

<sup>639</sup> Paul S. Atkins, «Remarks before the European Institute of the University of Gent», *op. cit.*

<sup>640</sup> Harvey L. PITT, «A Single Capital Market in Europe: Challenges for Global Companies», Speech by SEC Chairman, Remarks at the Conference of the Institute of Chartered Accountants of England and Wales, *op. cit.*

## 2. Application extraterritoriale de la loi SOX et objection européenne

Même si pour certains la loi SOX a beaucoup de mérites<sup>642</sup>, celle-ci a reçu beaucoup d'objections, en particulier d'émetteurs, d'autorités et de gouvernements européens<sup>643</sup> qui ont exprimé leurs inquiétudes au sujet de l'application de la loi aux émetteurs européens<sup>644</sup>. De même, les entreprises des marchés, telles que NYSE et Nasdaq, ont reconnu que «*Sarbanes-Oxley (particularly Section 404) had a negative impact on U.S. exchange markets and has hampered the U.S.' ability to attract many foreign corporations*»<sup>645</sup>.

La soumission aux dispositions de la loi, impose aux émetteurs des exigences qui peuvent être contradictoires avec les réglementations d'autres pays concernés. Elle expose également ces

---

<sup>641</sup> Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe ("UNICE"), *Sarbanes-Oxley Act: UNICE Comments*, *op. cit.*

<sup>642</sup> Concernant l'application de la loi aux émetteurs étrangers, certains prétendent que la raison sous-jacente est que tous les participants aux marchés américains doivent profiter d'égalité de traitement quelque soient leurs pays d'origine. Ce système fournira éventuellement une protection solide et équitable aux investisseurs américains et empêchera toute forme de discrimination. Alors que la mise en œuvre des règles différentes en fonction du pays d'origine du participant du marché "conduira à un marché fragmenté incohérent" et encouragera probablement le *Forum Shopping*. Paul LANOIS, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *op. cit.* Si nous acceptons, dans une certaine mesure, ce raisonnement, nous considérons que celui-ci est fruste puisque certaines dispositions de la loi SOX et d'autres dispositions boursières s'appliquent aux émetteurs étrangers non-enregistrés aux États-Unis. Une telle application ne garantit pas la réalisation des objectifs mentionnés ci-dessus. En plus d'appliquer les dispositions de gouvernance d'entreprises aux sociétés de droit étranger, c'est d'intervenir dans un secteur soumis à la compétence d'autres souverainetés. Cela crée sans doute des conflits et endommage les relations internationales.

<sup>643</sup> Voir par exemple la lettre de M. Alexander SCHAUD, directeur général de la Commission européenne, au M. Johathan KATZ, secrétaire de la SEC (Securities and Exchange Commission), Brussels, 25 novembre 2002, 7123, <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73902/aschaub1.htm>: «*the Act has also important effects on US-listed EU companies and EU auditors*». Voir également : Klaus C. ENGELN, «Preventing European "Enronitis": How European Regulators Are Handling the Spillover Effects of Sarbanes-Oxley», *T, op. cit.*, p. 40 : «*Most European accountants, financial executives, regulators, and corporate lawyers are haunted by the far-reaching extraterritoriality of the new law*».

<sup>644</sup> Maria Camilla CARDILLI, «Regulation Without Borders: The Impact of Sarbanes-Oxley on European Companies», *Fordham International Law Journal*, Vol. 27:785-2004.

<sup>645</sup> Paul LANOIS, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *op. cit.*



émetteurs à des coûts onéreux<sup>646</sup>, à des responsabilités accrues et à des exigences supplémentaires souvent inutiles. Plusieurs entreprises, en particulier les petites entreprises et les entreprises étrangères, ont choisi soit de se désinscrire et de quitter les marchés américains<sup>647</sup>, soit d'abandonner leurs projets d'entrer aux marchés américains<sup>648</sup>. Toutefois, ces deux choix ne garantissent pas à ces entreprises d'échapper à l'application de la loi SOX en particulier, et des dispositions du droit boursier américain en général. En effet, une société de droit étranger avec plus de trois cents actionnaires américains ne peut se désinscrire<sup>649</sup> et ce, même si elle est uniquement cotée sur un marché étranger, elle reste soumise aux dispositions des lois boursières américaines. De surcroît, la portée extraterritoriale de certaines dispositions de la loi SOX, en particulier celles concernant le gouvernement d'entreprise, pourrait contredire les dispositions en vigueur dans le pays de constitution de la société. L'UNICE, Union des confédérations de l'industrie et des employeurs d'Europe, appelée aujourd'hui BusinessEurope, a estimé que les effets directs et indirects de la loi *Sarbanes-Oxley* semblent très étendus, ce qui est pour elle une cause de vive préoccupation<sup>650</sup>. Elle fait valoir que les entreprises cotées principalement sur les bourses européennes sont déjà soumises à un niveau élevé de normes d'audit, et que par conséquent les charges supplémentaires de la loi

---

<sup>646</sup> «*Foreign companies' complaints about SOX stemmed partly from the sudden increase in compliance costs*», Dania S. BECKER, «Less can be more: Recent examples of cooperation between the United States and European Union on securities regulation», *Washington University Global Studies Law Review*, Vol. 8:139-2009.

<sup>647</sup> Martin DIERKER, «The Value of Private and Public Information in Firms: An Agency View», *University of Houston, C.T. Bauer College of Business*, March 1, 2006 ; Peter LOFTUS, «Delistings Surge After Sarbanes-Oxley, Study Finds», *The Associated Press*, December 13, 2004. M. Loftus constate une augmentation considérable de désinscription des entreprises des marchés américains. Un an après la promulgation de la loi SOX, il documente une augmentation de 300%. Professeur William J. Carney mentionne Gucci, Creative Technology Ltd., World Wide Ltd., et Rogers, parmi les entreprises étrangères qui ont déposé une demande pour se retirer des marchés américains en 2004. William J. CARNEY, «The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of "Going Private"», *Emory Law Journal*, Vol. 55. 141-2006.

<sup>648</sup> Un an après la promulgation de la loi, des grandes sociétés de droit étranger, telles que Porsche (une entreprise allemande) et Daiwa et Fuji (des entreprises japonaises) ont annoncé qu'elles souhaiteront abandonner leurs projets d'entrer dans les marchés américains en raison des coûts résultant de la soumission aux dispositions de la loi Sarbanes-Oxley. Craig KARMIN, «SEC's Exemption Gets Some Praise», *The Wall Street Journal*, January 13, 2003.

<sup>649</sup> Dania S. BECKER, «Less can be more: Recent examples of cooperation between the United States and European Union on securities regulation», *op. cit.*, Vol. 8:139-2009.

<sup>650</sup> Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe ("UNICE"), *Sarbanes-Oxley Act: UNICE Comments*, *op. cit.* L'UNICE objecte à l'application de la loi SOX, en particulier dans le domaine du gouvernement d'entreprise, sur les émetteurs non américains. D'après elle: «*The corporate governance of companies is the product of a complex system having its roots in the country in which they are incorporated ; a system that is the result of laws, regulations, self-regulation, accepted practices and, more generally, of the legal and economic culture prevailing in each country*».

*Sarbanes-Oxley* sont inutiles pour atteindre les résultats souhaités. Dans le même contexte, la Commission Européenne conteste l'extension extraterritoriale de la loi, en particulier les dispositions du gouvernement d'entreprise et l'indépendance de vérificateur des comptes<sup>651</sup>.

En réponse à une réaction internationale hostile à l'impact extraterritorial de la loi SOX, la SEC et certaines autorités judiciaires ont essayé de limiter son champ d'application. Dans une décision de 2005, la *United States Court of Appeals, First Circuit*, a jugé que certaines dispositions de la loi *Sarbanes-Oxley* n'avaient pas d'application extraterritoriale<sup>652</sup>. La SEC a créé de diverses exemptions et facilités<sup>653</sup> pour les entités étrangères, chaque fois que certaines dispositions de la loi *Sarbanes-Oxley* entrent en conflit avec des lois locales, auxquelles ces émetteurs sont soumis. En réalité, la politique d'adaptation adoptée par la Commission constitue une particularité singulière de la réglementation boursière américaine<sup>654</sup>. Le président de la Commission, M. Harvey L. Pitt, a expliqué que «*we are prepared to consider how we can fulfill the mandate of the Act through our rulemaking and interpretive authority in ways that accommodate the home country requirements and regulatory approaches of the home jurisdiction of our foreign registrants and potential registrants. As we proceed with implementing the Act, we will therefore also seek a better understanding of any conflicts that may exist, as well as their potential resolution*», et que «*In implementing Sarbanes-Oxley, we are mindful of the accommodations that we have made consistently to foreign private issuers in our disclosure regime*»<sup>655</sup>.

<sup>651</sup> Commission européenne, lettre de SCHAUD Alexander, directeur général de la Commission européenne, au KATZ Johathan, Secrétaire de la SEC (Securities and Exchange Commission), *op. cit.*

<sup>652</sup> *Carnero v. Boston Scientific Corp.*, 433 F.3d 1 (1st Cir. 2006).

<sup>653</sup> «*Input from these meetings (meeting with foreign delegations, European securities regulators, non-U.S. issuers and non-U.S. commenters) led us to make a number of accommodations. For example, we have made changes to allow certain individuals, who might not qualify as independent under our definition, to serve as members of a company's audit or supervisory board. This accommodation recognizes, among other things, the German Mitbestimmung requirement pursuant to which leitende Angestellten - non-management employees - serve as members of a company's audit or supervisory board. We also allowed shareholders to select, or ratify the selection of, auditors and allowed the development of alternative structures such as boards of auditors to perform auditor oversight functions where such structures are provided for under local law*». Paul S. ATKINS, «Remarks before the European Institute of the University of Gent», *op. cit.* Voir également : Paul LANOIS, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *op. cit.*

<sup>654</sup> «*Accommodation to foreign issuers, as the SEC's reaction to Sarbanes-Oxley has demonstrated, has become an irreversible feature of securities regulation. As far as countries with diversity are in play, accommodation to foreign issuers seems to be necessary*». Bingbin LU, «International harmonization of disclosure rules for cross-Border securities offerings: A chinese perspective», *op. cit.*, p. 256.

<sup>655</sup> Harvey L. PITT, «A Single Capital Market in Europe: Challenges for Global Companies», Speech by SEC

En parallèle de ces facilités, la SEC a récemment commencé à développer une coopération active avec des autorités d'autres pays. Considérant que leurs intérêts sont mieux servis, pour réduire les obstacles pesant sur les sociétés de droit étranger résultant de divergences des normes boursières, en travaillant ensemble. Toutefois, malgré l'adoption de cette politique, la SEC continue à appliquer certaines dispositions de la loi SOX aux sociétés émettant des titres sur le marché américain ou déposant des rapports auprès de la SEC<sup>656</sup>.

## **B. L'incidence extraterritoriale des réglementations nationales : un sujet de vive inquiétude pour les entreprises**

La globalisation financière et l'expansion des réglementations boursières ont, conduit à une augmentation significative de l'application extraterritoriale des lois nationales par certains États cherchant à réglementer des personnes ou des comportements situés en dehors de leurs frontières nationales. L'obligation pour une société-mère constituée dans l'État Y, de fournir des informations concernant sa filiale constituée dans l'État X, est un exemple de mesures nationales ayant des effets extraterritoriaux. L'article 302 de la loi SOX en est un autre exemple. Cet article exige des dirigeants, qu'ils attestent que les procédures de contrôles internes, qu'ils ont conçu, sont suffisantes pour leur assurer le cheminement des informations importantes relatives à l'ensemble du groupe y compris des filiales étrangères. Ces mesures pourraient avoir un impact sur les comportements et l'organisation des filiales à l'étranger.

L'extraterritorialité des lois boursières pourrait avoir des effets négatifs importants sur les marchés boursiers, les investissements et les opérateurs boursiers. En particulier, l'extraterritorialité a de lourdes incidences sur les émetteurs et les intermédiaires. Elle conduit au chevauchement des réglementations nationales, à des règles juridiques incompatibles et à des décisions contradictoires, ce qui engendre une insécurité juridique pour les entreprises. À titre d'exemple, en 2001, la Commission européenne a bloqué un projet de fusion entre deux sociétés américaines, General Electric et Honeywell, bien que le *Department of Justice* américain ait entériné l'opération. Cette

---

Chairman, Remarks at the Conference of the Institute of Chartered Accountants of England and Wales, *op. cit.*

<sup>656</sup> Kristina A. SADLAK, «The European Commission's action plan to modernize European company law: How far should the SEC do in exempting European issuers from complying with the Sarbanes-Oxley Act?», *op. cit.*

insécurité décourage les entreprises internationales de s'engager dans des activités transnationales. Les entreprises doivent prendre connaissance et se conformer à plusieurs lois, et dans certains cas, celles de pays dans lesquels elles n'exercent aucune activité directe. Elles doivent faire face aux inconvénients résultant de la soumission aux règles de différents droits, qui sont parfois contradictoires.

En effet, les entreprises peuvent être confrontées à des exigences juridiques incompatibles avec les lois et les normes de gouvernance d'entreprise de leur pays d'origine. Il n'est pas facile, pour les dirigeants d'entreprises et leurs avocats, de déterminer la règle de droit applicable et l'étendue de ses effets. Un rapport de l'IBA souligne que les émetteurs et intermédiaires sont confrontés à des difficultés considérables dans leurs transactions transnationales : *«Issues face additional costs in complying with different rules in different jurisdictions, which sometimes conflict with each other. Global financial intermediaries cope with a range of contrasting regulations that serve no coherent policy impact, with the consequent problems creating a burden on management time, incoherent efforts to promote similar policies leading to different demands on firms, lack of market clarity, increased difficulty of enforcement cooperation, the creation of compliance traps, the need to multiply systems, and confusion of personnel and danger of inadvertent violations»*<sup>657</sup>. Différents droits peuvent adopter des réponses différentes à des questions fondamentales. Par exemple, celle de savoir à quel moment l'émetteur est tenu de divulguer aux investisseurs des informations, et quelle est l'information considérée comme suffisamment significative pour être divulguée. De plus, certains pays ont adopté des lois de blocage pour interdire la transmission de certaines informations. Ainsi, une entreprise peut être tenue de divulguer une information dont la transmission aux autorités étrangères est interdite selon le droit de son pays d'origine.

L'incertitude concernant le système juridique applicable rend les décisions d'investissement très difficiles pour les sociétés et leurs dirigeants. L'incertitude juridique génère parfois des coûts exorbitants. Les entreprises doivent supporter des frais résultant de la conciliation délicate entre les différents régimes juridiques applicables à leurs activités ou susceptible de l'être. Il faut également prendre en compte les frais d'avocat, parfois étranger, qui résulte de conseils concernant l'application d'un système juridique donné.

Sont concernées, les entreprises de toutes tailles. Les entreprises multinationales sont souvent, par la nature de leurs activités transfrontières, confrontées à des problèmes

---

<sup>657</sup> International Bar Association, *Report of the Task Force on Extraterritorial Jurisdiction*, op. cit., p. 277.

d'extraterritorialité et supportent des coûts élevés. Les petites et moyennes entreprises sont également concernées en raison de leur capacité limitée à supporter les coûts que l'extraterritorialité engendre.

L'application extraterritoriale des lois nationales et l'affirmation extraterritoriale de la compétence, soulèvent également des préoccupations concernant la légitimité, l'efficacité et la compétitivité<sup>658</sup>. Elles augmentent les risques liés aux activités boursières et exposent les entreprises à de lourds litiges devant des juridictions étrangères. L'extraterritorialité peut ainsi avoir des conséquences sur les entreprises étrangères, en particulier sur leur structure, les informations contenues dans leurs rapports et leurs activités boursières. Les entreprises sont susceptibles de changer leurs procédures, leurs comportements et leurs activités pour éviter l'application extraterritoriale d'un droit donné, pouvant ainsi mettre en péril leur position concurrentielle. Elles peuvent se sentir obligées de modifier leurs activités pour prendre en considération le développement de l'application extraterritoriale d'un droit donné. Pour éviter la portée extraterritoriale de la loi SOX, plusieurs entreprises ont retiré leurs titres de la négociation sur les marchés américains suite à son adoption. Les entreprises étrangères peuvent se sentir désavantagées par rapport aux entreprises américaines qui sont en mesure d'exercer leurs activités dans d'autres pays, sans être obligées de changer leur système de gouvernance d'entreprise.

Il arrive également que certaines entreprises adoptent des stratégies qui prennent en compte la portée extraterritoriale d'un droit donné<sup>659</sup>, en particulier lorsque celui-ci régit des marchés qui intéressent ces entreprises. Par exemple, les entreprises qui envisagent de coter leurs titres sur ces marchés, peuvent volontairement développer des programmes dans le but de se mettre en conformité avec les systèmes juridiques qui les régissent. Cela leur permet de se familiariser avec ces systèmes avant de coter leurs titres sur lesdits marchés. De plus, cela est moins coûteux que de développer un tel programme au moment de la cotation des titres. Si, par exemple, une entreprise

---

<sup>658</sup> Brief of Amici Curiae the Securities Industry and Financial Markets Association, the Association for Financial Markets in Europe, the Chamber of Commerce of the United States of America, the United States Council for International Business, the Association Française des Entreprises Privées, and GC100 In Support of Respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, Supreme Court of the United States, available at: <http://www.supremecourtpreview.org/>. Le mémoire souligne que l'application extraterritoriale du droit boursier américain «*would further undermine the United States' competitive stance, rendering it a less attractive venue for foreign investment and capital raising, and impeding global regulatory efforts in the wake of the financial crisis*».

<sup>659</sup> Voir dans ce sens, La Fabrique de l'Exportation, «5 conseils pour « gérer » l'extraterritorialité des lois US», le 15 mars 2017, en ligne : <https://www.fabrique-exportation.fr/>.

française envisage de coter ses titres sur un marché américain, elle sera invitée à prendre en compte les dispositions américaines de gouvernance d'entreprise ayant un impact extraterritorial sur les entreprises étrangères, ce qui peut conduire à des modifications dans sa structure même.

L'application extraterritoriale pose aussi des problèmes pour les avocats et les juristes d'entreprises qui sont chargés de conseiller leurs sociétés au sujet de la loi applicable. De surcroît, les cabinets d'avocats rencontrent une autre difficulté : celle concernant la compétitivité. Si l'on prend l'exemple du droit américain, la portée extraterritoriale de ce droit a eu pour conséquence d'orienter les justiciables vers l'expertise des cabinets d'avocats américains. Les cabinets d'avocats non-américains peuvent représenter leurs clients devant les juridictions américaines, seulement ils sont en concurrence avec les cabinets d'avocats américains qui sont familiarisés au système américain et présents aux États-Unis.

D'ailleurs, l'extraterritorialité peut avoir des impacts négatifs, non seulement sur les entreprises étrangères, mais également sur les entreprises du pays dont le droit s'applique extraterritorialement. Là encore le droit américain fournit un exemple. L'affirmation extraterritoriale de la compétence a été jugée préjudiciable aux intérêts économiques des marchés américains. Elle impose des risques économiques sur les émetteurs potentiels. Ceux-ci doivent prendre en considération le cadre réglementaire et la probabilité de poursuite devant les juridictions américaines avant de décider de coter leurs titres aux États-Unis. Cela affecte la performance des marchés financiers américains et la capacité des investisseurs américains à diversifier leurs portefeuilles. A pu être considéré dans la doctrine que «*The US legal environment is already seen as expensive and unpredictable, comprised of litigious participants forcing the securities industry to bear a significant chunk of associated costs. These concerns might be quite significant to non-US issuers, and could interfere with the competitiveness of US financial markets*»<sup>660</sup>.

Dans les faits, cette imprévisibilité, couplée avec les coûts importants des litiges, dissuadent les émetteurs étrangers d'entrer sur les marchés des États-Unis ou d'acheter des sociétés américaines. Le rapport *Bloomberg/Schumer* a souligné que : «*the prevalence of meritless securities lawsuits and settlements in the U.S. has driven up the apparent and actual cost of business – and driven away potential investors. In addition, the highly complex and fragmented nature of our legal system has led to a perception that penalties are arbitrary and unfair, a reputation that may be*

---

<sup>660</sup> Kara BAQUIZAL, «The extraterritorial reach of section 10(b): Revisiting morrison in light of Dodd-Frank», *op. cit.*, p. 1555.

*overblown, but nonetheless diminishes our attractiveness to international companies*»<sup>661</sup>. Parce que le système juridique américain est considéré comme extraterritorial, coûteux et imprévisible, certaines entreprises préfèrent éviter les marchés américains. Et pour diminuer encore plus le risque d'être exposées au droit américain, elles renoncent à l'achat d'entreprises américaines, et certaines d'entre elles vont jusqu'à exclure les investisseurs américains de leurs offres. Ainsi, certains auteurs notent que les marchés américains attirent de moins en moins d'émetteurs étrangers et d'offres publiques de grandes sociétés<sup>662</sup>. Les effets extraterritoriaux du droit américain, en particulier la loi SOX, sont souvent cités comme principale raison de cette situation<sup>663</sup>.

Le cadre réglementaire a une importance particulière pour les entreprises. Un système juridique prévisible, permet aux émetteurs de réaliser leurs projets avec un minimum de risque d'être exposés aux dispositions extraterritoriales, ce qui encourage les entreprises à accéder aux marchés gérés par ce système. En considérant le rapport qualité/risque du système juridique américain, les marchés américains ne sont plus attractifs pour certaines entreprises. Le rapport Bloomberg/Schumer sus-cité indique que «*New York City is seen as being significantly behind London*»<sup>664</sup>. La tendance générale qu'ont les juridictions américaines d'accepter les litiges transnationaux est la principale raison des problèmes des marchés américains dans ce domaine. «*The increasing extraterritorial reach of US law and the unpredictable nature of the legal system were significant factors that caused New York to be viewed negatively on this dimension*», note le

---

<sup>661</sup> Bloomberg/Schumer Report, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, United States Senate, 2007, available at: [http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny\\_report\\_final.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf). Le rapport note également que : «*our regulatory framework is a thicket of complicated rules, rather than a streamlined set of commonly understood principles, as is the case in the United Kingdom and elsewhere. The flawed implementation of the 2002 SarbanesOxley Act (SOX), which produced far heavier costs than expected, has only aggravated the situation*».

<sup>662</sup> Committee On Capital Markets Regulation, *Interim Report Of The Committee On Capital Markets Regulation* (Nov. 30, 2006), p. 29-32, available at: <http://www.capmksreg.org/2006/11/30/interim-report/>. Le rapport note que les marchés boursiers américains perdent leur compétitivité au profit des marchés étrangers en termes de capacité à attirer des entreprises étrangères qui s'engagent dans des opérations d'offres publiques initiales. Voir également dans le même sens, Bloomberg/Schumer Report, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, *op. cit.* Le rapport note également que : «*The IPO market also offers the most dramatic illustration of the change in capital-raising needs around the world, and US exchanges are rapidly losing ground to foreign rivals. When looking at all IPOs that took place globally in 2006, the share of IPO volume attracted by US exchanges is barely one-third of that captured in 2001. By contrast, the global share of IPO volume captured by European exchanges has expanded by more than 30 percent over the same period, while non-Japan Asian markets have doubled their equivalent market share since 2001*».

<sup>663</sup> Howell E. JACKSON & Eric J. PAN, «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II», *op. cit.*, p. 209.

<sup>664</sup> Bloomberg/Schumer Report, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, *op. cit.*, p. 73.

rapport<sup>665</sup>. Par conséquent, l'application extraterritoriale donne aux entreprises multinationales l'impression que le système juridique américain est injuste et arbitraire. Les entreprises internationales sont ainsi moins enthousiastes pour entrer sur les marchés américains.

Les entreprises étrangères et leurs États d'origine ne considèrent pas légitime les lois extraterritoriales. Cela a des conséquences sur la reconnaissance et l'exécution des jugements. En outre, l'extraterritorialité soulève des problèmes concernant la compétence personnelle des juridictions à l'égard des étrangers, l'affirmation de la compétence pour statuer sur des infractions commises sur les territoires de plusieurs États par plusieurs individus et entreprises, et sur une longue période de temps, l'accès aux informations et aux témoignages, le contrôle des activités qui se sont déroulées à l'étranger et la confiscation de l'argent situé à l'étranger.

De plus, l'extraterritorialité peut encourager le *Forum Shopping*, exposer les entreprises à plusieurs poursuites devant plusieurs juridictions et générer des jugements divergents. Encore faut-il noter qu'avec l'application extraterritoriale, les entreprises étrangères risquent de devenir la cible principale des poursuites sans fondements, futiles ou abusifs. Cela peut entraîner l'intervention des États d'origines des entreprises, qui gardent le droit d'intervenir pour protéger les intérêts de leurs sociétés. Comme nous le verrons dans le deuxième titre de cette étude, les États critiquent l'extraterritorialité comme constituant une ingérence dans les affaires internes de ceux-ci. L'extraterritorialité présente ainsi une menace à la coopération et à la courtoisie internationale. La menace peut être particulièrement grave si l'exercice de la compétence extraterritoriale par un tribunal de l'État Y, est susceptible d'entraîner la faillite ou d'influencer considérablement l'état financier d'une grande entreprise de l'État X. Ce qui risque d'avoir de lourds impacts sur l'économie de ce dernier. L'extraterritorialité augmente par conséquent les risques de tensions entre les États.

L'extraterritorialité, en imposant des charges considérables sur les émetteurs et les intermédiaires, a un impact négatif sur le développement économique. Elle décourage l'investissement et la levée des capitaux. Elle augmente la possibilité des poursuites inutiles et abusives concernant des transactions effectuées en dehors de la juridiction saisie. De plus, elle est une source de frustration pour les entreprises puisque, celles-ci ne sont pas en mesure de déterminer raisonnablement les effets de leurs comportements et activités, ainsi que les responsabilités juridiques qui en résultent.

---

<sup>665</sup> Ibid.



Afin d'encourager les entreprises étrangères à accéder aux marchés nationaux et à participer au développement de l'économie nationale, le système juridique qui régit ces marchés doit être vu par ces entreprises comme équitable. Puisque dans le cas contraire celles-ci évitent ces places financières, et leurs pays d'origine prennent des mesures hostiles dans le but de défendre l'intérêt de leurs nationaux. Si les règles régissant l'extraterritorialité prennent en compte les intérêts et les préoccupations des autres États, elle peut être utile pour combler les lacunes réglementaires et lutter contre les fraudes transfrontières. L'extraterritorialité exercée au sein de l'UE, résultant de l'harmonisation des réglementations européennes, est un bon exemple. Une telle extraterritorialité peut également découler d'un accord international, permettant ainsi de réduire considérablement les conflits qui s'ensuivent de l'application extraterritoriale des droits boursiers nationaux.

## **Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent d'influencer les émetteurs et intermédiaires et leurs comportements à l'étranger**

Les lois boursières ont généralement une orientation intérieure, l'État régulateur souhaitant protéger ses investisseurs et ses marchés<sup>666</sup>. Cependant, il existe des cas dans lesquels les lois boursières sont orientées vers l'étranger. Des dispositions boursières peuvent avoir des impacts extraterritoriaux sur les comportements et les activités des sociétés à l'étranger. Certaines juridictions ont affirmé leur compétence à l'égard d'entreprises étrangères au sujet de transactions effectuées avec des étrangers sur un marché étranger.

L'État peut exercer une influence sur les comportements et les activités des personnes à l'étranger, au travers de plusieurs moyens<sup>667</sup>. Le droit américain, par exemple, exige non seulement des entreprises cotées aux États-Unis, mais aussi des sociétés d'audit étrangères qui contrôlent leurs comptes, bien qu'elles n'exercent aucune activité directe aux États-Unis, le respect de certaines exigences des lois américaines.

Certains États affirment leur compétence à l'égard de personnes situées à l'étranger, lorsque des comportements illégaux se rapportent à l'un de leurs ressortissants, quand bien même ceux-ci résideraient ou exerceraient leurs activités à l'étranger (principe de personnalité passive). Cela veut dire que le ressortissant d'un État X, bénéficie de la protection des lois de l'État X, en tous lieux où il se trouve. L'affirmation de la compétence en matière boursière en se fondant sur le principe de personnalité passive est controversable. En effet, en plus des défis que cela représente pour le principe de la compétence territoriale et pour la souveraineté d'autres États, cela crée de l'insécurité juridique. Un émetteur ne connaît pas forcément la nationalité de l'investisseur qui achète ses titres,

<sup>666</sup> Ainsi, les exigences juridiques nationales sont souvent imposées directement aux entreprises étrangères du fait de la négociation de leur titres sur le territoire de l'État régulateur. Toute affirmation de la compétence à l'égard des entreprises étrangères n'est pas extraterritoriale. Lorsque la réglementation concerne les comportements et les activités de l'entreprise étrangères ayant lieu sur le territoire de l'État, dans ce cas l'exercice de la compétence n'est pas extraterritorial. À titre d'exemple, l'exercice de la compétence par l'État A, en raison des dommages survenus à l'étranger, n'est pas extraterritorial si elle porte sur le manquement commis par l'entreprise sur son territoire et qui était la principale cause des dommages.

<sup>667</sup> Yann QUEINNEC et Marie Caroline CAILLET observent *«l'existence d'initiatives nationales unilatérales, principalement aux États-Unis, où les juges peuvent appliquer aux sociétés transnationales et à leurs dirigeants des sanctions pénales ou civiles, pour des comportements commis à l'étranger»*, Yann QUEINNEC et Marie Caroline CAILLET, *«Quels outils juridiques pour une régulations efficaces des activités des sociétés transnationales ?»*, in *Responsabilité sociale de l'entreprise transnationale et globalisation de l'économie*, Bruylant, 2010, p. 641 et s.

et il n'est pas par conséquent en mesure d'évaluer les conséquences juridiques de ses actes.

Ainsi, la politique de régulation boursière de certains pays consiste, d'un côté, à affirmer leurs compétences dans le but de réguler les activités des sociétés nationales sur des marchés étrangers, et de l'autre côté, à étendre leur compétence à l'égard des sociétés de droit étranger agissant sur un marché étranger. Cependant, les entreprises disposent d'un certain nombre de moyens pour faire face à cette affirmation extensive de la compétence. En particulier, les entreprises disposent de marges de manœuvre en matière d'action civile (responsabilité contractuelle ou délictuelle), qui découlent du droit interne de l'État dans lequel l'affaire est engagée. Les règles de conflits de lois et le droit international privé, impliquent l'utilisation de la compétence juridictionnelle. Dans ce domaine, les entreprises peuvent demander aux juges saisis d'exercer un contrôle sur l'extraterritorialité, par le biais de théories telles que le *forum non conveniens* et le *choice of law*. Bien que les États cherchent à exercer une influence sur les entreprises, sur leurs comportements et activités à l'étranger, celles-ci disposent de certaines réponses à l'évaluation de l'application extraterritoriale qui prend de l'importance, en particulier depuis la jurisprudence Morrison.

### **Paragraphe 1. La régulation extraterritoriale des opérateurs boursiers et leurs comportements à l'étranger**

Parmi les dispositions boursières, les dispositions anti-fraude ont connu une application extraterritoriale extensive. Tant les autorités françaises qu'américaines, utilisent ces dispositions dans l'objectif d'encadrer les activités des émetteurs et intermédiaires. Ces dispositions sont assorties de sanctions qui influence le comportement des opérateurs à l'étranger. La portée de cette influence dépend de la présence sur le marché local de l'émetteur ou l'intermédiaire. Il est possible d'admettre que l'autorité nationale exige des opérateurs le respect de certaines dispositions ayant des effets extraterritoriaux, lorsqu'ils exercent des activités sur les marchés soumis à son contrôle. En revanche, le fait qu'il est prescrit, aux opérateurs agissant uniquement à l'étranger, de respecter certaines règles, reste plus controversé. Les autorités nationales compétentes, ont toujours justifié l'application extraterritoriale de ces dispositions par la protection des investisseurs et des marchés locaux. Certainement, les États n'ont pas tous la même capacité à imposer l'application extraterritoriale de leurs lois. La puissance des États-Unis a ainsi incité pendant des décennies les

autorités américaines à poursuivre une politique extensive du champ d'application de leur droit boursier. Récemment, la Cour Suprême des États-Unis a, dans son arrêt Morrison, limité le champ d'application des dispositions américaines anti-fraude. Cependant, il est indispensable d'examiner le mécanisme d'application de ces dispositions par les juridictions avant l'arrêt Morrison (l'évolution de l'application extraterritoriale du droit boursier américain après l'arrêt Morrison sera examiné dans le deuxième titre). Parce que d'un côté, cela est utile pour comprendre l'évolution de l'application extraterritoriale du droit boursier américain et pour la comparer avec celle du droit boursier français. Et d'un autre côté, une réponse, du législateur et du régulateur boursier, à la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison est attendue par la doctrine. En effet, le législateur a déjà exprimé, dans la loi Dodd-Frank, sa volonté de rétablir les *conduct and effects tests* abrogés par l'arrêt Morrison, tout ou moins pour les poursuites intentées par la SEC. Celle-ci, ainsi que le gouvernement américain sont également favorables à cette tendance. Une codification de ces critères est donc probable à court terme, ce qui infirmera l'efficacité de la jurisprudence adoptée dans l'affaire susmentionnée.

#### **A. L'interprétation des dispositions anti-fraude américaines en faveur d'une application extraterritoriale**

Parmi les différentes dispositions du droit boursier américain, les dispositions anti-fraude et les AGs intentées conformément à ces dispositions, effrayent les sociétés de droit étranger. C'est dans ce domaine que les juridictions américaines, ont conféré aux dispositions boursières américaines, l'application la plus étendue extraterritorialement<sup>668</sup>. Ces dispositions se trouvent en particulier dans la loi *Securities Act* de 1933 (articles 11 et 12) et *Securities Exchange Act* de 1934 (articles 10(b) et 18). Ces deux lois contiennent des dispositions, qui permettent aux actionnaires de déposer plainte devant un tribunal américain, contre un émetteur qui a commis un délit boursier. Comme par exemple, la déclaration de fausses informations ou l'omission de déclaration d'informations concernant une offre publique ou une opération d'achat ou de vente. La détermination de l'extension des *antifraud provisions* est délicate, en particulier lorsque les actes susceptibles d'être punis sont accomplis sur un territoire étranger. Un émetteur (américain ou étranger), dont les titres sont cotés uniquement sur un marché non-américain, ayant commis le prétendu délit sur un territoire non-américain, pourra-t-il être convoqué devant les juridictions

---

<sup>668</sup> Daniel C. MACLEAN, «The transnational investment company and the federal securities laws», *Columbia Journal Of Transnational Law*, Vol. *op. cit.*, p. 73.

américaines, en raison de la violation du droit boursier américain, lorsque les parties lésées sont des investisseurs américains ? Ou lorsque la majorité des actionnaires ou des membres du conseil d'administration de la société de droit étranger sont des Américains ? Les *antifraud provisions* s'appliquent-elles, à un émetteur américain ou étranger, lorsque ses titres sont uniquement cotés sur un marché étranger, si le prétendu délit est commis à l'étranger et les parties lésées sont en grande majorité des investisseurs étrangers ? Que cela implique-t-il si, dans les mêmes données, les titres de la société sont également cotés sur le marché américain ? Le droit boursier américain s'applique-t-il à un intermédiaire étranger si le centre de ses activités est situé sur un marché étranger ?

Les dispositions anti-fraude américaines ne font aucune distinction entre intermédiaire américain/ intermédiaire étranger, émetteur américain/ émetteur étranger. Les termes utilisés dans les textes permettent de croire que le législateur souhaite réglementer à la fois les activités des acteurs étrangers et américains. Les textes comprennent souvent des expressions comme «*any issuer, no broker or dealer, any broker or dealer, any person*», etc. Ainsi, il incombe à la SEC et aux juridictions américaines de déterminer l'extension des textes des lois.

Les sociétés, tant américaines qu'étrangères, cotées aux États-Unis sont soumises aux dispositions anti-fraude américaines. Sont susceptibles d'être soumises à certaines dispositions du droit boursier américain, des sociétés américaines exerçant des activités boursières en dehors des États-Unis. Également, en raison de violation de dispositions anti-fraude, certaines sociétés de droit étranger non-cotées aux États-Unis peuvent se retrouver devant les juridictions américaines.

L'article 30(b) de la loi *Exchange Act* constitue un excellent exemple pour illustrer la tendance des juridictions américaines à interpréter les dispositions boursières de manière extraterritoriale. De manière étonnante, les autorités américaines ont interprété cet article en faveur d'une application extraterritoriale de la loi, alors qu'il a été conçu pour la restreindre.

L'article 30(b) de la loi *Exchange Act*, pourrait être une porte de secours, pour les acteurs étrangers ou américains qui exercent des activités boursières à l'étranger. Ces derniers ont souvent recours à cet article pour justifier leurs non-soumissions aux juridictions américaines. Celui-ci prévoit que les dispositions de la loi *Exchange Act* et toute règle ou règlement qui en découle «*shall not apply to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States, unless he transacts such business in contravention of such rules and regulations*

as the Commission may prescribe as necessary or appropriate to prevent the evasion of this chapter<sup>669</sup>». L'interprétation de cet article permet de déterminer l'extension de la loi *Exchange Act*. L'interprétation de la phrase «*shall not apply to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United States*» doit donc préciser les restrictions à l'application extraterritoriale de la loi. Tant la doctrine que la jurisprudence sont divisées à propos de l'interprétation de cet article. Certains auteurs y voient une limite à la compétence. Ils considèrent que le mot *jurisdiction* vise uniquement le territoire américain et que la lecture de ce mot, dans le sens du droit international, rend l'article 30(b) totalement superflu<sup>670</sup>. Celui-ci doit alors être destiné à exonérer les personnes qui font leurs business sur un sol étranger et participent à des transactions boursières présentant un lien suffisant avec les États-Unis, de sorte qu'en l'absence du présent article, elles auraient été assujetties à la loi<sup>671</sup>. Ce point de vue est renforcé par une série de décisions qui affirment que le droit boursier a une application territoriale : «*It is a canon of construction that legislation of Congress, unless a contrary intent appears, is meant to apply only within the territorial jurisdiction of the United States. Congress is primarily concerned with domestic conditions*<sup>672</sup>». Une cour a considéré que cette interprétation est confirmée par la loi elle-même qui, dans son article 30(b), restreint spécifiquement l'application de la loi aux transactions effectuées aux États-Unis<sup>673</sup>. Dans l'affaire *Kook v. Crang*, la cour estime que l'article 30(b) exempte une société canadienne des exigences de la loi parce que la vente aux citoyens américains, des instruments financiers de cette société, sur un marché canadien, par un intermédiaire canadien, doit être considérée comme une transaction effectuée en dehors des États-Unis. La société canadienne réalise donc ses affaires *without the jurisdiction of the United States*.

Cette présomption de territorialité de l'article 30(b), a fait l'objet d'objection tant par la SEC que par la jurisprudence. La SEC considère que l'expression «*without the jurisdiction of the United States*» ne signifie pas en dehors du territoire des États-Unis, mais en dehors de la compétence normative des États-Unis<sup>674</sup>. L'article 30(b) ne fournit pas aux émetteurs et intermédiaires étrangers

---

<sup>669</sup> U.S.C. § 78dd (b) (1970).

<sup>670</sup> Comment: «*Extraterritorial Application of the Securities Exchange Act of 1934*», *Columbia Law Review*, Vol. 69:94-1969.

<sup>671</sup> *Ibid.*

<sup>672</sup> *Foley Brothers v. Filardo*, 336 U.S. 281, 93 L. Ed. 680, 69 S.Ct. 575 (1949) ; *Blackmer v. United States*, 284 U.S. 421 (1932).

<sup>673</sup> *Kook v. Crang*, 182 F.Supp. 388 (S.D.N.Y.1960).

<sup>674</sup> Joel P. TRACHTMAN, «*Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation*», *op. cit.*, p. 241.

d'exemption automatique des dispositions de la loi *Exchange Act*. Les dispositions de cette loi sont applicables si l'intérêt des investisseurs américains et des marchés américains est menacé. L'émetteur ou l'intermédiaire étranger qui sollicite, à l'achat de titres sur un marché non-américain, des investisseurs américains, ne peut bénéficier de l'exemption de l'article 30(b). Cette sollicitation rend l'opération effectuée *within the jurisdiction of the United States*. La commission d'un acte aux États-Unis, même s'il ne constitue qu'une partie de l'opération, rend l'émetteur ou l'intermédiaire soumis aux dispositions de l'*Exchange Act*.

Dans l'affaire *Schoenbaum*, la Cour d'appel du deuxième circuit a considéré que le Congrès voulait donner à la loi une application extraterritoriale pour protéger les investisseurs et les marchés locaux<sup>675</sup> et que la disposition contenue dans l'article 30(b) ne modifiait pas la conclusion selon laquelle, l'*Exchange Act* a une application extraterritoriale<sup>676</sup>. La Cour d'appel considérait que les réglementations américaines étaient applicables, à une transaction effectuée au Canada entre des acheteurs et vendeurs étrangers, car les intérêts des investisseurs américains étaient en jeu<sup>677</sup>.

L'objectif de l'article 30(b) est de permettre aux personnes d'effectuer des transactions boursières en dehors des États-Unis, sans être obligées de se soumettre aux dispositions lourdes de l'*Exchange Act*, sauf dans la mesure où la Commission estime qu'il est nécessaire et approprié de réglementer de telles opérations pour empêcher l'évasion de la loi. Certains auteurs ont considéré qu' «*Although the SEC has neither proposed nor promulgated any rules clearly designated as section 30(b) rules, in the appropriate context, most products of the Commission's rule-making authority may be thought of as section 30(b) rules in the sense that their reach may extend beyond the geographical borders of the United States and its possessions in accord with accepted doctrines of personal, judicial and legislative jurisdiction*<sup>678</sup>» et que «*section 30(b) should not be construed as*

<sup>675</sup> *Schoenbaum v. Firstbrook* (2d Cir. 1968), *op. cit.*, at 12.

<sup>676</sup> *Ibid.*, at 17. D'après la Cour «*while section 30(b) was intended to exempt persons conducting a business in securities through foreign securities markets from the provisions of the Act, it does not preclude extraterritorial application of the Exchange Act to persons who engage in isolated foreign transactions*».

<sup>677</sup> Selon la Cour : «*neither the usual presumption against extraterritorial application of legislation nor the specific language of Section 30 (b) show Congressional intent to preclude application of the Exchange Act to transactions regarding stocks traded in the United States which are effected outside the United States, when extraterritorial application of the Act is necessary to protect American investors*».

<sup>678</sup> Contrairement à cette interprétation, une cour a estimé que le Congrès a attribué à la SEC, le pouvoir d'étendre la compétence de la *Securities Exchange Act* pour inclure des transactions, essentiellement effectuées à l'étranger, lorsque l'utilisation des *means or instrumentalities of interstate commerce* peut constituer une base pour confirmer la compétence. Toutefois, la Commission n'a jamais agi. La Cour a considéré que ce non-agissement signifiait que la SEC

*a jurisdictional limitation*<sup>679</sup>».

Les réglementations boursières américaines ont donc une dimension extraterritoriale et s'appliquent aux acteurs étrangers. Tant la SEC<sup>680</sup> que les juridictions judiciaires peuvent sanctionner les comportements des sociétés de droit étranger qui violent les réglementations américaines. Et cela, que les comportements en question aient eu lieu aux EU ou à l'étranger, que les parties lésées soient des investisseurs étrangers et que les opérations soient réalisées en dehors du marché américain. Ainsi, les opérations boursières effectuées à l'étranger ne sont pas automatiquement en dehors du champ d'application du droit boursier américain.

## **B. L'extension des dispositions anti-fraude aux comportements illégaux commis, en tout ou partie, à l'étranger par des opérateurs présents sur le marché local**

L'objectif des dispositions anti-fraude est de garantir la transparence du marché et de protéger les investisseurs de tout manquement de nature à porter atteinte à leurs intérêts ou au bon fonctionnement du marché<sup>681</sup>. Pour atteindre cet objectif les autorités compétentes, américaines et françaises, tentent d'encadrer tout comportement pouvant avoir un impact sur ces intérêts. Les opérateurs présents sur leurs territoires respectifs, sont donc invités à respecter ces dispositions, non seulement en ce qui concerne leurs activités effectuées et comportements adoptés à l'intérieur de

---

ne voulait pas étendre le champ d'application de la loi aux transactions réalisées *without the jurisdiction of the United States* et, que ce non-agissement doit être lu en prenant en compte l'intention du Congrès. Selon la Cour: «*That jurisdiction as used in Section 30(b) contemplates some necessary and substantial act within the United States*» et que «*the mere presence of defendant as a broker or dealer under Section 15 would not, without more, make its foreign transactions subject to the Act*». *Kook v. Crang*, 182 F.Supp. *op. cit.*

<sup>679</sup> Martin E. GOLDMAN & Joseph L. MAGRINO, «Some Foreign Aspects of Securities Regulation: Towards a Reevaluation of Section 30(b) of the Securities Exchange Act», *Virginia Law Review*, Vol. 55, n° 6, October 1969, p. 1015.

<sup>680</sup> Voir par exemple: SEC Administrative Proceeding, File Nos. 3-2156, 3-2157, In the matter of IOS, LTD. (S.A.) Investors Planning Corporation of America, march 14, 1972, available at: <https://www.sec.gov/> ; SEC Administrative Proceeding, File No. 3-497, SEC settlement order in Investors Overseas Services case (jurisdiction of u.s. Securities and Exchange Commission), *International Legal Materials*, Vol. 6, No. 3 (MAY-JUNE 1967), pp. 412-423.

<sup>681</sup> Il y a lieu de noter que la notion du manquement ne se limite pas au délit d'initié, à la manipulation de cours et à la diffusion d'informations inexactes ou trompeuses. Comme explique le professeur Jérôme Lasserre CAPDEVILLE, «*des infractions plus «classiques» peuvent également être retenues, dans certaines circonstances, en présence d'opérations financières*», Jérôme Lasserre CAPDEVILLE, «*pratiques commerciales trompeuses et fonds commun de placement*», *Bulletin Joly Bourse*, avril 2013. p. 176.



leurs territoires, mais aussi à l'extérieur de ceux-ci. À titre d'exemple, un intermédiaire qui commet un abus de marché sur un marché non-français, sera puni par les autorités françaises si l'abus a été perpétré pour faciliter la réalisation d'une opération sur le marché français. L'émetteur qui dépose un rapport financier annuel auprès de l'AMF doit s'assurer que celui-ci contient toutes les informations demandées par le régulateur, y compris celles qui relèvent des activités effectuées par l'émetteur sur un marché étranger. Ainsi, la protection des investisseurs et des marchés peut être considérée comme une source d'interprétation extensive du champ d'application des dispositions anti-fraude américaines et françaises.

### **1. L'extension des dispositions anti-fraude boursières lorsque l'opérateur est présent sur le marché américain**

De manière générale, le droit boursier américain est applicable à toute entreprise qui agit sur le sol américain, qu'elle réalise ou non ses transactions sur un marché réglementé. L'affaire *Morrison*, relève que le droit boursier est applicable à toute opération réalisée sur un marché américain et à toute opération boursière effectuée sur le sol américain. Toute entreprise souhaitant commercialiser des instruments financiers aux États-Unis doit se soumettre aux dispositions boursières américaines.

Dans l'affaire IOS<sup>682</sup>, la cour a appliqué le droit américain à une entreprise étrangère parce qu'une partie importante des opérations boursières, nécessaires à la réussite du schème de la société en question, ont été effectuées sur les marchés de gré à gré américains. Dans une autre affaire, la Cour d'appel du troisième circuit des États-Unis a infirmé le jugement du tribunal qui a considéré ne pas avoir de compétence personnelle à l'égard d'un émetteur Suisse qui n'avait pas de titres cotés sur un marché réglementé américain<sup>683</sup>. La société Suisse Roche Holdings Ltd avait sa place principale d'affaire en Suisse. Elle n'avait pas de titres cotés sur un marché réglementé aux États-Unis, mais ses ADR étaient négociés sur un marché de gré à gré. L'émetteur n'était donc pas soumis aux *Exchange Act's reporting requirements*. Mais conformément au *Form F-6* qui régit l'enregistrement des ADR, celui-ci était tenu de divulguer certaines informations importantes relatives à l'émission des ADR et à la description des ADR enregistrés ; et en vertu de la règle 12g3-2(b), il devait fournir

---

<sup>682</sup> Fontaine v. Securities and Exchange Commission, *op. cit.*

<sup>683</sup> Pinker v. Roche Holdings Ltd., 292 F.3d 361 (3d Cir. 2002).

les informations matérielles jugées nécessaires par la réglementation de son pays d'origine<sup>684</sup>. Cette négociation sur le marché de gré à gré constitue d'après la Cour un lien suffisant pour confirmer sa compétence : «*We think that by sponsoring ADRs that are actively traded by American investors, Roche purposely availed itself of the American securities market and thereby evidenced the requisite minimum contacts with the United States to support the exercise of personal jurisdiction by a federal court*»<sup>685</sup>. L'émetteur a pris l'initiative d'inciter des investisseurs américains à acheter ses ADR. Il s'est donc délibérément orienté vers les États-Unis. La Cour a finalement jugé que «*we do not think it unfair or inconsistent with "traditional notions of fair play and substantial justice" to subject Roche to personal jurisdiction in a United States court when it has taken affirmative steps to market its ADRs to the American investing public, and when it is alleged to have made material misrepresentations about its business practices that have artificially inflated the market price of those ADRs*»<sup>686</sup>.

Un autre tribunal a affirmé sa compétence au sujet d'un intermédiaire suisse (Greenlight), organisé conformément au droit suisse et basé à Genève. L'entreprise suisse se défend en expliquant qu'elle n'a jamais eu de place d'affaire à New-York ou autorisée à y faire affaire. Toutefois, le tribunal a estimé que Greenlight avait fréquemment effectué des achats de titres négociés sur le NASDAQ et que cela était suffisant pour confirmer sa compétence dans cette affaire, où toutes les allégations de la partie demanderesse étaient directement liées à ces activités : «*it can certainly be said that Greenlight (switzerland) transacts business in New-York where..... it has made repeated purchases of stock traded on the NASDAQ in sufficient volume to trigger the reporting requirements of Rule 13d-1*»<sup>687</sup>.

En pratique, les tribunaux américains ont reconnu depuis longtemps que leur compétence pouvait s'étendre aux réclamations relatives à des émetteurs et actionnaires étrangers<sup>688</sup>. Un intermédiaire ou émetteur étranger, dont l'activité est majoritairement localisée sur un marché étranger, est soumis aux dispositions anti-fraude américaines s'il inclut dans ses rapports, par

---

<sup>684</sup> Ibid.

<sup>685</sup> Ibid.

<sup>686</sup> Ibid.

<sup>687</sup> Greenlight Capital, Inc. v. Greenlight (Switzerland) S.A., No. 04 Civ. 3136 (HB), 2005, WL 13682, \*2 (S.D.N.Y. Jan. 3, 2005).

<sup>688</sup> Linklaters, *US securities law update, In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation - landmark decision for jurisdiction under the US securities laws, or just business as usual?*, January 22, 2004, available at: [http://content.linklaters.com/pdfs/Insights/us\\_seclaw\\_briefing/030114.pdf](http://content.linklaters.com/pdfs/Insights/us_seclaw_briefing/030114.pdf).

exemple, qu'il doit fournir à la SEC une information fautive ou trompeuse<sup>689</sup>. C'est dans ce contexte que la Commission a intenté une action contre la société néerlandaise Royal Dutch Petroleum Company et la société anglaise "Shell" Transport and Trading Company, p.l.c. devant l'*U.S. District Court of Houston*. La SEC fait valoir que les deux sociétés n'ont pas respecté les dispositions de déclaration d'informations américaines<sup>690</sup>. Dans les rapports présentés à la Commission, Shell a surestimé l'importance de ses réserves de pétrole et le flux de trésorerie. Le dépassement de l'estimation par rapport à la valeur réelle était approximativement de 6,6 milliards de dollars. La Commission a estimé que : «*Shell's overstatement of proved reserves, and its delay in correcting the overstatement, resulted from (i) its desire to create and maintain the appearance of a strong RRR (a key performance indicator in the oil and gas industry) (ii) the failure of its internal reserves estimation and reporting guidelines to conform to SEC requirements, and (iii) the lack of effective internal controls over the reserves estimation and reporting process. These failures led Shell to record and maintain proved reserves it knew (or was reckless in not knowing) did not satisfy SEC requirements, and to report for certain years a stronger RRR than it actually had achieved*»<sup>691</sup>». L'action n'a pas été menée à son terme puisque les deux sociétés ont accepté un règlement établissant : la cessation et l'abstention de toute violation des dispositions anti-fraude, des dispositions de contrôles internes et de tenue des dossiers et rapports prévus dans le droit boursier américain, et le paiement d'une pénalité d'un montant de 120 million dollars. De manière analogue, la SEC a reproché à l'entreprise chypriote ACLN, Ltd. et d'autres défendeurs étrangers d'avoir «*materially misstated or failed to accurately disclose, among other things, ACLN's revenues, income and assets and the outstanding arrest warrant for ACLN CEO Labiad*»<sup>692</sup>, dans les rapports périodiques déposés auprès de la Commission pour les exercices 1998 à 2000 et les trois premiers trimestres de 2001 et dans les communiqués de presse ainsi que d'autres déclarations publiques. En plus du non respect des dispositions de divulgation d'informations, plusieurs délits ont été commis : délit d'initié<sup>693</sup>, violation des dispositions liées au contrôle interne et au maintien des livres et

---

<sup>689</sup> 15 U.S.C. § 78o (b)(4-A) (1970) ; SEC v. Parmalat Finanziaria S.p.A., Litigation Release No. 18527 / December 30, 2003, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm> ; SEC v. Royal Dutch Petroleum Company and The "Shell" Transport and Trading Company, p.l.c., Litigation Release No. 18844 / August 24, 2004, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18844.htm>.

<sup>690</sup> SEC v. Royal Dutch Petroleum Company and The "Shell" Transport and Trading Company, p.l.c., Litigation Release No. 18844, *op. cit.*

<sup>691</sup> Ibid.

<sup>692</sup> SEC v. A.C.L.N., Ltd., United States District Court For The Southern District Of New York, No. 1:02-CV-7988 (LAP), October 8, 2002.

<sup>693</sup> La Commission révèle que 3 défendeurs étrangers ont vendu directement ou à travers des entreprises étrangères, des titres de la société ACLN, au moment où ils savaient, ou se sont montrés imprudent d'ignorer, que les documents

registres et vente des titres non enregistrés. La société d'audit chypriote, qui contrôle le fonctionnement des organes d'ACLN, ses comptes et ses flux d'informations, a également participé à la fraude commise. Les déclarations et communiqués qu'elle éditait étaient faux et trompeurs : «*ACLN's auditors, BDO International (Cyprus) were participants in the fraud in that they knowingly or recklessly failed to conduct even the most basic audit procedures that would have detected ACLN's financial fraud and ACLN's forgery of bank account statements to conceal the fraud*»<sup>694</sup>. Le litige étant lié aux juridictions américaines, la SEC a pu exercer sa compétence à l'égard de l'entreprise étrangère, l'auditeur étranger<sup>695</sup> et les autres défendeurs étrangers. En effet, les titres de la société étaient négociés sur les marchés américains, des rapports contenant des informations fausses et trompeuses ont été déposés auprès de la SEC et les transactions frauduleuses ont entraîné la perte de centaines de millions de dollars pour les investisseurs américains<sup>696</sup>.

Est intéressant dans l'affaire ACLN, l'application par la juridiction américaine des dispositions anti-fraude américaines à l'égard d'une société d'audit étranger, en raison des déclarations préparées et publiées à l'étranger. Celle-ci n'avait aucune activité aux États-Unis. Ces déclarations ont été déposées auprès de la SEC, ce qui était suffisant pour justifier la compétence des autorités américaines. Une entreprise étrangère ne doit pas dissimuler, à la SEC et au public, une information importante, et cela même lorsque l'opération et tous ses éléments prennent place en dehors des États-Unis et sont effectués entre des parties étrangères. Si l'on prend l'exemple d'une entreprise française n'ayant que des ADR cotés aux États-Unis. Imaginons que celle-ci a une filiale néerlandaise qui mène des négociations en vue d'une opération de fusion avec une entreprise néerlandaise, qui doit avoir lieu sur le marché néerlandais. La société-mère française, a l'obligation

---

déposés à la SEC, les déclarations et les communiqués des presses étaient faux et trompeurs. Ils se sont ainsi livrés aux activités de transactions d'initié en violation de l'article 10(b) de la loi *Exchange Act*.

<sup>694</sup> SEC v. A.C.L.N., Ltd., *op. cit.*

<sup>695</sup> Concernant la compétence exercée par la SEC à l'égard des auditeurs étrangers, voir : Moore Stephens Chartered Accountants (United Kingdom) and Peter D. Stewart, Litigation Release No. 18695 / May 5, 2004, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18695.htm>.

<sup>696</sup> Sur la base de faits semblables (titres cotés aux États-Unis, actions frauduleuses visant à gonfler les chiffres d'affaires et revenus déclarés, informations fausses et trompeuses dans les états financiers et les rapports annuels trimestriels et des pertes aux investisseurs américains), l'*U.D. District Court for the District of Columbia* a émis une injonction selon laquelle, il interdit à la société de droit étranger Lernout & Hauspie Speech Products, N.V. de violer les dispositions «*anti-fraud, reporting, books and records and internal controls provisions of the federal securities laws*», SEC v. Lernout & Hauspie Speech Products, N.V., Litigation Release No. 18014 / March 4, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18014.htm> ; voir également : SEC v. Lernout & Hauspie Speech Products, N.V. Civ. No. 1:02CV01992 (D.D.C.), Litigation Release No. 17782 / October 10, 2002, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17782.htm> ; SEC Complaint for Injunctive Relief, available at: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp17782.htm>.

de déclarer cette information à la SEC, sous peine de sanction, quand bien même ni le marché ni les investisseurs américains ne sont concernés par la fusion. Dans ce contexte, la SEC a déposé le 23 décembre 2003 une plainte contre la société française Vivendi (dont les ADR sont cotés au NYSE), son ancien directeur général (Jean-Marie Messier de nationalité française) et son ancien directeur financier (Guillaume Hannezo de nationalité française), en faisant valoir que ces derniers étaient responsables de la violation de certaines dispositions boursières américaines<sup>697</sup>. La SEC souligne que Vivendi a émis de manière frauduleuse des déclarations trompeuses montrant d'importants et excellents flux de trésorerie, a fait des modifications comptables erronées, a omis de divulguer des informations concernant les futurs engagements financiers de deux de ses filiales et a omis de divulguer, au moment opportun, tous les faits importants relatifs à l'investissement de la société dans une société polonaise de télécommunication<sup>698</sup>. La société française a accepté un règlement avec la SEC<sup>699</sup>. Cette affaire montre que les dispositions anti-fraude peuvent avoir une extension très large. Une société étrangère présente aux États-Unis doit assurer la diffusion d'informations correctes concernant, non seulement ses activités dans ce pays, mais aussi celles effectuées à l'étranger et celles de ses filiales étrangères effectuées sur un marché d'un pays tiers.

Dans l'affaire E.ON AG<sup>700</sup>, la SEC a considéré que la société allemande Veba, enregistrée auprès de la SEC et cotée sur le NYSE et sur d'autres marchés étrangers, a violé la loi *Exchange Act*. En effet, Veba a délibérément émis une série de déclarations fausses et trompeuses dans lesquelles elle a nié l'existence de discussions de fusion ou de négociations avec une autre société allemande (Vaig). Certaines déclarations ont été rédigées en allemand et en anglais, dans l'espoir qu'elles seraient publiées par la presse américaine et lues par des investisseurs américains. La SEC estime que la société Veba a violé l'article 10(b) et la règle 10b-5. Ces dispositions interdisent à un émetteur de faire des déclarations publiques fausses ou qui ne contiennent pas les faits importants nécessaires pour rendre ces déclarations non trompeuses<sup>701</sup>. Pour la SEC, le fait que le transgresseur

---

<sup>697</sup> SEC complaint in the matter of Securities and Exchange Commission v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, December 23, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18523.htm>.

<sup>698</sup> SEC v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, Litigation Release No. 18523 / December 24, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18523.htm>.

<sup>699</sup> SEC v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, Civ. No. 03-CV-10195 (PKC) (S.D.N.Y. January 9, 2004) ; SEC v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, Litigation Release No. 18523, *op. cit.*

<sup>700</sup> SEC Administrative Proceeding, File No. 3-10318, In the Matter of E.ON AG, Securities Exchange Act Release NO. 34-43372, September 28, 2000, available at: <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-43372.htm>.

<sup>701</sup> SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 860-2 (2nd Cir. 1968) ; Coates v. SEC, 394 U.S. 976 (1969) ;

soit un émetteur étranger ne doit pas lui permettre d'échapper aux *antifraud provisions* américaines : «*The Commission recognizes that disclosure practices and laws regarding the existence of merger negotiations may differ in other jurisdictions. Where jurisdictional requirements are met, however, there is no safe harbor for foreign issuers from violations of the antifraud provisions of the U.S. federal securities laws. The Commission will not apply a different standard with respect to foreign issuers commenting on merger discussions or negotiations. When a foreign issuer voluntarily avails itself of the opportunities in the U.S. capital markets, it must adhere to the U.S. federal securities laws*»<sup>702</sup>. D'après la Commission, les dispositions de divulgation d'informations doivent être respectées, tant par les émetteurs américains que par les émetteurs étrangers<sup>703</sup>. Leur respect permet d'assurer la transparence et la protection des investisseurs et de favoriser la confiance, et donc, d'améliorer la liquidité des marchés de capitaux américains. Ce principe a été réaffirmé quelques années plus tard par la SEC dans plusieurs affaires<sup>704</sup>. Nous citons à titre d'exemple l'affaire SEC v. TV Azteca<sup>705</sup>. Une société de droit étranger, dont les ADRs sont cotés sur le NYSE, viole le droit boursier américain en général, et les dispositions de divulgation d'informations en particulier, si elle omet de divulguer et, dans certains cas, oublie volontairement de déclarer certaines transactions matérielles, même si celles-ci ont été effectuées à l'étranger, lorsque les conditions de déclaration sont remplies conformément au droit boursier américain. La Commission a allégué que TV Azteca avait déposé de faux rapports auprès de la SEC en dissimulant la participation dans certaines opérations, de son président du conseil d'administration. Et ce, en dépit des avertissements de son

---

Schlanger v. Four-Phase Systems, Inc., 582 F.Supp. 128 (S.D.N.Y. 1984).

<sup>702</sup> SEC Administrative Proceeding, File No. 3-10318, In the Matter of E.ON AG, Securities Exchange Act Release NO. 34-43372, *op. cit.*

<sup>703</sup> Ibid. : «*The Commission has long emphasized "[t]he importance of accurate and complete issuer disclosure to the integrity of the securities markets . . . . To the extent that investors cannot rely upon the accuracy and completeness of issuer statements, they will be less likely to invest, thereby reducing the liquidity of the securities markets to the detriment of investors and issuers alike*» ; SEC Administrative Proceeding, 33 S.E. C. Docket 1025, In the Matter of Carnation Company, Exchange Act Release No. 22214 at 1030 (July 8, 1985) : «*This fundamental principle applies to statements made by foreign issuers just as fully as it applies to statements made by domestic issuers. Compliance with this principle will serve to ensure transparency, foster investor protection and confidence, and thus, enhance the liquidity of the U.S. capital markets*».

<sup>704</sup> SEC v. Christopher A. Black, Litigation Release No. 21222 / September 24, 2009, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21222.htm> ; SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19022 / January 4, 2005 available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19022.htm> ; SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19833 / September 14, 2006, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19833.htm>.

<sup>705</sup> SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19022, *op. cit.*

conseiller américain, quant à l'importance de ces transactions et la nécessité de les déclarer<sup>706</sup>. Bien que la société soit mexicaine, que les actionnaires soient majoritairement mexicains et que le conseil d'administration soit élu conformément au droit mexicain, la Commission a cherché à interdire à certaines personnes de travailler en tant que directeurs ou administrateurs ; un geste qui met l'accent sur l'impact extraterritorial qu'a le droit boursier américain sur la gouvernance d'entreprises étrangères<sup>707</sup>. La SEC est parvenue à un règlement avec les défendeurs<sup>708</sup>. Ce règlement interdit de façon permanente, à tous les défendeurs, les violations futures de certaines dispositions de la loi *Securities Exchange Act*. De plus, le règlement interdit, à certains directeurs de la société émettrice étrangère, de servir une société cotée aux États-Unis, pendant une période de cinq ans, en tant qu'administrateur ou dirigeant<sup>709</sup>.

## **2. L'extension des dispositions anti-fraude boursières lorsque l'opérateur est présent sur le marché français**

L'extension des dispositions anti-fraude boursières françaises dépend de la présence des émetteurs et intermédiaires sur le marché français. Ces dispositions s'appliquent extraterritorialement, indépendamment de l'endroit où l'infraction est commise, lorsque celle-ci concerne un titre négocié en France. Autrement dit, en ce qui concerne l'extension de ces dispositions, liées à la commission d'un comportement illégal ou d'une infraction à l'étranger, les

---

<sup>706</sup>Ibid.

<sup>707</sup> Dans une affaire semblable à l'affaire TV Azteca, celle de SEC v. Black, et al, No. 1:2004cv07377 - Document 225 (N.D. Ill. 2012), la SEC a cherché de la *U.S. District Court for the Northern District of Illinois* une injonction qui contient non seulement les mêmes interdictions, mais demande également au tribunal d'imposer une *voting trust* sur les actions d'une filiale américaine d'une société canadienne, *Hollinger International*, détenues directement ou indirectement par l'accusé. Pourquoi la SEC tente-t-elle de réaliser un vote dans cette affaire et non pas dans d'autres affaires semblables ? Est-ce parce que la filiale est une société américaine ? La Commission peut-elle recourir aux juridictions pour obtenir une injonction qui oblige une société étrangère, dont les titres sont cotés ou non aux États-Unis, de faire un tel vote ? La Commission n'a pas précisé les raisons pour lesquelles elle voulait faire un vote, mais cela constitue sans doute un domaine dans lequel la Commission peut exercer une compétence extraterritoriale fortement critiquable.

<sup>708</sup> SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19833, *op. cit.*

<sup>709</sup> Cette affaire était la première occasion qui mit en évidence l'impact de la loi *Sarbanes-Oxley* sur les sociétés étrangères, en l'occurrence l'article 307 de cette loi. Voir : Micheal D. MANN & William P. BARRY, «Developments in the internationalization of securities enforcement», *The International Lawyer*, Vol. 39, NO.4 -937, 2005.



limites éventuellement rencontrées hors du territoire français ne devraient restreindre en rien l'exercice par les juridictions françaises de leurs compétences. L'AMF adopte une notion large du manquement boursier. Dans sa bataille contre les abus de marché, l'AMF peut sanctionner des manquements administratifs de faible importance<sup>710</sup>. Elle considère que *«tout manquement à une disposition du règlement général de l'AMF - quel qu'il soit - est nécessairement passible de sanction»*<sup>711</sup>.

Conformément aux articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier, les dispositions *antifraud* s'appliquent à toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, a commis ou a tenté de commettre une opération d'initié, une manipulation de cours, une diffusion d'informations fausses ou trompeuses ou tout autre manquement aux obligations résultant des règlements européens, des dispositions législatives ou réglementaires ou des règlements professionnels visant à protéger les investisseurs, dès lors que le manquement commis concerne un instrument financier admis aux négociations sur un marché français ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur ce marché a été présentée<sup>712</sup>. Elles s'appliquent également à toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à la diffusion d'une fausse information lors d'une opération d'offre au public de titres financiers<sup>713</sup>. À titre d'illustration, dans l'affaire EADS<sup>714</sup>, l'AMF a sanctionné des actionnaires, dirigeants et salariés de la société EADS, pour des opérations effectuées en possession d'une information privilégiée. Alors que certaines opérations ont eu lieu en dehors du marché français, l'AMF considère qu'aux termes de l'article 10 de la directive abus de marché, *«chaque État membre applique les interdictions et obligations prévues par la présente directive : a) aux actes accomplis sur son territoire ou à l'étranger concernant des instruments financiers admis à la négociation sur un marché réglementé situé ou opérant sur son territoire»*. Or, si la société EADS est une société de droit néerlandais, ses instruments financiers sont négociés, notamment, sur le marché réglementé français. Ainsi, l'AMF *«est compétente pour appliquer les interdictions et obligations prévues par la directive abus de marché, et, notamment poursuivre et sanctionner la transgression de l'obligation pesant sur les émetteurs de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent*

---

<sup>710</sup> Frank Martin LAPRADE, «Vers une reconnaissance en droit français de la notion de "bénéficiaire économique" ?», *op. cit.*, p. 173.

<sup>711</sup> *Ibid.*, p. 173.

<sup>712</sup> Article L. 621-14, I, premier alinéa et L. 621-15, II, c du Code monétaire et financier.

<sup>713</sup> Article L. 621-15, II, e du Code monétaire et financier.

<sup>714</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 27 novembre 2009 à l'encontre de la société EADS et d'autres, en ligne : <http://www.amf-france.org>.



*directement*»<sup>715</sup>.

Pour assurer une meilleure application de ces dispositions, l'AMF dispose d'un pouvoir d'injonction<sup>716</sup>. L'AMF a la possibilité d'utiliser son pouvoir d'injonction à l'étranger, lorsque le manquement commis concerne des instruments financiers négociés sur le marché français. L'AMF possède également un pouvoir de sanction administratif. Elle peut aussi avoir recours à une poursuite pénale devant le Président du Tribunal de grande instance de Paris.

La Commission des sanctions de l'AMF a fait application de ses pouvoirs dans une affaire concernant un délit d'initié<sup>717</sup>. Certains prévenus ont effectué des transactions depuis l'étranger sur les titres d'une société française (NET2S), qui ont été admis aux négociations sur le compartiment C d'Euronext Paris, jusqu'à son retrait de la cote intervenu le 3 mars 2009. Parmi les incriminés figure la société britannique Intouch. Il est reproché à Intouch d'avoir utilisé l'information privilégiée relative à la préparation d'une OPA pour acheter des titres NET2S. Le fait qu'Intouch soit une société de droit étranger et qu'elle ait agi depuis l'étranger ne lui permet pas d'échapper aux dispositions *antifraud* françaises. La Commission de sanction a prononcé à l'encontre de la société Intouch une sanction pécuniaire de 830 000 euros.

La Commission des sanctions a également appliqué les dispositions des articles 223-1 et 632-1 du RG de l'AMF à une société de droit luxembourgeois (ORCO)<sup>718</sup>. À l'époque des faits, les titres de la Société ORCO étaient admis aux négociations sur le marché d'Euronext Paris. La Commission a reproché à ORCO d'avoir, en violation des articles 223-1 et 632-1 du RG de l'AMF, communiqué au public des informations inexactes, imprécises ou trompeuses. Elle a clarifié que l'article 221 du RG de l'AMF applicable au moment des faits désignait comme "émetteur" *«toute entité ou toute personne morale ayant le statut d'émetteur faisant appel public à l'épargne ou dont les instruments financiers sont supports d'un contrat à terme ou d'un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé»*. Les dispositions de diffusion d'informations prévues à l'article 221 et suivant, sont donc applicables à toute société intervenant sur le marché français,

---

<sup>715</sup> Ibid.

<sup>716</sup> Article L. 621-14 du code monétaire et financier.

<sup>717</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 28 septembre 2012 à l'égard de MM. Hanif Lalani, Alykhan Lalani, Kavita Handa, Alfeen Esmail, Mukesh Valabhji, de Mme Parvin Esmail et de la société Intouch Investments, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

<sup>718</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 22 octobre 2012 à l'égard de la société ORCO PROPERTY GROUP, de MM. Jean-François Ott, A et Ales Vobruba, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

même lorsque celle-ci est une société de droit étranger et qu'elle est cotée sur plusieurs marchés. Ainsi, le fait qu'ORCO soit une société luxembourgeoise et soit tenue d'informer des franchissements de seuil le régulateur luxembourgeois (la CSSF) est sans importance. En effet, «ses titres étant cotés sur le marché français, c'est de l'AMF que relève l'application des règles sur les obligations d'information spécifiques à la mise en œuvre du programme de rachat de titres et aux opérations effectuées dans ce cadre». Une société étrangère cotée doit «respecter à la lettre les dispositions du règlement général de l'AMF en matière de programme de rachat, même si celui-ci n'est pas soumis au droit français<sup>719</sup>». Et plus largement, comme l'explique un auteur, «on observera ainsi que l'article 241-1 du règlement général de l'AMF prétend s'appliquer à tous les émetteurs étrangers cotés, sans préciser par exemple qu'il s'agit uniquement de ceux qui mettent en œuvre un programme de rachat<sup>720</sup>». En bref, les dispositions anti-fraude, en particulier celles relatives aux obligations d'informations, sont applicables à tout émetteur dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, ainsi qu'à tout émetteur dont les titres, émis sur le fondement d'un droit étranger, sont admis aux négociations sur ce marché.

D'ailleurs, les dispositions anti-fraude s'appliquent également aux entités étrangères qui contrôlent d'autres entités étrangères intervenant sur le marché français. Pour illustrer ce cas, l'affaire Gilaspi<sup>721</sup> est exemplaire. En l'espèce, l'AMF soupçonnait la société de droit luxembourgeois Gilaspi Investment SA (ci-après " Gilaspi ") d'avoir commis un délit d'initié en agissant sur les titres de la société Altran Technologies SA (une société de conseil et d'ingénierie en innovation technologique), dont les titres étaient cotés sur le compartiment B d'Euronext Paris. Le secrétaire général de l'AMF a décidé d'ouvrir une enquête sur le marché du titre Altran. La commission d'un délit d'initié n'a pu être prouvée. Toutefois, cette enquête a permis de constater que les sociétés de droit luxembourgeois Gilaspi et Continental Euro (dissoute lors des procédures d'enquête), actionnaires d'Altran, toutes deux contrôlées par M. Marc Eisenberg, avaient omis de déclarer certains franchissements de seuils. En effet, les deux sociétés ont, à plusieurs reprises, franchi à la hausse et à la baisse le seuil de 5 % du capital et des droits de vote d'Altran, mais soit

---

<sup>719</sup> Frank Martin LAPRADE, «Affaire Orco : Du prix à payer (cher) par une société cotée en cas de récidive», *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 2013 n° 1, p. 17. L'auteur relève qu'il est curieux que l'AMF «puisse non seulement imposer des obligations déclaratives à des sociétés dont le programme de rachat est autorisé conformément à leur droit national, mais surtout sanctionner les manquements correspondants, sans caractériser la moindre atteinte à l'intégrité du marché».

<sup>720</sup> Ibid., p. 17.

<sup>721</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Gilaspi et de M. Marc Eisenberg, 28 janvier 2013, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

n'ont pas procédé à la déclaration à l'AMF du franchissement de ces seuils, soit ont tardé à informer l'AMF desdits franchissements. L'AMF a reproché à M. Marc Eisenberg, "en qualité d'unique et véritable décisionnaire des sociétés Continental Euro et Gilaspi" d'avoir, en violation des articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF :

- tardé à informer l'AMF du franchissement à la hausse du seuil de 5 % du capital d'Altran ;
- omis, à trois reprises, d'informer l'AMF des franchissements à la baisse ou à la hausse du seuil de 5 % en capital de la société Altran.

L'AMF a reproché à la société Gilaspi d'avoir omis, à trois reprises, d'informer l'AMF des franchissements à la baisse ou à la hausse du seuil de 5 % en capital de la société Altran.

Il est intéressant de comprendre les motifs de la décision prises par l'AMF dans cette affaire. Elle rappelle en premier lieu le dispositif de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier qui déclare, la Commission des sanctions, compétente à l'encontre de toute personne qui, sur le territoire français ou à l'étranger, commet un manquement de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché, dès lors que ce manquement concerne un instrument financier négocié sur le marché français. Ensuite, elle fait valoir que toutes les conditions de sa compétence et de l'application du droit français sont remplies. Le manquement commis, à savoir le non-respect des obligations de déclaration prévues par les articles L. 233-7 du code de commerce et 223-14 du règlement général de l'AMF relatifs au franchissement du seuil de 5 % du capital, en l'occurrence, le défaut de déclaration d'un franchissement de seuil dans le délai prévu, est de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ainsi qu'au bon fonctionnement du marché au sens de l'article L. 621-14 du code monétaire et financier. Les titres de la société Altran sont cotés sur le compartiment B d'Euronext Paris. Par conséquent, la Commission des sanctions est compétente pour connaître, sur le fondement de l'article L. 621-15 du code monétaire et financier, des griefs pris de la violation des dispositions du code de commerce et du règlement général de l'AMF mentionnées plus haut, qui ont été notifiés à M. Marc Eisenberg et à la société Gilaspi.

Cette décision est doublement importante puisqu'elle clarifie une des dimensions spatiales des dispositions anti-fraude françaises : en premier lieu, les sociétés de droit étranger qui interviennent sur un marché français sont soumises aux dispositions anti-fraude françaises. Ainsi, l'AMF considère que *«les obligations de déclaration de franchissement du seuil d'une société s'imposent à toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder un nombre d'actions représentant plus du vingtième (...) du capital ou des droits de vote d'une*

*société ayant son siège sur le territoire de la République et dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen*». En deuxième lieu, et plus important, les dispositions susvisées s'appliquent à toute personne physique ou morale, française ou étrangère, dans le cas où celle-ci contrôle une autre société de droit étranger intervenant sur un marché français. Cela veut dire que les sociétés de droit étranger ou français qui exercent un contrôle, spécialement décisionnel, sur des sociétés de droit étranger ou français intervenant sur le marché français, ne doivent pas transgresser les dispositions anti-fraude françaises.

Cette décision ouvre la porte à une interprétation extensive de la soumission aux dispositions anti-fraude françaises puisque M. Marc Eisenberg n'agissait pas en son nom propre. Il ne possédait personnellement aucun titre de la société Altran. Toutefois, l'AMF fait référence à l'article L. 233-9 du code de commerce qui assimile aux actions ou aux droits de vote possédés par la personne tenue à l'information, notamment, les actions ou les droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article L 233-3 du même code. Il n'était pas contestable que M. Marc Eisenberg fût l'unique et véritable décisionnaire et le seul bénéficiaire économique des sociétés Continental Euro et Gilaspi. Il est donc, *«en vertu de cette assimilation légale, astreint à déclaration, quand bien même il ne détiendrait personnellement aucune action, dès lors qu'il contrôle une ou plusieurs sociétés qui possèdent les actions ou droits de vote donnant lieu à la déclaration de franchissement de seuil»*. Cette interprétation extensive est pourtant limitée, puisque est exigé, afin que le société de droit étranger, qui n'intervient pas directement sur le marché français, soit astreinte de respecter les dispositions anti-fraude française, qu'elle exerce un véritable contrôle sur la société agissant sur ce marché.

M. Eisenberg porte le litige devant la Cour d'appel de Paris en fondant sa défense sur, d'un côté, l'absence d'élément intentionnel lors de la commission des manquements poursuivis et sur le fait que ceux-ci ne sont pas de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au fonctionnement du marché, et d'un autre côté, sur l'imputabilité des manquements dénoncés à son égard. La Cour d'appel a rejeté les premiers moyens de défense et a décidé de réformer la décision de la Commission de sanction, du 28 janvier 2013, en ses dispositions concernant l'imputabilité des manquements à M. Eisenberg, en considérant qu'il n'y avait pas lieu de le condamner à une sanction pécuniaire<sup>722</sup>. Dans le cadre de cette étude, seul le deuxième volet de la décision sera analysé.

---

<sup>722</sup> CA Paris, P. 5, Ch. 7, 24 juin 2014, n° 2013/06665, X. c/ Eisenberg, note S. Torck, Droit des sociétés, oct. 2014, p.36 ; note P. Kasparian, Bull. Joly Bourse, janv. 2015, p.8.

La décision de la Cour d'appel vient limiter, dans une certaine mesure, l'interprétation extensive susdite, mais laisse la possibilité de se soustraire à certaines dispositions françaises. D'après la Cour, les dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce imposent, limitativement, l'obligation de déclaration de franchissement de seuil à la personne physique ou morale qui vient d'acquérir des actions. En l'espèce, la société Continental Euro et la société Gilaspi possédaient des actions de la société Altran. M. Eisenberg ne détenait lui-même aucune action. Ce sont donc les deux sociétés qui ont franchi les seuils visés par l'article susmentionné, et qui sont ainsi tenues à une obligation de déclaration de franchissement de seuil. Concernant l'assimilation prévue au I (2) de l'article 233-9 du code de commerce, elle ne fonctionne que dans un sens : sont assimilés aux actions ou droits de vote, possédés par la personne tenue à l'information prévue au I de l'article 233-7, les actions ou droits de vote possédés par les sociétés que contrôle cette personne au sens de l'article 233-3. Donc l'assimilation ne se fait que dans un sens : de la société soumise à l'obligation vers les sociétés qu'elle contrôle, et non dans le sens inverse. L'obligation, d'évaluer le pourcentage de détention d'action ou de droits de vote que possèdent les deux sociétés, leur incombe. C'est également à elles de tenir compte des actions ou droits de vote que possèdent les sociétés qu'elles contrôlent. En effet, le fait que M. Eisenberg *«possédait la quasi-totalité du capital de la société Continental Euro et de la société Gilaspi est inopérante au regard de la détermination de la personne morale ou physique tenue à l'obligation de déclaration de franchissement de seuil imposée par l'article L. 233 -7 du code de commerce et, par suite de l'imputabilité du manquement, si celui-ci est avéré, dès lors que ces dispositions ne visent, ni le dirigeant de fait de la société tenue à cette obligation, ni le détenteur de la majorité de son capital, ni encore, plus généralement, son 'bénéficiaire économique»*.

Voici un moyen pour se soustraire à certaines dispositions boursières françaises. Une personne peut intervenir, sur le marché français, par le biais d'une entité qu'elle possède, et franchir les seuils déclencheurs de l'obligation de déclaration d'un tel franchissement, sans craindre d'être personnellement punie. Un auteur a montré que *«cette situation est dangereuse d'autant plus qu'une personne physique pourrait s'avancer masquée dans l'acquisition du capital de l'émettrice via sa holding de contrôle et ne dévoiler son identité qu'au jour où sa participation atteindrait le seuil des 30 % déclenchant l'obligation de dépôt d'une OPA»*<sup>723</sup>. Si cette décision limite en quelque sorte l'interprétation extensive de certaines *anti-fraud provisions*, elle accentue certaines faiblesses dans

---

<sup>723</sup> Patrick KASPARIAN, «Quand la création d'une holding suffit pour le contournement de la réglementation sur les franchissements de seuil...», *Bulletin Joly Bourse*, 31 janvier 2015 n° 1, p. 8.

la réglementation des franchisements de seuil, qui nous l'espérons, seront rapidement prises en comptes par le régulateur et le législateur français.

Malgré cette restriction limitée, dans le domaine du franchissement de seuil, le champ d'application des dispositions anti-fraude reste extensif. En 2006, l'AMF a jugé qu'un émetteur allemand, qui avait effectué une opération sur le marché boursier allemand, n'avait pas respecté les dispositions françaises qui garantissaient l'égalité de traitement des investisseurs, et que les informations tardives, données sur le marché français, nuisaient à la protection des investisseurs français et étaient donc passibles d'une sanction pécuniaire<sup>724</sup>. La société ALLIANZ AG, une société allemande cotée au moment des faits, notamment à la Bourse de Francfort et au premier marché de l'entreprise de marché Euronext Paris, a procédé, du 15 au 29 avril 2003, à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après DPS) d'un montant de 300 millions d'euros. ALLIANZ AG a décidé de ne pas ouvrir l'opération en France. Les actionnaires situés en France n'ont eu la possibilité, ni d'utiliser leurs DPS pour souscrire directement en Allemagne, ni de les y céder eux-mêmes librement. Ayant considéré comme insuffisante, l'information délivrée sur le marché français, la COB a demandé, à plusieurs reprises, à ALLIANZ la publication de justifications et d'informations supplémentaires. Les réponses lui étant apparues insatisfaisantes, la COB a décidé d'ouvrir une enquête, sur l'information délivrée à l'occasion de l'opération d'augmentation de capital avec DPS de la société ALLIANZ AG à l'égard du marché français en avril 2003, et sur les conditions dans lesquelles s'est réalisée cette opération.

Selon le rapport d'enquête, la société ALLIANZ AG n'a pas informé le marché français de manière précise et complète des modalités de l'opération en France. Il ressort du rapport, que la société a commis des faits de nature à caractériser la communication au public d'une information inexacte, imprécise ou trompeuse, qui auraient pu avoir pour effet de porter atteinte à l'égalité d'information des investisseurs ou à leurs intérêts. Ce qu'a confirmé la Commission des sanctions, en considérant que les actionnaires français n'ont pas été clairement informés des conséquences liées à l'absence d'ouverture de l'offre en France, et que ce déficit d'information, qui les a empêchés d'entreprendre une quelconque action pour tenter de faire valoir leur point de vue, a bien évidemment nui à leurs protections et à leurs intérêts au sens des articles L. 621-14 et L. 621-15 II c du Code monétaire et financier applicables au moment des faits. De plus, les informations ont été

---

<sup>724</sup> AMF, Décision de sanction de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'égard de la société Allianz AG et de la société Euroclear France, dépositaire central, du 24 novembre 2005 ; Revue mensuelle AMF, no 24 d'avril 2006, p. 65 à 74 ; Frank Martin, Bulletin Joly Bourse, 01 juillet 2006 n° 4, p. 470.

données trop tardivement après la fin de l'opération et dès lors constitutives d'un manquement aux articles 2 et 3 du Règlement COB n° 98-07 applicables au moment des faits. L'émetteur étranger ne sera pas sanctionné au titre de l'article 39 du Règlement COB n° 98-01 en vigueur au moment des faits. Règlement qui prévoyait que les émetteurs ayant leur siège social hors du territoire français devaient prendre les dispositions nécessaires pour permettre aux actionnaires d'exercer leurs droits, et que les informations devaient être équivalentes à celles données sur les autres marchés où les titres sont négociés. C'est parce qu' *«en l'espèce, il y a eu rupture d'égalité, non dans l'information donnée, qui a été la même pour tous, mais..... dans le traitement réservé aux investisseurs français, privés des prérogatives reconnues aux autres actionnaires ; que cette violation par l'émetteur étranger du principe de l'équivalence des droits reconnus à tous les associés n'entre pas dans les prévisions de l'article 39 du Règlement susvisé et ne saurait dès lors être sanctionnée sur ce fondement»*. Tout en reconnaissant l'existence d'une violation au principe d'équivalence, la Commission a donc écarté toute transgression aux dispositions de l'article 39 susmentionné. Toutefois, la Commission des sanctions a prononcé une sanction pécuniaire de 50 000 euros à l'égard de la société ALLIANZ AG au titre de la violation de l'émetteur étranger des articles 2 et 3 du Règlement COB n° 98-07 relatives à l'obligation d'information du public.

L'objectif du droit boursier est ainsi de protéger les investisseurs et d'assurer le bon fonctionnement du marché. L'AMF est donc mandatée, pour veiller à ce que les différentes dispositions du droit soient respectées, et que les opérations soient effectuées de manière transparente et légale. Ce mandat est large et peut, dans certaines conditions, inclure des actes accomplis en dehors du territoire français. Cela est vrai, du moins lorsque les titres de l'émetteur étranger sont négociés à la fois en France et sur un marché étranger. Dans ce dernier cas, il incombe à l'AMF de s'assurer que les comportements dudit émetteur, y compris ceux commis sur le marché étranger, ne violent les dispositions françaises visant à protéger les investisseurs et le marché.

Ainsi, si l'émetteur étranger entre sur un marché français, il est dans l'obligation de respecter les dispositions régissant le marché français. Cela est justifié par le fait que *«les règles régissant les marchés financiers constituent pour l'essentiel des règles impératives. Elles sont adoptées par les législateurs nationaux pour imposer un certain fonctionnement du marché national»*<sup>725</sup>. Ledit émetteur doit donc se conformer aux règles impératives du marché français qui s'imposent en tant

---

<sup>725</sup> Sabine CORNELOUP, «la place du règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers», *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 6, novembre 2012, dossier 30, p. 31.

que lois de police. Il n'est donc pas facile de contourner ces règles. Dans l'arrêt Ingmar<sup>726</sup>, la CJCE a considéré que présente un caractère impératif, le régime instauré par les articles 17 à 19 de la directive 86 / 653 / CEE du Conseil du 18 décembre 1986 relative à la coordination des droits des États membres concernant les agents commerciaux indépendants, ayant pour objectif la protection de l'agent commercial après la cessation du contrat. La Cour constate *«qu'il est essentiel pour l'ordre juridique communautaire qu'un commettant établi dans un pays tiers, dont l'agent commercial exerce son activité à l'intérieur de la Communauté, ne puisse éluder ces dispositions par le simple jeu d'une clause de choix de loi. La fonction que remplissent les dispositions en cause exige en effet qu'elles trouvent application dès lors que la situation présente un lien étroit avec la Communauté, notamment lorsque l'agent commercial exerce son activité sur le territoire d'un État membre, quelle que soit la loi à laquelle les parties ont entendu soumettre le contrat»*. Enfin, elle juge que *«les articles 17 et 18 de la directive, qui garantissent certains droits à l'agent commercial après la cessation du contrat d'agence, doivent trouver application dès lors que l'agent commercial a exercé son activité dans un État membre et alors même que le commettant est établi dans un pays tiers et que, en vertu d'une clause du contrat, ce dernier est régi par la loi de ce pays»*. Force est donc de constater que sont applicables, à tout émetteur étranger, dont les titres sont négociés sur le marché français, les dispositions anti-fraude françaises qui ont un caractère impératif et qui visent à assurer l'ordre juridique boursier. Sa présence, sur ce marché, constitue un lien étroit avec la France, et tout manquement peut être sanctionné par les juridictions françaises en vertu des dispositions boursières françaises, et ce, même si le manquement en cause est commis sur un autre marché et qu'il est susceptible de léser les intérêts des investisseurs français ou de perturber le bon fonctionnement du marché français.

### **C. L'extension des dispositions anti-fraude aux émetteurs et intermédiaires agissant en dehors du marché local lorsqu'un comportement illégal ou un effet néfaste a eu lieu à l'intérieur de l'État**

Tant les systèmes juridiques américain que français, étendent l'application des dispositions anti-fraude aux opérateurs intervenant sur des marchés étrangers lorsque ceux-ci commettent un acte illégal sur leur territoire, ou lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets

---

<sup>726</sup> Affaire Ingmar c/ Eaton Léonard Technologies, Cour de justice des communautés européennes (5ème chambre) - affaire C-381/98, 9 novembre 2000, Rec. 2000, p. I-9305.



néfastes à l'intérieur de leur territoire respectif. Cela se traduit pour les juridictions américaines par l'adoption, comme nous le verrons plus tard, des *conduct and effects tests*, et pour les juridictions françaises par le recours au critère du fait dommageable.

## **1. La survenance d'un comportement ou d'un effet néfaste aux États-Unis comme vecteur de la compétence à l'égard des entreprises exerçant des activités à l'étranger**

Bien que l'utilisation des *mails or any means or instrumentality of interstate commerce* soit un critère important dans l'évaluation de la compétence, les juridictions américaines demandaient l'existence d'un autre lien de rattachement avec le territoire américain pour confirmer leur compétence à l'égard des sociétés exerçant leurs activités à l'étranger, à savoir la commission d'un comportement illégal ou la survenance des effets nuisibles aux États-Unis.

### **a: l'extension des lois américaines aux entreprises étrangères en raison de l'utilisation des *mails or any means or instrumentality of interstate commerce***

Comme rigoureusement expliqué auparavant, les autorités américaines compétentes peuvent avoir recours à l'utilisation des *mails or any means or instrumentality of interstate commerce* comme moyen de rattachement à la juridiction américaine. Les dispositions anti-fraude s'appliquent à toute entreprise qui commet une infraction en utilisant les *mails or any means or instrumentality of interstate commerce* : «*No broker or dealer, [...], shall make use of the mails or any means or instrumentality of interstate commerce to effect any transaction [...] by means of any manipulative, deceptive, or other fraudulent device or contrivance*<sup>727</sup>».

Dans l'affaire *Gulf International*, la cour a jugé que «*Where the scheme is one which necessarily must be accomplished in part by the use of the mails or [United States] interstate facilities [...] even though the offers were made entirely outside the nation [...] it seems clear that the remedial protections of the Exchange Act are properly involved in the interests of maintaining and*

---

<sup>727</sup> 15 U.S.C. § 78o (c)(1-A & B & C) (1970). Voir également 15 U.S.C. § 78o (c)(2) (1970) ; 15 U.S.C. § 78o (c)(3-A) (1970) ; 15 U.S.C. § 78o (c)(7) (1970).

*assuring the integrity of the nation's securities markets*<sup>728</sup>». Il est donc présumé que l'utilisation des *means or instrumentality of interstate commerce* a un impact sur les investisseurs et marchés locaux. Cela a pour conséquence, dans l'objectif d'interdire les pratiques inéquitables et injustes ayant des effets sur les marchés américains, d'étendre les dispositions boursières américaines aux sociétés de droit étranger et aux investisseurs étrangers.

Toutefois, il s'agit d'une présomption simple. Les circonstances de l'affaire *Kook v. Crang* (la société est une société canadienne, l'intermédiaire est canadien, l'opération est effectuée sur le marché de Toronto, les ordres ont été passés au Canada et le paiement est reçu au Canada) ont incité la cour à considérer que la transaction était canadienne et que «*the use of the mails and telephone within the United States does not change the locale*<sup>729</sup>». La question de la compétence ne doit pas être déterminée sur la base d'une simple connexion avec les États-Unis, mais plutôt par la recherche de l'intention du Congrès : souhaite-t-il rendre la loi applicable à ces acteurs et à ces opérations ? La cour a estimé que «*We hold that such was not the intention of the legislature and that "jurisdiction" as used in Section 30(b) contemplates some necessary and substantial act within the United States*». Du point de vue des juridictions américaines, l'utilisation des *mails or any means or instrumentality of interstate commerce* est un lien de rattachement avec les États-Unis, qui permet d'affirmer la compétence s'il est accompagné d'autre lien de rattachement, souvent un acte illégal commis aux États-Unis ou un effet néfaste sur les investisseurs ou les marchés américains.

#### **b: l'extension de la loi américaine aux entreprises étrangères en raison de la commission d'un acte illégal sur le territoire américain**

Les juridictions américaines ont effectivement affirmé leur compétence à l'égard des émetteurs étrangers lorsque ceux-ci commettent, sur le territoire américain, des actes illégaux qui contribuent à la réalisation d'une opération boursière sur un marché étranger. C'est le cas par exemple, lorsque l'émetteur étranger prend contact avec des résidents américains pour les encourager à effectuer des transactions sur un marché étranger, sans avoir procédé à l'obtention de l'autorisation exigée par la SEC. C'est également le cas, lorsqu'un émetteur non-américain publie aux États-Unis de fausses informations dans le but de favoriser frauduleusement la confiance des

---

<sup>728</sup> SEC v. Gulf Intercontinental Fin., 223 F. Supp. 987, 995 (S.D. Fla. 1963).

<sup>729</sup> Kook v. Crang, 182 F.Supp. *op. cit.*

investisseurs non-américains dans ses titres cotés sur un marché non-américain.

Dans l'affaire *State Bank of India and Citibank*<sup>730</sup>, le territoire américain est utilisé pour commercialiser des titres non enregistrés auprès de la SEC. La SEC, estimant que la SBI et Citibank violaient les lois boursières américaines en vendant des titres<sup>731</sup> de "Resurgent India Bonds" (RIBs) aux États-Unis, sans avoir déposé une demande d'enregistrement auprès de la SEC, a émis une ordonnance à leur encontre. La SBI, une banque indienne disposant de bureaux aux États-Unis, a annoncé en juillet 1998 qu'elle espérait lever ses capitaux dans le monde entier grâce à la vente de RIBs. La SBI fait alors appel, en tant que courtiers locaux, à la SBI New-York et à Citibank. Leur rôle est «*to act as regional centers where applications would be collected, processed and forwarded to SBI*». L'argent, les ordres et les documents sont donc collectés, traités et transmis à la SBI en Inde. La SBI a précisé dans les annonces, qui ont précédé l'offre, que seuls les Indiens non-résidents en Inde et leurs entités affiliées pouvaient acheter les RIBs. Seulement la SEC a constaté que les efforts de commercialisation aux États-Unis étaient importants et ont ciblé un million d'Indiens non-résidents en Inde vivant aux États-Unis, dont beaucoup étaient aussi des citoyens américains. La SEC a souligné que ces activités de commercialisation ne touchaient pas seulement des personnes vivant aux États-Unis, mais incluaient également la passation d'appels, par les employés et les agents de la Citibank et la SBI, ainsi que l'envoi d'e-mails à environ 90000 indiens non-résidents en Inde. La Commission a jugé que la SBI et la Citibank ont, bien que l'offre n'ait été enregistrée auprès de la SEC, violé l'article 5(a) et (c) de la Loi *Securities Act* en offrant et en vendant les RIBs. L'ordonnance a prescrit aux intimés de cesser et de s'abstenir de commettre ou de causer toute violation des articles 5(a) et 5(c) de la Loi *Securities Act*<sup>732</sup>.

Toutefois, les juridictions se montrent parfois tolérantes envers certains actes commis aux États-Unis. Les circonstances de l'affaire *Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. v. Bank Paribas London*<sup>733</sup> sont à peu près semblables à celles de l'affaire *State Bank of India and Citibank* : commercialisation des titres non enregistrés d'une société de droit étranger non enregistrée auprès de la Commission, utilisation des *means or instrumentality of interstate commerce*. Toutefois, au moins deux différences apparaissent : toutes les parties dans l'affaire *Europe and Overseas*

<sup>730</sup> Press Release, SEC, 2001-139, *State Bank of India and Citibank, N.A. Settle SEC Charges Involving An Unregistered Securities Offering*, November 19, 2001, available at : <http://www.sec.gov/news/headlines/bankofindia.htm>.

<sup>731</sup> Dans son ordonnance, la Commission considère que les RIBs sont des titres. Press Release, SEC, 2001-139, *State Bank of India and Citibank, N.A. Settle SEC Charges Involving An Unregistered Securities Offering*, *op. cit.*

<sup>732</sup> *Ibid.*

<sup>733</sup> *Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. v. Banque Paribas London*, *op. cit.*

*Commodity Traders* sont étrangères et les transactions effectuées n'ont eu aucun effet néfaste sur les investisseurs et marchés américains. La Cour d'appel de la *Second Circuit* a constaté que certains actes avaient été commis aux États-Unis parce qu'Andria, ressortissant britannique travaillant comme gestionnaire de compte à l'agence Paribas de Londres, a appelé, Alan Carr unique détenteur de la société Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. lors de son séjour aux États-Unis, et que ce dernier a émis ses ordres à partir des États-Unis. D'après la Cour, de tels actes n'étaient pas de nature à avoir pour effet de créer un marché pour ces titres aux États-Unis, et donc ces actes n'étaient pas suffisant pour confirmer la compétence de la justice américaine<sup>734</sup>. Du surcroît, «*Carr's presence here (in the U.S.) was entirely fortuitous and personal, and the actual purchaser of shares in the Fund was an offshore corporation without a place of business here*<sup>735</sup>». La loi américaine trouve à s'appliquer lorsque «*the offer or sale of an unregistered security to an agent of a foreign company in the United States may in some cases tend to create a market for the security in the United States*<sup>736</sup>».

Par conséquent, la loi américaine n'est pas applicable aux sociétés de droit étranger, non enregistrées auprès de la SEC, si elles n'essaient pas de créer un marché pour leurs titres aux États-Unis<sup>737</sup>. Autrement dit, un émetteur étranger n'est pas soumis aux dispositions américaines s'il ne fait aucun appel ou sollicitation à des citoyens américains ou des résidents permanents aux États-Unis, et s'il n'a dirigé aucun effort de vente vers le marché américain ou les investisseurs américains<sup>738</sup>. Pour la Cour, deux éléments étaient décisifs afin de décliner sa compétence : la présence de l'acheteur aux États-Unis était totalement fortuite et l'émetteur ne voulait pas créer un marché pour ses titres aux États-Unis. Ce jugement n'a aucun effet sur la présomption selon laquelle la loi américaine est applicable lorsque les *means or instrumentality of interstate commerce* sont impliquées<sup>739</sup>, puisque la Cour a signalé que ce sont les circonstances particulières de l'affaire qui

---

<sup>734</sup> Ibid.

<sup>735</sup> Ibid.

<sup>736</sup> Ibid.

<sup>737</sup> Ibid.

<sup>738</sup> Ibid.

<sup>739</sup> Toutefois, la Cour explique que l'utilisation des *means or instrumentality of interstate commerce* doit être accompagnée, à tout le moins, d'un autre facteur afin que les juridictions américaines puissent se déclarer compétentes : «*We have found jurisdiction over a predominantly foreign securities transaction under the conduct test when, in addition to communications with or meetings in the United States, there has also been a transaction on a U.S. exchange, economic activity in the U.S., harm to a U.S. party, or activity by a U.S. person or entity meriting redress*». Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. v. Banque Paribas London, *op. cit.*

l'ont menée à se déclarer incompétente et que «*phone calls (or any other communications into the United States) soliciting or conveying an offer to sell securities ordinarily would be sufficient to support jurisdiction*<sup>740</sup>».

D'ailleurs, dans l'affaire *In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation*<sup>741</sup>, la *District Court for the Southern District of New-York* a confirmé sa compétence pour juger les allégations des actionnaires non américains de la société française Vivendi qui avaient acquis leurs titres sur des marchés non-américains. Devant le Tribunal, la société Vivendi a fait valoir, qu'étant une société française non-enregistrée pour exercer des activités boursières aux États-Unis puisqu'elle ne déposait pas de rapports trimestriels auprès de la SEC, le droit boursier américain ne lui était pas applicable. De plus, elle fait valoir que les actes constitutifs de la fraude prétendue ont été initiés, organisés et approuvés par les dirigeants de Vivendi en France. Le Tribunal a jugé que : «*Contrary to defendants' characterization, their conduct can hardly be deemed merely preparatory within the United States. Given Messier's and Hannezo's decision to move to the United States, allegedly to better direct corporate operations and more effectively promote misleading perceptions on Wall Street, which harbors some of the most watched securities exchanges in the world, one can reasonably infer that the alleged fraud on the American exchange was a "substantial" or significant contributing cause of [foreign investor's] decision[s] to purchase [Vivendi's] stock" abroad*»<sup>742</sup>. D'après le Tribunal, la fraude organisée à l'intérieur des États-Unis permettra d'affirmer la compétence en vertu des lois boursières américaines. Le droit boursier est applicable lorsque l'émetteur étranger utilise le territoire américain pour effectuer ou accomplir la fraude, et cela devrait être valable également lorsque l'entreprise, les investisseurs lésés sont étrangers et que les transactions sont effectuées sur un marché étranger.

De manière générale, certains indices sont utilisés par la jurisprudence pour confirmer la compétence des juridictions américaines à l'égard des acteurs étrangers, comme par exemple : «*communications (phone calls for example) with or meetings in the United States, a transaction on a U.S. exchange, economic activity in the U.S., harm to a U.S. party, or activity by a U.S. person or entity meriting redress*»<sup>743</sup>. Le fait que soit survenu, sur le territoire américain, un ou plusieurs de ces indices montre que l'acte commis aux États-Unis est une des causes substantielles ou

---

<sup>740</sup> Ibid.

<sup>741</sup> *In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig.*, 02 Civ. 5571(HB), 2003 WL 22489764, (S.D.N.Y. Nov. 3, 2003).

<sup>742</sup> Ibid.

<sup>743</sup> *Europe and Overseas Commodity Traders, S.A. v. Banque Paribas London*, *op. cit.*

significatives des pertes subis par la partie lésée et, de ce fait, les intérêts des États-Unis ont été mis en cause ; et cela est suffisant pour affirmer la compétence *ratione materiae* des juridictions américaines<sup>744</sup>. Le Congrès ne veut pas que les États-Unis «*be used as a base for manufacturing fraudulent security devices for export, even when these are peddled only to foreigners*»<sup>745</sup>.

La question qui se pose est donc de savoir si tout acte commis sur le sol américain permet aux juridictions américaines de confirmer leur compétence ? Comment peut-on délimiter la définition de cet acte dans ce monde d'interconnexion ? Toute transaction boursière n'affecte-t-elle pas, du moins indirectement, l'intérêt des investisseurs et marchés américains ?

En effet, le fait de commettre un tel acte renforce la possibilité de confirmer la compétence des tribunaux américains. Toutefois, la simple présence aux États-Unis ne permet pas d'affirmer aisément la compétence *ratione materiae* de la loi américaine, dès lors que cette présence ne présente aucun lien avec le délit boursier commis à l'étranger. Une cour a estimé que : «*the mere presence of defendant as a broker or dealer ... would not, without more, make its foreign transactions subject to the Act. ..., plaintiff must show some act done within the United States...*»<sup>746</sup>.

Cependant, si l'objectif de la réalisation de l'opération sur un marché non-américain est d'essayer de se soustraire aux réglementations américaines, alors le droit boursier américain s'applique extraterritorialement à tout intermédiaire ou investisseur, et d'une manière générale à toute personne, et ce même si l'acte ou l'opération sont réalisés sur un marché étranger<sup>747</sup>. Tel est le cas lorsque l'intermédiaire, pour atteindre cet objectif choisit, en utilisant les *means or instrumentality of interstate commerce*, un marché étranger pour effectuer, directement ou indirectement, des transactions sur les titres d'un émetteur siégeant aux États-Unis, régi par les lois des États-Unis ou dont sa principale place d'affaires est située dans un lieu soumis à la juridiction des États-Unis<sup>748</sup>. L'élément essentiel qui détermine la compétence territoriale reste le fait de commettre un acte aux États-Unis. Comme nous venons de voir, ce dernier principe s'applique à des situations comportant des éléments d'extranéité et parfois à des situations présentant peu de liens avec les États-Unis. Cependant, en raison de la jurisprudence issue de l'affaire Morrison, cette

---

<sup>744</sup> S.E.C. v. Princeton Economic Intern., Ltd., 84 F.Supp.2d 452, 454 (S.D.N.Y.2000) ; In re Gaming Lottery, Sec. Litig., 58 F.Supp.2d 62, 73 (S.D.N.Y.1999).

<sup>745</sup> Itoba Ltd. v. Lep Group PLC, 54 F.3d 118, 121-122 (2d Cir. 1995) ; Psimenos v. E.F. Hutton & Co., 722 F.2d 1041, 1045 (2d Cir.1983) ; IIT v. Vencap, Ltd., *op. cit.*

<sup>746</sup> Kook v. Crang, 182 F.Supp. *op. cit.*

<sup>747</sup> 15 USC § 78dd (b) & (c) (1970).

<sup>748</sup> 15 USC § 78dd (a) (1970).

affirmation doit être prise avec beaucoup de nuance.

### **c: l'extension de la loi américaine aux entreprises étrangères lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets néfastes aux États-Unis**

Comme nous l'avons signalé précédemment, les dispositions anti-fraude peuvent avoir une dimension spatiale très large. Dans l'affaire SEC v. A.C.L.N., Ltd. susmentionné, les autorités américaines ont considéré que la société d'audit chypriote, BDO International, avait violé les dispositions anti-fraude américaines. BDO International n'avait aucune activité aux États-Unis. Toutefois, la société d'audit chypriote ayant été chargée de vérifier les comptes de la société de droit étranger A.C.L.N. cotée sur un marché américain, et ayant émis à cette occasion des déclarations inexactes, les autorités américaines ont confirmé leur compétence à l'égard de la société.

Une société peut donc, se retrouver sous la compétence américaine si elle commet un acte en contravention avec une loi, une règle ou un règlement que la SEC juge nécessaire et approprié à l'intérêt public, à la protection des investisseurs et des marchés financiers<sup>749</sup>. Les juridictions américaines ont, de manière similaire, confirmé leur compétence à l'égard d'une société d'audit, de conseil et d'expertise comptable néerlandais (Moret Ernst & Young, connue plus tard sous le nom Ernst & Young Accountants), chargée de vérifier les comptes d'une société de droit néerlandais (Bann Company, N.V.) cotée sur le NASDAQ. La Commission reproche, à la société d'audit, d'avoir engagé «*in "improper professional conduct" within the meaning of Rule 102(e) of the SEC's Rules of Practice*» et d'avoir, par conséquent, violé son obligation d'indépendance. Lorsqu'un auditeur entre dans une relation d'affaires avec un client soumis à son contrôle, dans l'objectif de générer des revenus, son indépendance est fondamentalement réduite<sup>750</sup>. Cela viole les dispositions comptables américaines et les principes comptables internationaux édités par l'OICV.

Ainsi, afin que les juridictions américaines se réclament compétente, il suffit que le cabinet d'audit étranger vérifie les comptes d'une société cotée aux États-Unis. De plus, dès lors que des cabinets d'audit étrangers certifient les comptes des filiales ou des sociétés américaines opérantes à

---

<sup>749</sup> 15 U.S.C. § 78o (c)(5) (1970).

<sup>750</sup> M. Cutler, Director of the SEC's Division of Enforcement,

l'étranger, le *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB) exerce sa compétence de surveillance à leur égard.<sup>751</sup> M. Paul R. Berger, Directeur adjoint de la division d'exécution de la SEC a justifié cette extension redoutable en expliquant qu'«*Auditor independence has no geographic limitations, regardless of location, auditors have a fundamental obligation to ensure their independence. Investors have a right to expect that any audit firm, foreign or domestic, has no improper business ties to its audit client*».

Dans l'affaire Eric John Watson, la Commission a confirmé sa compétence à l'égard du président-directeur général (Eric John Watson) d'une des filiales située à l'étranger (Blue Star Group) d'une société-mère américaine (U.S. Office Products Company ("USOP")), enregistrée et cotée aux États-Unis au sujet d'activités effectuées en Nouvelle-Zélande<sup>752</sup>. USOP a acquis la société McCollam (une société enregistrée et cotée en Nouvelle-Zélande) au travers de sa filiale en Nouvelle-Zélande (Blue Star Group). Pendant et durant la négociation d'acquisition, Watson et deux autres associés ont acheté des actions de la société McCollam et n'ont pas révélé ce fait à USOP<sup>753</sup>. Ils ont ensuite vendu les actions pendant l'offre publique d'achat et ont réalisé un bénéfice net de plus de 530.000 dollars néo-zélandais. Malgré ces éléments d'extranéité, la SEC s'est déclarée compétente. Celle-ci a constaté que Watson et le chef de la direction financière de Blue Star étaient en contact régulier avec la direction d'USOP aux États-Unis en ce qui concerne la situation et la direction des négociations. Des appels téléphoniques ont été passés aux États-Unis pour discuter des détails de l'opération. En plus de ces appels, Watson et le chef de la direction d'USOP ont échangé des fax et des e-mails entre la Nouvelle-Zélande et les États-Unis concernant le statut, les termes et les tactiques de négociations<sup>754</sup>. Watson a donc violé l'article 10(b) de l'*Exchange Act* et la règle 10b-5, en achetant et vendant des titres de McCollam sans révéler ses activités à USOP. En sa qualité d'agent, Watson n'a pas respecté son obligation de divulgation des informations importantes à USOP. La SEC affirme, par conséquent, sa compétence à l'égard de toute personne ou entité étrangère qui, par l'intermédiaire d'opérations effectuées à l'étranger, vise à léser une entité américaine ou ses actionnaires : «*Even though Watson is a New Zealand citizen and his purchases*

---

<sup>751</sup> Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, *op. cit.*

<sup>752</sup> SEC, Securities Exchange Act Release No. 34- 44934, In the Matter of Eric John Watson, *op. cit.*

<sup>753</sup> Pour confirmer l'intention de Watson de dissimuler à la société-mère les opérations qu'il a effectué sur les titres de McCollam, la SEC a souligné que: «*None of these transactions was made in Watson's name. Instead, Watson's purchases were conducted through corporate nominee accounts, including foreign accounts, which he owned or controlled at several different brokers. Since the purchases by Watson and his associates were executed through nominee accounts, USOP could not have known of their beneficial interest in McCollam*».

<sup>754</sup> SEC, Securities Exchange Act Release No. 34- 44934, In the Matter of Eric John Watson, *op. cit.*



*and sales of McCollam shares occurred in New Zealand, Watson engaged in conduct that had the effect of defrauding a U.S. issuer and its shareholders. The Commission will hold accountable all violators of the U.S. federal securities laws, including foreign entities and individuals, when their actions adversely impact U.S. issuers and shareholders»*<sup>755</sup>. Dans cette affaire, la SEC affirme sa compétence à l'égard d'une des filiales étrangères d'une société américaine. En l'occurrence, les activités boursières ont été effectuées entre la filiale étrangère et une société de droit étranger sur un marché étranger. Toutefois, le fait que la société-mère soit américaine rend la filiale étrangère soumise, à tout le moins, aux dispositions anti-fraude américaines en général, et à celles concernant la divulgation d'informations en particulier. Le ton de l'ordonnance montre manifestement, la volonté de la Commission d'exercer cette compétence à l'égard de toute personne ou entité étrangère qui commet, à l'étranger, un acte qui viole le droit boursier américain et qui produit des dommages aux entités ou actionnaires américains. C'est sans doute une définition très étendue de la compétence boursière américaine. La SEC a pris en considération le fait que l'entité étrangère a utilisé les *means or instrumentality of interstate commerce*. Plus important, il y avait des effets néfastes sur un émetteur américain et ses actionnaires. Ce sont les impacts nocifs ressentis par des émetteurs et/ou investisseurs américains qui poussent les autorités américaines à se déclarer compétentes dans pareilles affaires, qui présentent certainement et clairement des liens plus étroits avec d'autres juridictions.

D'ailleurs, la Cour du huitième circuit a infirmé la décision du U.S. District Court for the District of Minnesota<sup>756</sup>. Dans laquelle il a été jugé que Nicholas Zahareas citoyen américain, président et actionnaire majoritaire de la société Euroamerican Securities S.A. (société de courtage et de conseil financier grecque), a violé le droit boursier américain en transgressant une ordonnance de la SEC qui lui interdisait de s'associer avec tout courtier, conseiller en placement, ou société d'investissement<sup>757</sup>. Zahareas, en sa qualité de courtier en valeurs mobilières, était chargé de proposer l'achat de titres, dans une offre publique, à des citoyens grecs, pour laquelle un intermédiaire américain enregistré auprès de la SEC, Tuschner & Company, était le souscripteur. La SEC prétend donc que Zahareas, en tant que courtier en valeurs mobilières, est soumis au contrôle de Tuschner & Company, ce qui fait de Zahareas une personne associée à un courtier américain en violation d'une ordonnance de la SEC. Le District Court a considéré que Tuschner & Company contrôlait Zahareas puisqu'elle lui fournissait les documents nécessaires pour ouvrir un compte et

---

<sup>755</sup> Ibid.

<sup>756</sup> SEC v. Zahareas, Civil Action No. 3-92-CV-431 (D. Minn. July 16, 1992).

<sup>757</sup> SEC v. Zahareas, 272 F. 3d 1102 (8th Cir. 2001).

qu'il devait les remplir et les lui renvoyer. D'après le District Court, Tuschner & Company contrôlait une partie des transactions de Zahareas, ainsi que les moyens et les prestations de celui-ci. La Cour d'appel du huitième circuit a infirmé la décision du Tribunal du Minnesota. Elle a clarifié la notion de contrôle conformément à la loi *Securities Exchange Act* de 1934, et a rappelé le principe de territorialité adopté par le Congrès. La SEC (la partie demanderesse en l'occurrence) a demandé à la Cour d'adopter une interprétation étendue des lois boursières dans l'objectif de «*prevent evasion of the Act's proscription against broker-dealers engaging in the securities business*»<sup>758</sup>. La Cour a souligné que la SEC elle-même avait adopté le principe de territorialité dans sa Communiqué du 18 juillet 1989 indiquant que la SEC «*uses a territorial approach in applying the broker-dealer registration requirements to the international operations of broker-dealers. Under this approach, all broker-dealers physically operating within the United States would be required to register as broker-dealers*»<sup>759</sup>. La Cour a estimé aussi que : «*Even were we to depart from the statutory analysis in favor of general policy intent, we would interpret the laws in a more, not less, restrictive manner. For over 60 years, Congress has carefully limited the federal securities laws to the domestic shores of the United States. In its original enactment, the Act itself stated that:*

*The provisions of [the Securities Exchange Act] or of any rule or regulation thereunder shall not apply to any person insofar as he transacts business in securities without the jurisdiction of the United States, unless he transacts such business in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate to prevent the evasion of this [Act]*»<sup>760</sup>. Le législateur et la SEC ont adopté le principe de territorialité et les cours doivent interpréter la loi dans ce sens. Il appartient donc au législateur et au régulateur de modifier les normes boursières pour atteindre des activités comme celles de l'espèce : «*Despite being granted some authority by the statute, the SEC never enacted a rule or regulation applicable to transactions with foreign brokers such as those between Tuschner and Zahareas..... Congress may amend the statute to reach activities such as Tuschner's ; indeed, the SEC itself has some authority to enact new rules and regulations in this area. But we are bound by the current language of the statute and regulations*»<sup>761</sup>.

Dans cette affaire, Zahareas n'était pas contrôlé par l'intermédiaire enregistré aux États-Unis et n'avait pas des liens de rattachement avec le territoire américain, ce qui a conduit la Cour à infirmer le jugement du U.S. District Court for the District of Minnesota, tout en mettant l'accent sur les

---

<sup>758</sup> *Ibid.*

<sup>759</sup> SEC, Exchange Act Release No. 34-27017, (adopting Rule 15a-6), July 18, 1989, 54 Fed.Reg. 30013, 30015 n.16 (Jul. 18, 1989).

<sup>760</sup> 15 78dd(b) (Section 30(b) of the 1934 Act).

<sup>761</sup> SEC v. Zahareas, (8th Cir. 2001), *op. cit.*

principes de territorialité et la courtoisie internationale : «*This territorial approach was based at least in part on avoiding the jurisdictional entanglement between United States securities laws and European securities dealers. Here, Zahareas's customers were all European ; Zahareas made no sale to an American customer. The transaction with Tuschner was at arms-length. Indeed, European financial consultants and securities brokers would be quite surprised to learn that they were "controlled by" an American broker simply by selling an IPO using the broker's forms. Moreover, the SEC all but ignores the European and Greek securities laws in pursuit of its novel application of United States laws*<sup>762</sup>».

Les faits de cette affaire sont semblables à ceux de l'affaire Eric John Watson. Ces deux affaires concernent la relation entre une entreprise américaine et une entreprise étrangère. Les opérations, dans les deux cas, sont effectuées à l'étranger par des étrangers. Néanmoins, certaines différences essentielles demeurent entre celles-ci. La société de droit étranger dans l'affaire Eric John Watson était une filiale d'une société-mère américaine, et de ce fait, elle devait respecter, dans sa relation avec la société-mère, les dispositions anti-fraude américaines. Dans l'affaire de Zahareas, la société de droit étranger n'était pas une filiale d'une société américaine et n'était pas non plus contrôlée par une société américaine. Plus important, dans l'affaire Eric John Watson, le dommage avait été subi par un émetteur et ses actionnaires américains. Dans l'affaire Zahareas, aucune perte n'a été subie par le marché américain, ni par les investisseurs américains. Il semble que ce soit principalement ce dernier élément qui pousse les juridictions américaines à appliquer le droit boursier américain à des situations extraterritoriales similaires.

Pour aller plus loin dans l'analyse, il y a lieu de se demander comment la Cour aurait juger l'affaire Zahareas si des investisseurs américains avaient subi des dommages ? La Cour, dans l'affaire Eric John Watson, n'a pas mis l'accent sur la relation mère-filiale entre les deux entreprises, mais plutôt sur la perte subie par des américains. En mettant l'accent sur le principe de territorialité et de courtoisie internationale, la Cour, dans l'affaire Zahareas, voulait peut-être rappeler les objectifs du droit boursier américain, à savoir la protection des investisseurs et marchés américains, et montrer que l'interprétation des textes devait servir ses objectifs.

Le motif qui incite les autorités américaines à appliquer les lois américaines de manière extraterritoriale, est la protection des investisseurs et émetteurs américains. Ainsi, ces lois devraient avoir un champ d'application plus restreint en cas d'absence d'effets nocifs sur les Américains.

---

<sup>762</sup> Ibid.

Autrement dit, pour savoir si le droit américain est applicable à une entreprise étrangère, il faut déterminer en premier lieu, si elle a agi, et commis des actes aux États-Unis. Si la réponse est positive, l'entreprise sera tenue de respecter le droit boursier américain. Si la réponse est négative, il faut examiner les faits que l'entreprise a commis à l'étranger, pour évaluer s'ils ont eu des impacts néfastes sur les marchés ou investisseurs américains.

Le premier cas, celui de savoir si le droit boursier américain est applicable aux entreprises qui commettent des actes aux États-Unis, a été auparavant examiné. L'affaire IOS susmentionnée<sup>763</sup> nous apporte une clarification. Dans cette affaire, se pose la question de la compétence de la SEC. Les défendeurs contestent la compétence de la SEC en argumentant que les lois américaines ne devaient pas gouverner la relation entre la société panaméenne IOS et certaines sociétés de droit étranger. La SEC a toutefois confirmé sa compétence en soulignant que dans les circonstances de l'espèce, les dispositions anti-fraude de la loi *Exchange Act* sont applicables aux actes en question. La Commission a révélé, en abordant la question de la compétence, que non seulement les *United States mails* sont utilisés pour mettre en œuvre le projet de la société en question, mais qu'une partie importante des opérations boursières, nécessaires à la réussite du projet, ont été effectuées sur les marchés de gré à gré américains. Le fait de commettre un acte, sur le sol américain, qui viole les dispositions boursières américaines rend la loi américaine applicable et, cela est vrai même si toutes les parties sont étrangères et que l'opération prend place sur un marché étranger.

En ce qui concerne la deuxième question, celle de savoir si le droit boursier américain est applicable aux entreprises étrangères qui commettent des actes à l'étranger, l'affaire Eric John Watson susmentionnée et l'affaire *Investment Properties International*<sup>764</sup>, nous apportent une réponse. La première affaire, montre que la loi américaine s'applique à une entreprise étrangère dont les activités effectuées à l'étranger ont eu des effets nocifs sur les investisseurs américains. Dans la deuxième affaire, l'*United States Court of Appeals, Second Circuit*, a refusé d'exercer sa compétence à l'égard d'une demande, introduite par une société de droit étranger contre la société-mère, découlant d'une transaction qui a été essentiellement effectuée à l'étranger et n'a eu aucune incidence aux États-Unis. Afin de se prononcer, la Cour s'est posée la question suivante : «*if a transaction has occurred outside the U.S. is there significant impact on the domestic securities market or on domestic investors, so that extraterritorial application is necessary to protect*

---

<sup>763</sup> SEC Administrative Proceeding, File Nos. 3-2156, 3-2157, Initial decision in the matter of Arthur Lipper Corp., Arthur Lipper III, June 11, 1971, available at: <https://www.sec.gov/>.

<sup>764</sup> *Investment Properties International. Ltd. v. I.O.S. Ltd.*, CCH Sec. L. Rep. 93,011 (S.D.N.Y. 1971).

*securities trading in the U.S. or U.S. investors?»* Toutefois, dans certaines affaires, comme par exemple *Leasco*<sup>765</sup>, la Cour a essayé de limiter cette extension de l'application du droit boursier américain, en réclamant la preuve, en plus de celle d'effets nocifs sur les investisseurs ou marchés étrangers, de la commission, sur le territoire américain, d'un acte constitutif d'une infraction. La survenance sur le territoire américain d'un acte qui viole le droit américain reste donc le fondement de l'application du droit boursier américain.

Dans ces affaires, et bien d'autres<sup>766</sup>, la politique qu'adopte la Commission est celle selon laquelle, sont tenues de respecter les dispositions anti-fraude du droit boursier américain, toutes les filiales américaines de sociétés de droit étranger et toutes les filiales étrangères de sociétés de droit américain. Cette politique est adoptée pour servir les objectifs du droit boursier américain dans la protection des investisseurs américains et le marché américain. En ce qui concerne les filiales américaines de sociétés de droit étranger, elles sont cotées sur le marché américain, et de ce fait, toute fraude, même commise à l'étranger, liée à leurs activités boursières est soumise à la compétence américaine. Quant aux filiales étrangères de sociétés de droit américain, elles sont également soumises aux dispositions américaines anti-fraude, puisque chaque infraction qu'elles commettent à l'étranger aura des impacts sur la société-mère américaine, sur ses actionnaires, et par conséquent, sur le marché américain. En revanche, l'application des dispositions anti-fraude aux entreprises étrangères agissant à l'étranger, reste moins évidente qu'elle n'y paraît, puisqu'elle soulève de vives critiques par les pays tiers.

## **2. Le critère du fait dommageable comme vecteur de la compétence des juridictions françaises à l'égard des entreprises exerçant des activités à l'étranger**

L'aspect extraterritorial du droit boursier national se distingue plus clairement lorsqu'il cherche à contrôler les opérateurs étrangers exerçant leurs activités sur un marché non national. Conformément aux articles L. 621-14 et L. 621-15 du Code monétaire et financier, les dispositions *antifraud* s'appliquent, à l'encontre de toute personne qui, sur le territoire français, a commis ou a tenté de commettre un manquement boursier dès lors que ce manquement concerne un instrument

---

<sup>765</sup> *Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell, op. cit.*

<sup>766</sup> Voir par exemple: SEC v. Koninklijke Ahold N.V. (Royal Ahold), Litigation Release No. 18929 / October 13, 2004, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18929.htm>.

financier admis aux négociations sur un marché d'un État membre de l'Union européenne ou partie à l'accord sur l'EEE, ou pour lequel une demande d'admission aux négociations sur ce marché a été présentée<sup>767</sup>. En pratique, les juridictions françaises ont recours au critère du fait dommageable pour évaluer leur compétence à l'égard d'un opérateur étranger.

#### **a: notion de fait dommageable**

Les dispositions anti-fraude peuvent avoir une dimension extraterritoriale lorsque, comme nous venons de le voir, les titres de l'émetteur étranger sont négociés sur le marché national. La cotation des titres sur un marché crée un lien de rattachement avec le territoire de l'État du marché. Les juridictions de cet État peuvent se déclarer compétentes à l'égard de tout manquement, commis ou non en dehors du territoire national. En considérant que, tout manquement a des effets nuisibles sur le cours de titre, sur la protection des investisseurs ou sur le bon fonctionnement des marchés sur lesquels le titre est négocié, ce qui renforce le lien de rattachement avec le territoire de l'État de marché. Lorsque les titres de l'émetteur étranger ne sont négociés que sur des marchés étrangers, les juridictions françaises ne peuvent connaître d'un litige concernant cet émetteur que dans le cas où elles constatent la présence d'un autre lien de rattachement avec le territoire français. Ce qui peut être le cas lorsque le fait dommageable est survenu sur le territoire français.

Conformément au Règlement (CE) N° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, toute personne domiciliée en France est citée, quelle que soit sa nationalité, devant les juridictions françaises<sup>768</sup>. L'entité étrangère domiciliée en France est soumise aux règles de compétence applicables aux entreprises de droit français<sup>769</sup>. En matière délictuelle ou quasi délictuelle<sup>770</sup>, une entité domiciliée sur le territoire d'un État membre peut être atraite dans un autre

---

<sup>767</sup> Article L. 621-14, I, dernier alinéa et L. 621-15, II, d du Code monétaire et financier.

<sup>768</sup> Article 2-1 du Règlement (CE) N° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, Journal officiel des communautés européennes L 012, 16 janvier 2001, p. 0001 – 0023.

<sup>769</sup> Article 2-2 du Règlement (CE) N° 44/2001, *op. cit.*

<sup>770</sup> Lorsqu'un manquement cause un dommage à autrui, la réparation de celui-ci passe par l'application des règles de la responsabilité civile. La responsabilité est non contractuelle dès lors qu'aucun contrat ne lie la victime à l'auteur du dommage. Sabine CORNELOUP, «la place du règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers», *op. cit.*, p. 31.

État membre, devant le tribunal du lieu où le fait dommageable s'est produit ou risque de se produire<sup>771</sup>. Lorsque l'entité défenderesse n'est pas domiciliée sur le territoire d'un État membre, la compétence est, dans chaque État membre, régie par la loi de cet État membre<sup>772</sup>. Le Règlement désigne le tribunal du domicile du défendeur comme juridiction compétente. Les juridictions françaises peuvent être compétentes sur la base d'un autre chef de compétence : celui du lieu de réalisation du fait dommageable.

Depuis l'arrêt Mines de Potasse<sup>773</sup>, lorsque le lieu où le fait susceptible d'entraîner une responsabilité délictuelle ou quasi-délictuelle et le lieu où le dommage est apparu ne sont pas identiques, le lieu du fait dommageable vise à la fois le lieu où le dommage est survenu et le lieu de l'événement causal. Il en résulte que «*le défendeur peut être attiré, au choix du demandeur, devant le tribunal soit du lieu où le dommage est survenu, soit du lieu de l'événement causal qui est à l'origine de ce dommage*<sup>774</sup>».

Par conséquent, les juridictions françaises sont compétentes pour sanctionner une infraction, lorsque l'émetteur étranger commet l'infraction ou un acte significatif dans l'accomplissement de celle-ci sur le sol français, ou lorsqu'il commet le manquement à l'étranger mais que le dommage survient, tout ou en partie, en France<sup>775</sup>. La loi française est la loi compétente pour sanctionner tout

---

<sup>771</sup> Article 5-3 du Règlement (CE) N° 44/2001, *op. cit.* D'après la jurisprudence française, le fait que la société soit organisée conformément au droit d'un autre État membre n'empêche pas qu'elle soit attirée devant les juridictions françaises. En effet, les juridictions distinguent entre les règles régissant l'organisation de la société et celles régissant la responsabilité civile de la société. Tandis que l'organisation relève de la compétence de l'État d'origine de la société, la responsabilité délictuelle et quasi délictuelle relève de la compétence de l'État où le fait générateur de la responsabilité est commis ou où le dommage est survenu tout ou en partie. Voir : CA Paris, 15e, 30 Juin 2006, n° 04/06308, société Morgan Stanley et Co. et société Morgan Stanley DW. Inc. c/ société LVMH, Banque et droit, juillet-août 2006, p. 34, observation H. de Vauplane ; Affaire Morgan Stanley c/ LVMH : le recadrage de la Cour d'appel de Paris, RTD fin. 1<sup>er</sup> septembre 2006, n° 2, p. 6 ; LVMH c/ Morgan Stanley : retour à l'orthodoxie juridique : la Cour d'appel de Paris infirme sur l'essentiel le jugement du Tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004, Nicolas Rontchevsky – RTD com. 2006. p. 875.

<sup>772</sup> Article 4-1 du Règlement (CE) N° 44/2001, *op. cit.*

<sup>773</sup> Affaire Handelskwekerij G. J. Bier BV contre Mines de potasse d'Alsace SA., Cour de justice des communautés européennes, affaire 21-76, 30 novembre 1976, Rec. p. 1735.

<sup>774</sup> Ibid. Voir également : Jean-Paul BERAUDO et Marie-Josèphe BERAUDO, «Convention De Bruxelles, Conventions De Lugano Et Règlement (CE) N° 44/2001. – Règles ordinaires de compétence. – Matières autres que les obligations contractuelles», in Encyclopédie du JurisClasseur Europe Traité, Fasc. 3022, 1er Mai 2012.

<sup>775</sup> Le Règlement (CE) N° 864/2007 (du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles (Rome II), Journal officiel de l'Union européenne L 199/40 du 31.7.2007) prévoit dans

manquement commis sur le sol français. La répression des abus de marché s'applique, par exemple, à un émetteur étranger qui propage, à partir de la France, des rumeurs ou des informations inexactes susceptibles de valoriser indûment le cours de son instrument financier négocié sur un marché étranger. La répression des abus de marché s'applique également, à des dirigeants de nationalité belge et luxembourgeoise d'une société de gestion de portefeuille dont le siège social est situé à Paris et détenu majoritairement par une société de droit luxembourgeois, elle-même détenue par lesdits dirigeants, en raison de la commercialisation en France d'instruments financiers de droit étranger sans autorisation et du manquement à certaines obligations d'informations<sup>776</sup>, même s' «*il semblerait que les dirigeants de la société, ressortissants de deux autres États membres de l'Union européenne, n'aient malheureusement pas eu une connaissance suffisamment approfondie du droit français applicable*»<sup>777</sup>.

On peut constater, à l'exemple du droit américain, que l'application, aux opérateurs étrangers exerçant leurs activités sur des marchés non-français, des dispositions anti-fraude françaises, peut être fondée sur l'un des deux critères suivants : le comportement illégal est commis sur le territoire français ; le fait nuisible est survenu sur ce territoire.

## **b: l'extension de la loi française aux entreprises étrangères en raison de la commission d'un acte illégal sur le territoire français**

Les juridictions françaises peuvent appliquer les dispositions anti-fraude à un opérateur

---

son article 4 une règle générale selon laquelle «*la loi applicable à une obligation non contractuelle résultant d'un fait dommageable est celle du pays où le dommage survient, quel que soit le pays où le fait générateur du dommage se produit et quels que soit le ou les pays dans lesquels des conséquences indirectes de ce fait surviennent*». Le règlement Rome II considère donc, que le lieu de survenance du dommage est le critère qui permet de déterminer la loi applicable à la responsabilité non contractuelle. Toutefois, l'article 4-3 de ce même Règlement dispose que si le fait dommageable présente des liens manifestement plus étroits avec un pays autre que celui de la survenance du dommage, c'est la loi de cet autre pays qui s'applique. Enfin, il y a lieu de noter que les délits financiers sont compris dans le champ d'application du Règlement Rome II. Voir Sabine CORNELOUP, «la place du Règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers», *op. cit.*, p. 31.

<sup>776</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Fival Sa, MM. Marc Gilson, Jean-Marc Thys, Thierry Girardet, John Turpel et Yannick Tabot, 10 décembre 2012, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

<sup>777</sup> Isabelle RIASSETTO, «Commercialisation d'instruments financiers : ce qu'il ne faut pas faire», *Bulletin Joly Bourse*, 01 février 2013 n° 2, p. 82.



étranger qui n'a réalisé aucune transaction boursière en France, si elles détectent que cet opérateur, a commis sur le sol français, un manquement boursier ou un élément constitutif de celui-ci. Les tribunaux français, ont effectivement eu recours à la notion de fait dommageable pour évaluer leur compétence et l'applicabilité du droit français. Dès lors, il y a lieu d'étudier quelques affaires avant de procéder à l'analyse de la jurisprudence en la matière.

La Cour de cassation a fait application de cette notion de fait dommageable dans une affaire opposant une société française et une société suisse<sup>778</sup>. En l'espèce, la société française (la société Compagnie Lebon) avait souscrit des actions de SICAV de la société de droit luxembourgeois Luxalpha, gérée par l'une des filiales de la société de droit suisse UBS AG " promoteur " de la SICAV. Quelques semaines après l'acquisition des actions, la commercialisation de SICAV était autorisée en France par l'AMF. La société Compagnie Lebon a assigné en justice la société suisse en soutenant qu'elle avait dissimulé au public le fait que la société Bernard X Investment Securities (BMIS) assurait la double fonction de sous-dépositaire et de courtier de la SICAV. Le prospectus déposé auprès de l'AMF ne contenait pas ces informations. La société Compagnie Lebon fonde son action sur " les conditions de commercialisation en France de la SICAV et la défaillance de l'information donnée aux investisseurs " et affirme que " la souscription est le fait causal originel de cette affaire ".

Selon la société Compagnie Lebon, la commercialisation de SICAV en France a commencé aux alentours de novembre 2004, tandis que l'autorisation de commercialisation avait été accordée par l'AMF le 25 mars 2005. Cela veut dire qu'une information aurait dû être donnée en France par UBS aux souscripteurs depuis novembre 2004 et non à partir de mars 2005. La Cour estime *«qu'il ne résulte ni des conclusions ni de l'arrêt que la société Compagnie Lebon ait soutenu devant la cour d'appel que les textes de droit interne visés par le moyen prévoyaient des obligations d'information applicables à la société UBS AG en tant que " promoteur " d'un OPCVM dont la commercialisation était autorisée en France»*. En analysant le moyen de pourvoi invoqué par la société Compagnie Lebon, qui considère que la souscription est le fait causal, la Cour de cassation constate que la société Compagnie Lebon avait investi dans la SICAV directement auprès de la société UBS Funds Services au Luxembourg le 1er février 2005. L'autorisation de commercialisation en France de la SICAV n'avait été accordée par l'AMF que le 25 mars 2005, donc après l'acquisition. Par conséquent, la Cour accueille l'exception d'incompétence territoriale

---

<sup>778</sup> Cass. com. N° 10-24006 du 12 juillet 2011, arrêt Luxalpha.

invoquée par la société suisse UBS en estimant que le fait dommageable *«ne s'était pas produit en France»*.

Dans une autre affaire concernant aussi la société de droit luxembourgeois Luxalpha, une ressortissante française (Mme X) a souscrit en 2006 des titres auprès de ladite société par l'intermédiaire de la Société générale à Paris. Mme X assigne le 9 avril 2009, en réparation du préjudice subi résultant de la perte de ses avoirs à la suite de la fraude de M. Y. et de la mise en liquidation judiciaire de la société Luxalpha Sicav prononcée le 2 avril 2009 par jugement du Tribunal d'arrondissement du Luxembourg, la Société générale ainsi que la société UBS Luxembourg en sa qualité de gestionnaire du portefeuille de la société Luxalpha Sicav, devant le Tribunal de grande instance de Paris. Mme X soutenait que les juridictions françaises étaient compétentes sur le fondement de l'article 5, point 3, du règlement CE n° 44/ 2001 du Conseil, du 22 décembre 2000. Elle fait valoir d'un côté que, le dommage avait été subi en France où elle était titulaire d'un compte titres à la Société générale qui avait perdu toute valeur à la suite de la fraude commise par la société UBS Luxembourg. De l'autre, elle estime que le fait causal repose, d'une part, sur le fait qu'elle a signé en France, des bulletins de souscription de titres, et d'autre part, dans la diffusion d'informations trompeuses en France (elle cherche la responsabilité de la société UBS sur le fondement de tromperie pré-contractuelle contenue dans les documents de souscription). D'après elle, l'événement causal consiste à diffuser en France des informations trompeuses sur des produits financiers cotés en bourse. Le juge de la mise en état, la Cour d'appel de Paris et la Cour de cassation accueillent successivement l'exception d'incompétence territoriale soulevée par la société UBS Luxembourg. La Cour d'appel estime en premier lieu, que le fait dommageable invoqué par Mme X était, non pas la souscription des Sicav Luxalpha en cause, mais la fraude de M. Y et de la société BMIS intervenue aux États-Unis. En deuxième lieu, elle estime que le lieu où s'est matérialisé le préjudice financier de Mme X était le Luxembourg, où la société Luxalpha Sicav avait subi en premier la perte de valeur de ses titres. La Cour de cassation adopte les considérations de l'arrêt de la Cour d'appel en considérant que *«l'arrêt retient, par motifs propres et adoptés, que les actes reprochés à la société UBS Luxembourg ont nécessairement été commis au Luxembourg et que le lieu où s'est produit le dommage, qui ne peut s'entendre que de la perte de ses actifs par la société Luxalpha Sicav, se situe au Luxembourg ; qu'il retient également que le lieu où s'est matérialisé le préjudice financier de Mme X n'est pas la France, mais le Luxembourg où la société Luxalpha Sicav a subi en premier la perte de la valeur de ses titres ; qu'il retient encore que si la demande de souscription a eu lieu en France au sein de la Société générale, la souscription elle-même a eu lieu au Luxembourg, lors de l'acceptation de la souscription par la société Luxalpha*

*Sicav ; qu'il retient enfin que le lieu où s'est produit le fait dommageable ne saurait se confondre avec le lieu du domicile où est localisé le patrimoine de la demanderesse».*

On peut regretter que la Cour de cassation n'ait pas profité de cette occasion pour s'exprimer sur les cas où des informations trompeuses sont diffusées en France, et en particulier, lorsque l'investisseur français établit sa décision d'investissement sur lesdites informations. Il est vrai que la perte de Mme X résulte de la fraude commise aux États-Unis, par M.Y, et qui a causé la perte de la valeur des titres de la société Luxalpha. Cependant, cela n'empêche pas également de considérer que les actes commis par la société Luxalpha sont illégaux. Puisqu'elle a diffusé des informations trompeuses en France, informations qui ont sans doute décidé Mme X d'investir dans les titres de la société luxembourgeoise. La Cour de cassation décide en bref que les actes reprochés ont été commis au Luxembourg.

Quelques mois plus tard, et toujours dans le contexte de l'affaire Luxalpha, la Cour de cassation se prononce sur l'exception d'incompétence des juridictions françaises à l'égard des sociétés UBS. Des investisseurs domiciliés en France cherchaient la responsabilité civile de la société de droit suisse UBS AG et de ses filiales de droit luxembourgeois, les sociétés UBS (Luxembourg), UBS Fund Services (Luxembourg) et UBS Third Party Management Company, respectivement " promoteur ", dépositaire, société de gestion et agent administratif de la SICAV (les sociétés UBS). Cette fois-ci, les investisseurs fondent leur action sur la perte de chance. La Cour de cassation, le 7 janvier 2014, dans l'affaire Luxalpha considère que le lieu où s'est matérialisé le préjudice financier de Mme X n'est pas la France, mais le Luxembourg où la société Luxalpha Sicav a, en premier, subi la perte de la valeur de ses titres. Dans la présente espèce, les demandeurs réclament la réparation des préjudices résultant de perte de chance, préjudice personnel et distinct du préjudice subi par la société Luxalpha, dont les liquidateurs de la Sicav demandaient la réparation devant la juridiction luxembourgeoise. Ils sollicitent la réparation d'un dommage consistant en la perte de chance de mieux investir ou de désinvestir, dommage résultant de la perte totale de leur investissement dans le Sicav en raison de fautes imputables aux sociétés UBS, en particulier, la diffusion d'informations trompeuses. Comme dans les affaires précédentes, les sociétés UBS soulèvent l'exception d'incompétence des juridictions françaises fondée sur l'absence de la localisation en France, d'une part, de leurs sièges sociaux respectifs et, d'autre part, du fait générateur et du lieu de survenance du dommage.

Le Tribunal de commerce de Paris rejette l'exception d'incompétence en considérant que,

d'une part, la diffusion d'informations trompeuses en France à l'intention d'investisseurs domiciliés en France constitue le fait causal, dans la mesure où une partie des demandeurs ont souscrit après l'autorisation de commercialisation en France de la SICAV, accordée par l'AMF le 25 mars 2005. Et d'autre part, la perte de chance des investisseurs domiciliés en France, se matérialisait sur des comptes bancaires tenus en France. D'après le Tribunal, le fait générateur est survenu en France. Par conséquent, il se déclare compétent. Ce jugement a été confirmé par la Cour d'appel de Paris le 21 février 2012. Cependant la Cour de cassation casse et annule cette décision. Elle estime que la Cour d'appel n'a pas donné de base légale à sa décision puisqu'elle n'a pas pu caractériser la localisation en France d'un événement causal. D'après la Cour, le dommage ne s'est pas produit en France. Cela peut se comprendre à la lumière de la décision prise par la Cour de cassation du 7 janvier 2014. La demande de souscription de Mme X a eu lieu en France au sein de la Société générale où elle était titulaire d'un compte titres. La Cour estime que *« le lieu où s'est produit le fait dommageable ne saurait se confondre avec le lieu du domicile où est localisé le patrimoine de la demanderesse »*.

La question demeure à propos de la notion de l'événement causal. La diffusion d'informations trompeuses constitue-t-elle un événement causal permettant aux juridictions françaises de se déclarer compétentes ? Le Tribunal de commerce de Paris et la Cour d'appel de Paris répondent positivement. La Cour de cassation casse et annule l'arrêt en laissant la question sans réponse claire. Il semble qu'il y ait une divergence d'interprétations des éléments constitutifs du délit entre la Cour de cassation et les juridictions de fond<sup>779</sup>. Une fois de plus, la Cour de cassation s'abstient de se prononcer de manière claire au sujet de la diffusion d'informations inexactes. Cet acte constitue sans doute une fraude punie par le droit interne. Les juridictions françaises ne devaient-elles pas se déclarer compétentes lorsque la fraude ou un de ses éléments constitutifs est commis sur le territoire français ?

Dans les trois cas susvisés jugés par la Cour de cassation, les décisions prises aboutissent au même résultat : l'incompétence des juridictions françaises. On peut se demander si la Cour de cassation ne voulait pas éviter toute déclaration de compétence extraterritoriale, en particulier, lorsqu'il s'agit d'une entité établie selon le droit d'un État membre de la Communauté européenne. Elle voulait peut-être *« éviter à tout prix la compétence des juridictions françaises du domicile du demandeur, marquées du sceau du forum actoris, incompatible avec la lettre et l'esprit du*

---

<sup>779</sup> Aline TENENBAUM, «La mise en œuvre dans l'affaire Luxalpha des règles de compétence européennes et de la Convention de Lugano en matière de responsabilité délictuelle», *Bulletin Joly Bourse*, 30 septembre 2014 n° 9, p. 400.

*règlement Bruxelles I et de la Convention de Lugano*»<sup>780</sup>. Elle désirait probablement donner un souffle politique à la décision, ou suivre la jurisprudence de la CJCE qui appelle à écarter la compétence des juridictions du lieu du domicile du demandeur<sup>781</sup>. Quelle que soit la raison, un résultat peut être tiré de ces trois affaires : les juridictions françaises se déclarent compétentes et appliquent les dispositions anti-fraude françaises si les demandeurs réussissent à prouver que l'événement causal s'est produit en France. Reste à regretter que les décisions peu explicatives ne permettant pas de dégager une règle claire.

Enfin, il n'est pas certain que la Cour aboutisse à la même décision si l'entité qui commet le comportement reprochable est une entité étrangère à la Communauté européenne. L'esprit de l'arrêt *Ingmar* de la CJCE laisse penser qu'elle adopte un critère extensif du champ d'application de la loi nationale. L'arrêt *Vivendi* qui a été mentionné plus haut laisse le même sentiment. Dans cette affaire, les juridictions françaises ont accepté, suite à des publications trompeuses d'informations, que des investisseurs français rejoignent l'AG intentée aux États-Unis contre la société française Vivendi. Elles ont donc accepté, en raison de l'existence d'un lien de rattachement avec les États-Unis, que les fraudes commises en France, par une entité française contre des investisseurs français, soient sanctionnées conformément aux lois américaines. Cette lecture nous laisse déduire que, si la situation présente un certain rattachement au territoire français, les juridictions françaises peuvent se déclarer compétentes et appliquer les lois françaises à des comportements illégaux commis à l'étranger par une entité étrangère contre des investisseurs étrangers. Ainsi, pour quelle raison la Cour de cassation n'a pas considéré la publication d'informations trompeuses en France comme lien de rattachement suffisant pour solliciter la compétence des juridictions françaises ? Quoi qu'il en soit, force est de constater que la France et plus largement l'Union européenne, commencent seulement à être confrontées à la question de l'application extraterritoriale du droit<sup>782</sup>. Nous attendons donc de la Commission européenne, de la CJCE et des législateurs, régulateurs et juridictions nationaux de clarifier leurs politiques à propos du champ d'application spatiale du droit boursier.

---

<sup>780</sup> Ibid.

<sup>781</sup> Affaire *Rudolf Kronhofer v. Marianne Maier et autres*, Cour de justice des communautés européennes (deuxième chambre), affaire C-168/02, 10 juin 2004, Rec. 2004, P. I-6022 ; Affaire *Antonio Marinari v. Lloyds Bank plc et Zubaidi Trading Company*, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-364/93, 19 septembre 1995, Rec. 1995, p. I-2733.

<sup>782</sup> Horatia Muir WATT, «Le champ d'application dans l'espace de la législation financière américaine, Le serpent de mer de l'extraterritorialité», *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2012, dossier 31, p. 37.

### **c: l'extension de la loi française aux entreprises étrangères lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets néfastes en France**

Les dispositions anti-fraude françaises s'appliquent à un opérateur étranger lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets néfastes en France. Dans une affaire récente (Morgan Stanley c/ LVMH<sup>783</sup>), les juridictions françaises ont confirmé leur compétence à l'égard d'une banque anglo-saxonne suite à «des analyses erronées» et «des fausses déclarations». Cette affaire est importante, puisqu'elle constitue la «première attaque judiciaire en Europe d'un émetteur coté dirigée contre une banque d'affaires pour dénigrement à son endroit»<sup>784</sup>. Il est reproché à la banque, d'avoir publié des analyses financières inexactes, imprécises ou trompeuses destinées aux clientèles des investisseurs en France. La société LVMH a accusé le groupe Morgan Stanley (Morgan Stanley & Co International Limited, société anglaise, et Morgan Stanley D.W. Inc, société américaine) d'avoir diffusé des informations, appréciations et recommandations gravement biaisées, dans l'objectif de nuire de façon intentionnelle à l'image du groupe LVMH. Concurrent principal sur le marché du luxe du groupe Gucci, avec lequel la banque entretient des liens d'affaires importants. Le Tribunal de commerce de Paris a condamné les deux sociétés (Morgan Stanley & Co International Limited et Morgan Stanley D.W. Inc) pour faute lourde commise à l'égard de la société LVMH et qui a causé à son image un préjudice moral et matériel considérable<sup>785</sup>. La Cour d'appel de Paris a confirmé, dans l'essentiel, le jugement du Tribunal du commerce. Elle a condamné la société anglaise Morgan Stanley UK pour fautes commises envers la société LVMH, mais a mis hors de cause la société américaine Morgan Stanley US. Est intéressant dans cette affaire la question de la compétence et de la loi applicable. D'abord, le litige mettait en cause une société américaine (une société établie selon le droit d'un État non membre de la Communauté européenne) et une société anglaise (une société établie selon le droit d'un État membre de la Communauté européenne). Le litige concernait ensuite, des analyses financières élaborées à Londres et diffusées directement et indirectement dans plusieurs pays, y compris en France.

Pour attirer une entité étrangère devant les juridictions françaises, on peut, en premier lieu, avoir recours à l'article 14 du Code civil qui concerne les obligations contractuelles. Celui-ci

---

<sup>783</sup> CA Paris, 15e, 30 Juin 2006, n° 04/06308, *op. cit.*

<sup>784</sup> Alain PIETRANCOSTA, «Affaire Morgan Stanley c/ LVMH : Le recadrage de la Cour d'appel de Paris», *op. cit.*, p. 6.

<sup>785</sup> T. com. Paris, 1re ch. suppl., no 2002093985 du 12 janv. 2004, SA LVMH c/ Sté Morgan Stanley Co. International Limited et autre.

dispose qu'un étranger, résidant en France ou non, pourra être cité devant les tribunaux français, pour l'exécution des obligations par lui contractées en France avec un Français, et pour l'exécution des obligations par lui contractées en pays étranger envers des Français. En deuxième lieu, on peut avoir recours aux dispositions susmentionnées concernant la responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle. En l'occurrence, le litige met en cause la responsabilité civile de deux sociétés de droit étranger. Le Tribunal de commerce considère que la société américaine a commis, en association avec la société anglaise, une faute lourde envers la société LVMH. La Cour d'appel de Paris infirme le jugement sur ce point, et met MS-US hors de cause, faute de prouver un manquement commis par cette dernière. Le désaccord entre le Tribunal du commerce et la Cour d'appel concerne la commission d'un manquement par la société américaine. Les juridictions françaises seront donc compétentes si la société de droit étranger a commis le manquement. Quelles sont donc les règles qui déterminent la compétence de la juridiction française à l'égard d'une entité étrangère qui commet à l'étranger un manquement ?

Jusqu'à présent, il n'existe aucun traité ou accord international qui détermine la compétence internationale des juridictions nationales. Au niveau européen, les textes communautaires (en particulier le Règlement n° 44/2001, du 22 décembre 2000, concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale) s'appliquent aux personnes qui appartiennent à un État membre. Comme expliqué plus haut, lorsque l'entité défenderesse n'est pas domiciliée sur le territoire d'un État membre, la compétence est, dans chaque État membre, réglée par la loi de cet État membre<sup>786</sup>. La compétence internationale des juridictions françaises doit donc être déterminée en application des règles internes de compétence juridictionnelle internationale. En droit français, la compétence internationale découle du principe d'extension des règles françaises internes de compétence territoriale à l'ordre international. Ce principe a été posé par les arrêts *Pelassa*<sup>787</sup> et *Scheffel*<sup>788</sup>. Ces deux arrêts adoptent le principe posé dans l'arrêt *Patiño*<sup>789</sup>, selon lequel l'extranéité des parties n'est pas en soi une cause suffisante pour empêcher les juridictions françaises de se déclarer compétentes. L'arrêt *Scheffel*, par exemple, reprend le motif de l'arrêt *Patiño* et déclare que «*l'extranéité des parties n'est pas une cause d'incompétence des juridictions françaises, dont, d'autre part, la compétence internationale se détermine par extension des règles de compétence territoriale interne*». Désormais, non seulement

---

<sup>786</sup> Article 4-1 du Règlement (CE) N° 44/2001, *op. cit.*

<sup>787</sup> Cass. 1ère ch. Civ., n° 58-10.628 du 19 octobre 1959, Sieur Giorgio Pelassa c/ Sieur Marcel Charrière, *Revue Critique* 1960.215.

<sup>788</sup> Cass. 1ère ch. Civ., n° 37 du 30 octobre 1962, arrêt Scheffel – D.1963.109, note Holleaux.

<sup>789</sup> Cass. ch. Civ., 21 juin 1948, arrêt Patiño, J.C.P. 1948.II.4422, note Lerebours-Pigeonière.

un étranger peut être cité devant les juridictions françaises, mais celles-ci sont également compétentes pour connaître des litiges entre étrangers. Néanmoins, dans quelles circonstances une juridiction française peut se réclamer compétente dans pareils cas ?

L'objectif des règles françaises internes de compétence territoriale est de déterminer la compétence *ratione loci* des juridictions françaises. La projection de ces règles sur l'ordre international, signifie que les règles internes utilisées pour déterminer la compétence territoriale des juridictions françaises sont également utilisées pour déterminer la compétence internationale de ces mêmes juridictions. Dans une affaire de 1998, la Cour de cassation se déclarait compétente concernant un litige entre une société libanaise, une société irakienne, une banque irakienne et une banque française. La société libanaise Butec s'est engagée à fournir à la société irakienne SEP des équipements industriels destinés à l'Irak. Des acomptes successifs sur le prix ont été versés par la société SEP, en échange d'une garantie de restitution à première demande émise à son profit par la Rafidain Bank de Bagdad, elle-même contre-garantie par la banque française Union des Banques Arabes et Françaises (UBAF), au profit de laquelle la société Butec a constitué un gage-espèces du montant des acomptes versés. L'exécution du contrat s'était trouvée interrompue en raison de l'embargo décidé en août 1990 par l'ONU à l'égard de l'Irak. Une demande de prorogation des garanties a été présentée, mais n'a pu être acceptée à défaut d'autorisation de l'administration française. La société Butec a assigné, en 1993, l'UBAF et la Rafidain Bank afin de faire constater la caducité des garanties et contre-garanties et, par voie de conséquence, l'extinction du gage. En dépit d'une clause attributive de juridiction aux tribunaux irakiens, la Cour de cassation déclare les juridictions françaises compétentes et juge qu' *«attendu que la Cour d'appel, après avoir retenu que la juridiction française était compétente à l'égard de l'UBAF, société ayant son siège en France, a fait application, à juste titre, dans l'ordre international, de la règle de compétence dérivée de l'article 42, alinéa 2, du nouveau Code de procédure civile, en admettant sa compétence à l'égard des sociétés irakiennes...»*. L'article 42, alinéa 1, fixe le lieu où demeure le défendeur comme critère de rattachement pour déterminer la juridiction territorialement compétente. S'il existe plusieurs défendeurs, l'alinéa 2 de ce même article, donne le choix au demandeur de saisir la juridiction du lieu où demeure l'un d'eux. La Cour d'appel a projeté ce critère, qui permet de déterminer la juridiction territorialement compétente, sur une affaire internationale. La société UBAF ayant son siège en France, la société libanaise demanderesse a choisi la juridiction française ; les juridictions françaises peuvent donc retenir leur compétence.

Dès lors, *«il suffit, pour retenir la compétence du juge français, que l'élément de*



*rattachement utilisé par une disposition interne de compétence territoriale, ou l'un des éléments de rattachement retenus par une telle disposition, soit réalisé ou localisé sur le territoire français*»<sup>790</sup>.

Il convient, par conséquent, de se référer aux critères de rattachement prévus par le droit boursier français qui permettent de fixer la compétence des juridictions françaises. Chaque fois que l'un de ces critères se manifeste sur le sol français, les juridictions françaises peuvent se déclarer compétentes. D'ailleurs, en plus des critères prévus par le droit boursier, l'article L. 113-2 du code pénal précise le critère de rattachement au territoire français en cas d'infraction, y compris boursière : *«L'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire»*. Par conséquent, dès lors qu'une entité étrangère commet un fait constitutif d'une infraction boursière sur le territoire français, la compétence des juridictions françaises peut être retenue. La loi française sera applicable aux infractions commises sur le territoire de la République<sup>791</sup>.

L'affaire Morgan Stanley v. LVMH met également en cause la responsabilité civile d'une société dont l'État est un pays membre de la Communauté européenne. Les règles de compétence communautaires en matière délictuelle ou quasi délictuelle ouvrent au demandeur le choix de saisir le tribunal du domicile du défendeur ou le tribunal du lieu de l'événement causal ou de réalisation du dommage<sup>792</sup>. En effet, l'article 2, premier alinéa, de la convention de Bruxelles (convention du 27 septembre 1968 concernant la compétence judiciaire et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale) (article 2, premier alinéa du Règlement (CE) N° 44/2001) consacre le principe général de la compétence des juridictions de l'État contractant sur le territoire duquel le défendeur est domicilié ou établi. Par dérogation à ce principe général, l'article 5, point 3, de la convention de Bruxelles (l'article 5, point 3, du Règlement (CE) N° 44/2001) dispose que :

*«Le défendeur domicilié sur le territoire d'un État contractant peut être attiré, dans un autre État contractant, en matière délictuelle ou quasi-délictuelle, devant le tribunal du lieu où le fait dommageable s'est produit»*.

L'arrêt Mines de potasse d'Alsace, précité, a clarifié la notion de "lieu où le fait dommageable s'est produit". Cette notion doit être entendue en ce sens qu'elle vise à la fois *«le lieu où le dommage est*

---

<sup>790</sup> Faculté de Droit de Lyon, «Cours de droit : La compétence internationale directe et les règles française de droit interne», *Faculté de droit Virtuelle, Université Lyon 3*, Diplôme: Master 1, Matière: Droit international Privé, 24 décembre 2006, en ligne : [www.facedroit-lyon3.com](http://www.facedroit-lyon3.com).

<sup>791</sup> Article L. 113-2 du Code pénal français.

<sup>792</sup> Voir l'arrêt Mines de potasse d'Alsace *op. cit.*, point 11, et l'arrêt Dumez France SA et Tracoba SARL v. Hessische Landesbank et autres, Cour de justice des communautés européennes (sixième chambre), affaire C-220/88, 11 janvier 1990, Rec. p. I-49, point 17.

survenu et le lieu de l'événement causal, de sorte que le défendeur puisse être attiré, au choix du demandeur, devant le tribunal soit du lieu où le dommage est survenu, soit du lieu de l'événement causal qui est à l'origine de ce dommage». Cette règle de compétence spéciale, dont le choix dépend d'une option du demandeur, «est fondée sur l'existence d'un lien de rattachement particulièrement étroit entre la contestation et des juridictions autres que celles du domicile du défendeur, qui justifie une attribution de compétence à ces juridictions pour des raisons de bonne administration de la justice et d'organisation utile du processus»<sup>793</sup>. Par conséquent, le lieu de la matérialisation du dommage, non moins que celui de l'événement causal, peut constituer un rattachement significatif du point de vue de la compétence judiciaire<sup>794</sup>.

Sachant que les deux sociétés défenderesses ne sont pas domiciliées en France, et que les analyses financières ont été élaborées en Angleterre, la société LVMH choisit la juridiction française en tant que lieu de réalisation du dommage<sup>795</sup>. En effet, une partie du dommage a été subie en France puisque ces analyses ont été adressées aux clientèles des investisseurs en France. L'atteinte portée à l'image de la société française se manifeste dans les lieux où la diffusion est effectuée, et dans lesquels la société est connue<sup>796</sup>. Des investisseurs français étaient destinataires de ces analyses. La société anglaise ne conteste pas la compétence des juridictions françaises, mais la capacité de celles-ci à statuer sur l'intégralité du litige. En effet, LVMH prétend que la compétence des juridictions françaises s'étend «à l'intégralité du litige même si le lieu de réalisation des dommages n'est pas la France», tandis que Morgan Stanley fait valoir que la compétence française se limite au préjudice subi en France. Il existe une jurisprudence pouvant aider les juridictions françaises à trancher cette question. La CJCE a jugé, dans un contexte semblable à l'affaire en question (publication d'un article de presse dans plusieurs États qui a diffamé l'image des demandeurs), que «L'expression "lieu où le fait dommageable s'est produit ... doit, en cas de diffamation au moyen d'un article de presse diffusé dans plusieurs États contractants, être interprétée en ce sens que la victime peut intenter contre l'éditeur une action en réparation soit devant les juridictions de l'État contractant du lieu d'établissement de l'éditeur de la publication

---

<sup>793</sup> Affaire Fiona Shevill, Ixora Trading Inc., Chequepoint SARL et Chequepoint International Ltd contre Presse Alliance SA, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-68/93, 7 mars 1995., Rec. p. I-450, point 19. Voir également les arrêts précités Mines de potasse d'Alsace, point 11, et Dumez France et Tracoba, point 17.

<sup>794</sup> CJCE, affaire Presse Alliance SA, *op. cit.*, point 21.

<sup>795</sup> La CJCE a défini le lieu de matérialisation du préjudice par les termes suivants: «l'endroit où le fait générateur, engageant la responsabilité délictuelle ou quasi délictuelle de son auteur, a produit ses effets dommageables à l'égard de la victime». CJCE, affaire Presse Alliance SA, *op. cit.*, point 28.

<sup>796</sup> CJCE, affaire Presse Alliance SA, *op. cit.*, point 29.

*diffamatoire, compétentes pour réparer l'intégralité des dommages résultant de la diffamation, soit devant les juridictions de chaque État contractant dans lequel la publication a été diffusée et où la victime prétend avoir subi une atteinte à sa réputation, compétentes pour connaître des seuls dommages causés dans l'État de la juridiction saisie*<sup>797</sup>. La juridiction française n'a donc pas la faculté de statuer sur l'intégralité du dommage : elle est «*uniquement compétente pour les faits dont les préjudices ont été subis en France*». Par conséquent, elle décide que la société LVMH a droit à la réparation des préjudices matériels et moraux subis sur le territoire France. Ainsi, la compétence internationale des juridictions françaises est, en l'occurrence, territorialement limitée aux préjudices matérialisés en France. Si le fait causal est réalisé en France, alors la compétence internationale des juridictions françaises s'étend à l'intégralité des préjudices, subis en France et à l'étranger.

À propos de la loi applicable, la Cour considère que «*la loi française est applicable au litige relevant de la compétence française, sauf en ce qui concerne la structure ou l'organisation de la banque dont les règles sont issues du droit du siège social*». La Cour établit donc, une distinction entre la loi régissant la responsabilité civile de l'entité et celle régissant la structure et l'organisation de celle-ci. Ces dernières sont régies par la loi du siège social de l'entité (compétence exclusive de l'État membre d'origine). En ce qui concerne la responsabilité civile, les règles du droit français de la responsabilité délictuelle et quasi-délictuelle s'appliquent pour sanctionner les comportements illégaux commis par l'entité étrangère sur le territoire français, et pour apprécier le caractère fautif des comportements commis à l'étranger, dont les préjudices ont été subis en France. Par conséquent, la Cour déclare la loi française applicable au préjudice matériel et moral causé à l'image de la société LVMH et subi en France.

## **Paragraphe 2. La réponse des émetteurs et intermédiaires à l'évolution de l'application extraterritoriale du droit boursier**

Les émetteurs et intermédiaires disposent d'une certaine marge de manœuvre qui leur permet, sinon d'éviter, d'alléger les conséquences de l'application extraterritoriale d'un droit boursier donné. Les entreprises ont la possibilité de se retirer des marchés des pays qui appliquent leurs lois de manière extraterritoriale afin de limiter l'impact de celles-ci sur leurs activités effectuées à l'étranger. La question pour une entreprise de coter ses titres ou d'exercer des activités de prestations

---

<sup>797</sup> CJCE, affaire Presse Alliance SA, *op. cit.*

de services financiers sur un marché donné, ou de se retirer de ce marché est une question d'avantages-coûts sur laquelle elle a le contrôle final. Une entreprise peut ainsi, en principe, échapper à l'application extraterritoriale d'un droit donné en évitant les marchés qu'il régit. La première version des propositions de la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) concernant la réglementation des swaps a suscité des craintes et objections sérieuses de la part des banques non américaines. Certaines d'entre elles ont estimé qu'il serait préférable d'éviter les contreparties américaines dans les transactions sécurisées, afin d'échapper aux règles américaines lourdes<sup>798</sup>. Cependant, certains marchés boursiers ont une telle importance économique qu'ils peuvent avoir une influence significative sur les entreprises. Et ce, même sur les entreprises qui ont choisi de ne pas y intervenir. Ces marchés sont parfois tellement importants que certaines entreprises préfèrent supporter les risques de l'extraterritorialité. À titre d'exemple, l'impact extraterritorial de la loi américaine SOX de 2002 était tellement lourd, que de nombreuses entreprises examinaient la possibilité de quitter les marchés américains. Enfin, certaines entreprises ont considéré que les marchés boursiers américains étaient tout simplement trop importants pour être négligés.

Les entreprises peuvent aussi exprimer leur objection à l'application extraterritoriale auprès des autorités compétentes. C'est ainsi que plusieurs entreprises américaines et non-américaines ont déposé un mémoire d'*amicus curiae* dans l'affaire Morrison<sup>799</sup>. Les entreprises font valoir que la globalisation financière ne doit pas être une raison pour étendre l'application extraterritoriale du droit américain. Au contraire, «*The dramatically increased globalization and interdependence of financial markets in recent years has greatly heightened the need to impose appropriate limits on the extraterritorial application of domestic securities laws. Application of domestic law to claims with only remote connections to the United States threatens to undermine the competitiveness and effective operation of U.S. markets. This is especially true in cases such as this one – where the investors, the issuer and the transactions all were located outside the United States and where compelling precedent supports the decision to decline subject matter jurisdiction*»<sup>800</sup>.

---

<sup>798</sup> Charles H. DALLARA, «Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière», *Banque de France, Revue de la stabilité financière*, N° 17, Avril 2013, p. 58.

<sup>799</sup> Brief of Amici Curiae the Securities Industry and Financial Markets Association, the Association for Financial Markets in Europe, the Chamber of Commerce of the United States of America, the United States Council for International Business, the Association Française des Entreprises Privées, and GC100 In Support of Respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, *op. cit.*

<sup>800</sup> Brief of Amici Curiae the Securities Industry and Financial Markets Association, *op. cit.*

Ces objections se sont avérées fructueuses dans certains cas. Par exemple, les États-Unis, qui ont tendance à appliquer leurs lois de manière extraterritoriale, ont adopté plusieurs exemptions (*Regulation S, Rule 144A, ....*) afin de minimiser les craintes des entreprises étrangères. Contrairement à ce qui était le cas il y a quelques années, les émetteurs ont aujourd'hui moins besoin d'accéder aux marchés américains. Les émetteurs européens par exemple, peuvent attirer un grand nombre d'investisseurs américains sans procéder à la cotation de leurs titres sur les marchés américains. Cela est dû à l'évolution considérable des marchés européens et au recours croissant des investisseurs américains aux marchés étrangers. Avec ces exemptions, les entreprises non-américaines peuvent coter leurs titres aux États-Unis tout en évitant la portée extraterritoriale de certaines dispositions américaines. Une étude<sup>801</sup> a montré que ces exemptions sont disponibles et largement utilisées par les émetteurs européens. En particulier, la Règle 144A «*offers European issuers an important alternative path to raise capital in the United States, and for many European issuers this alternative path is the capital-raising vehicle of choice for accessing U.S. capital markets*»<sup>802</sup>.

Cependant, le risque d'être exposé à l'application extraterritoriale des lois boursières demeure important. En réponse à ce risque, les émetteurs et intermédiaires s'arment d'autres moyens de défense devant les juridictions compétentes. Plusieurs doctrines, dont l'objectif est de reconnaître les législations étrangères et la compétence des juridictions étrangères, limitent la compétence des juridictions américaines et françaises. En outre, les autorités judiciaires et administratives françaises et américaines ont parfois accepté de limiter l'exercice de leur compétence extraterritoriale par la mise en œuvre de règles de conflits<sup>803</sup>. Les autorités américaines ont cherché à limiter leurs compétences extraterritoriales par l'application de certaines théories, telles que la présomption contre l'application extraterritoriale et la théorie de la balance des intérêts (qui seront examinées dans le deuxième titre de cette étude). À titre d'exemple, les émetteurs et les intermédiaires peuvent aujourd'hui avoir recours à la présomption contre l'application extraterritoriale du droit américain, largement appliquée en matière boursière depuis l'arrêt Morrison. Par conséquent, la jurisprudence issue de cet arrêt a augmenté considérablement la sécurité juridique pour les opérateurs boursiers<sup>804</sup>.

---

<sup>801</sup> Howell E. JACKSON and Ericj. PAN, «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II», *Virginia Law & Business Review*, N°2, Vol:3:207-2008.

<sup>802</sup> Ibid.

<sup>803</sup> Evelyne FRIEDEL-SOUCHE, *Extraterritorialité du droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté européenne, op.cit.*, p. 254.

<sup>804</sup> Voir dans ce sens, Yuliya GUSEVA, «Extraterritoriality of securities law redux: litigation five years after Morrison v National Australia Bank», *op. cit.*, p. 279.

En particulier, dans le cadre des relations transfrontalières, les émetteurs et intermédiaires disposent de deux autres moyens permettant de limiter l'application extraterritoriale du droit boursier américain et français. Devant les juridictions de *common law*, en particulier des États-Unis et de l'Angleterre, les émetteurs et les intermédiaires peuvent invoquer la théorie de *forum non conveniens* considéré comme non compatible avec l'ordre juridique français. Au contraire de cette dernière théorie, le *choice-of-law* et le *choice-of-jurisdictions* restent un moyen efficace, que les entreprises peuvent provoquer à la fois devant les juridictions américaines et françaises. Alors que ce dernier moyen peut être utile pour limiter l'extension extraterritoriale d'un droit boursier donné, il rencontre des difficultés dans la pratique.

### **A. La théorie de *Forum Non Conveniens***

Afin d'éviter l'application extraterritoriale du droit américain, cette théorie pourrait offrir aux justiciables un dispositif procédural. La doctrine du *forum non conveniens* permet à un tribunal investi de la compétence, de refuser d'exercer cette compétence à l'égard d'un différend particulier, lorsque le forum choisi est inopportun et qu'il est, par conséquent, injuste de mener le litige en ce lieu<sup>805</sup>. Autrement dit, cette doctrine milite contre l'exercice de la compétence dans certaines situations transfrontières impliquant des intérêts primordiaux d'autres États. Les tribunaux doivent ainsi refuser d'exercer leur compétence, en la cédant à un tribunal (qui peut être décrit comme *an appropriate judicial forum*) du pays où le centre de gravité de la situation se situe et où les principes d'équité et de justice favorisent l'examen de l'affaire par ce dernier.

Ainsi, afin que l'affaire soit renvoyée devant une juridiction d'un autre pays, le défendeur doit d'abord démontrer qu'un *forum* adéquat est disponible ailleurs. Il doit ensuite établir que la prépondérance des facteurs d'intérêt public et privé mis en cause dans le litige, pèse fortement en faveur du refus de la compétence au profit du forum étranger le plus adéquat<sup>806</sup>. En ce qui concerne les facteurs, les tribunaux considèrent «*the location of relevant documents; the availability of witnesses; the burden of jury duty; the interest of the United States in having its securities laws*

---

<sup>805</sup> Voir dans ce sens, *Wiwa v. Royal Dutch Petroleum Co.*, 226 F.3d 88, 100 (2d Cir. 2000) ; *Koster v. (American) Lumbermens Mut. Cas. Co.*, 330 U.S. 518, 527, 67 S. Ct. 828, 91 L. Ed. 1067 (1947).

<sup>806</sup> *Cromer Finance Ltd. v. Berger*, 158 F. Supp. 2d 347 (S.D.N.Y. 2001).

*enforced; and so forth*»<sup>807</sup>.

À propos de l'adéquation du *forum* étranger, celui-ci peut être jugé adéquat s'il permet aux justiciables d'y intenter leurs actions. «*Even if particular causes of action or certain desirable remedies are not available in the foreign forum, that forum will usually be adequate so long as it permits litigation of the subject matter of the dispute, provides adequate procedural safeguards and the remedy available in the alternative forum is not so inadequate as to amount to no remedy at all*»<sup>808</sup>. Le *forum* étranger ne peut être considéré inadéquat par le simple fait que les instances étrangères ont des lois différentes. Et le renvoi ne peut être interdit uniquement en raison de la possibilité d'un changement défavorable dans le droit applicable<sup>809</sup>. Le tribunal peut décliner sa compétence, s'il estime que le demandeur n'a pas bien fondé son choix de *forum* et que celui-ci impose une lourde charge au défendeur. Selon la jurisprudence américaine, «*dismissal will ordinarily be appropriate where trial in the plaintiff's chosen forum imposes a heavy burden on the defendant or the court, and where the plaintiff is unable to offer any specific reasons of convenience supporting his choice*»<sup>810</sup>.

Le recours des émetteurs et intermédiaires à la doctrine de *forum non conveniens* ne constitue pas un facteur de sécurité contre l'application extraterritoriale du droit boursier. Cette théorie a été utilisée d'une manière inconsistante par les différentes juridictions américaines. Alors que certaines d'entre elles ont décliné leur compétence à l'égard des émetteurs étrangers en se basant uniquement sur cette doctrine<sup>811</sup>, d'autres se sont montrées réticentes au *forum non conveniens*<sup>812</sup>. De plus, en

---

<sup>807</sup> Brief For The Republic Of France As Amicus Curiae In Support Of Respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, *op. cit.*

<sup>808</sup> Gabriel Dirienzo v. Philip Services Corporation, 232 F.3d 49 (2nd Cir. 2000) at 26. Voir également : *Cromer Finance Ltd. v. Berger*, *op. cit.*, qui note que : «*Where the remedy provided by the foreign forum, however, is "so clearly inadequate or unsatisfactory that it is no remedy at all, the unfavorable change in law may be given substantial weight" and the district court may refuse to dismiss based on the "interests of justice"*».

<sup>809</sup> Gabriel Dirienzo v. Philip Services Corporation, *op. cit.*, at 25.

<sup>810</sup> *Piper Aircraft Co. v. Reyno*, 454 U.S. 235, 249, (102 S. Ct. 252, 70 L. Ed. 2D 419) (1981).

<sup>811</sup> Dans l'affaire *Fenn*, la Cour d'appel a décliné sa compétence en se basant sur la théorie de *Forum non conveniens*. Elle a jugé que «*Balancing the Gilbert factors favors France as a forum. Given the deferential standard of review applicable in forum non conveniens inquiries, we find no abuse of discretion in dismissing on forum non conveniens grounds*», *Alfadda v. Fenn*, 159 F.3d 41, 49 (2d Cir. 1998).

<sup>812</sup> Voir par exemple *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, *op. cit.*, considérant que : «*there is little doubt that, viewed simply as a matter of trial convenience and apart from plaintiffs' desire to have whatever advantages may come from Rule 10b-5, which an English court might not apply, the balance of convenience would favor a trial in England. But that is not enough to justify a district court in dismissing the complaint of an American citizen, much less*

raison de la multitude des facteurs d'intérêt public et privé mis en cause dans un litige concernant une situation transfrontière, et de la nature même de la doctrine, il est très difficile de prévoir l'application du *forum non conveniens*<sup>813</sup>. Il faut également prendre en considération que la déclinaison de la compétence, selon la doctrine de *forum non conveniens*, reste l'exception plutôt que la règle<sup>814</sup>.

Quant au droit communautaire, bien qu'il ait admis la théorie de *forum non conveniens* exceptionnellement et de façon très encadrée dans l'espace judiciaire européen<sup>815</sup>, les juridictions restent réticentes à la généralisation de son application. En effet, cette théorie n'est pas compatible avec les cultures juridiques de la grande majorité des États membres de l'Union européenne<sup>816</sup>. Il est accepté de manière unanime par la doctrine, que la convention de Bruxelles interdit le jeu du *forum non conveniens* dans les rapports intracommunautaires et que cette exclusion de la théorie est certaine<sup>817</sup>. Ainsi, un juge anglais, dont la compétence est établie en vertu de la convention de Bruxelles, ne peut invoquer la théorie de *forum non conveniens* pour renvoyer l'affaire à un juge français, qu'il estime mieux placer pour connaître de l'affaire. Comme le note la professeur Gaudemet-Tallon, «un des buts de la convention a été de déterminer avec précision les for compétents afin que les parties puissent savoir à l'avance quels sont le ou les tribunaux compétents dont la décision sera facilement exécutée dans les autres États de la Communauté : l'intrusion du *forum non conveniens* dans les rapports intra-communautaires ruinerait toute l'économie de la convention»<sup>818</sup>.

Quant aux rapports extracommunautaires, les juges anglais ont adopté des décisions divergentes concernant l'utilisation, par un juge anglais, de cette théorie au profit d'un juge situé hors de la Communauté européenne<sup>819</sup>. Cependant, dans l'arrêt *Owusu*, la CJCE vient trancher le débat en faveur de l'exclusion de la doctrine de *forum non conveniens* même en ce qui concerne les

---

*to warrant an appellate court's requiring it to do so*». Voir également : Gabriel Dirienzo v. Philip Services Corporation, *op. cit.* ; Allstate Life Ins. v. Linter Group, Ltd., 994 F.2d 996, 1001 (2d Cir. 1993).

<sup>813</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p. 114.

<sup>814</sup> Murray v. British Broadcasting Corp., 81 F.3d 287, 290 (2d Cir.1996).

<sup>815</sup> Pour de plus amples informations à ce sujet, voir : Jean-François SAGAUT et Marc CAGNIART, «Regard communautaire sur le *Forum Shopping* et le *forum non conveniens*», *Petites affiches* – 14/04/2005 – n° 74 – p. 51.

<sup>816</sup> *Ibid.*

<sup>817</sup> Hélène GAUDEMET-TALLON, «Le *forum non conveniens*, une menace pour la Convention de Bruxelles (À propos de trois arrêts anglais récents)», *Rev. crit. DIP* 1991, p. 499 et 500.

<sup>818</sup> *Ibid.*, p. 499 et 500.

<sup>819</sup> *Ibid.*, p. 499 et 500.



rappports avec les États tiers. Elle juge ainsi que la convention de Bruxelles : «s'oppose à ce qu'une juridiction d'un État contractant décline la compétence qu'elle tire de l'article 2 de ladite convention au motif qu'une juridiction d'un État non contractant serait un for plus approprié pour connaître du litige»<sup>820</sup>.

Lorsque la situation n'entre pas dans le champ d'application du droit européen, ce sont les règles du droit national qui sont applicables. La théorie de *forum non conveniens* n'est pas compatible avec le droit français. La compétence du juge français est déterminée par des règles de compétence précises. Ces règles ne laissent aucun pouvoir discrétionnaire au juge. S'il est compétent, il doit statuer sans pouvoir s'abstenir d'exercer sa compétence au motif qu'il existe un autre juge mieux placé pour trancher l'affaire. En effet, l'idée de refus d'exercice d'une compétence est peu familière aux juristes français et les cas dans lesquels ce refus est possible sont rares et strictement encadrés par la loi<sup>821</sup>. Alors que le droit français connaît les exceptions de litispendance et de connexité qui permettent à un juge de se dessaisir, «il n'y a là rien de comparable avec le *forum (non) conveniens*, car ces exceptions sont enfermées dans des limites bien précises, aussi bien en droit interne qu'en droit international privé»<sup>822</sup>. Par conséquent, le juge français compétent internationalement, ne peut refuser de statuer au profit d'un autre juge. En effet, comme l'explique la professeur Gaudemet-Tallon<sup>823</sup>, le recours à la théorie du *forum non conveniens* n'est pas nécessaire pour lutter contre un *Forum Shopping* qui s'exercerait au profit des tribunaux français. Les règles françaises de compétence permettent au juge d'affirmer sa compétence, lorsqu'il y a des liens sérieux entre le litige et l'ordre juridique français. Si ces liens font défaut, ou si la volonté des parties de saisir le juge français se révèle frauduleuse, celui-ci n'est pas compétent. Cela permet d'éviter le recours à la théorie de *forum non conveniens* pour ne pas être victime du *Forum Shopping*.

S'il n'est pas permis d'avoir recours à la théorie de *forum non conveniens* en droit français, les émetteurs et les intermédiaires français peuvent, invoquer cette théorie devant les juridictions américaines afin d'éviter toute application extraterritoriale du droit américain. En particulier

---

<sup>820</sup> Affaire Andrew Owusu v. N.B Jackson et autres, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-281/02, 1er mars 2005, Rec. p. I-1445.

<sup>821</sup> Hélène GAUDEMET-TALLON, «Les régimes relatifs au refus d'exercer la compétence juridictionnelle en matière civile et commerciale : *forum non conveniens*, lis pendens», *Revue internationale de droit comparé*, 2-1994, p. 424.

<sup>822</sup> Jean-François SAGAUT et Marc CAGNIART, «Regard communautaire sur le *Forum Shopping* et le *forum non conveniens*», *op. cit.* p. 51.

<sup>823</sup> Hélène GAUDEMET-TALLON, «Les régimes relatifs au refus d'exercer la compétence juridictionnelle en matière civile et commerciale : *forum non conveniens*, lis pendens», *op. cit.*, p. 427.

lorsqu'il s'avère des faits du litige, que le juge français est mieux placé pour statuer. Les parties disposent cependant d'un autre moyen, qui est à la fois reconnu en droit français et américain, et qui permet de diminuer les impacts extraterritoriaux des dispositions boursières : les clauses attributives de juridiction et de loi applicable.

## **B. Les clauses attributives de juridiction et de loi applicable**

Généralement, les lois boursières sont considérées comme des lois de droit public<sup>824</sup>. Pour cette raison, les tribunaux ont tendance à appliquer leur loi nationale, plutôt que la loi d'un pays étranger, dans l'objectif de protéger les intérêts publics qui vont au-delà des intérêts privés impliqués dans le litige. Un tribunal américain par exemple, n'applique pas une loi étrangère. Il va simplement lorsque la loi américaine n'est pas applicable, déclarer la demande irrecevable pour défaut de compétence *ratione materiae*.

Cependant, dans le cadre des relations internationales, les tribunaux peuvent appliquer les lois étrangères pour plusieurs raisons : protéger les attentes raisonnables des parties, éviter le *Forum Shopping*, favoriser la courtoisie internationale et maintenir la prévisibilité et la sécurité juridique<sup>825</sup>. Lorsque l'exercice extraterritorial de la compétence va à l'encontre de ces principes, «*dismissal maybe more appropriate than expanding jurisdiction*», écrit un auteur<sup>826</sup>. En effet, il est reconnu en droit français et américain que les parties à un contrat international, ont la liberté de choisir le droit applicable à leur relation contractuelle<sup>827</sup>. Cette faculté laissée aux parties leur garantit, face à l'incertitude résultant de la multiplicité des ordres juridiques potentiellement intéressés, une prévisibilité certaine, tout en leur permettant de soumettre leur opération au droit dont le contenu

---

<sup>824</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p. 111.

<sup>825</sup> Dans une affaire contenant une clause attribuant la compétence aux juridictions japonaises, la Cour d'appel du dixième circuit a jugé que «*that concerns of international comity, respect for the capacities of foreign and transnational tribunals, and sensitivity to the need of the international commercial system for predictability in the resolution of disputes require that we enforce the parties' agreement, even assuming that a contrary result would be forthcoming in a domestic context*», *Riley V. Kingsley Underwriting Agencies, Ltd*, 969 F.2d 953, 955 (10th Cir. 1992).

<sup>826</sup> Brandy L. FULKERSON, «Extraterritorial Jurisdiction and U.S. Securities Law: Seeking Limits for Application of the 10(b) and 1Ob-5 Antifraud Provisions», *Kentucky Law Journal*, Vol. 92-2003-2004.

<sup>827</sup> Mohamed Salah MAHMOUD, «Droit économique et droit international privé, Présentation – Ouverture», *Revue internationale de droit économique* 1/2010 (t. XXIV, 1), p. 16.

leur paraît le plus adapté<sup>828</sup>.

Tant les juridictions américaines que françaises ont reconnu la validité des clauses attributives de juridiction et de loi applicable. Les tribunaux américains, par exemple, peuvent avoir des difficultés à confirmer leur compétence à l'égard des situations transfrontières, lorsque les parties à la transaction ont tenté de régler les questions de loi applicable et de juridiction compétente par des clauses conventionnelles pré-contentieuses. Ces clauses pré-contentieuses doivent être appliquées en particulier lorsqu'il y a des éléments d'extranéité importants impliqués dans la transaction. Dans ce contexte, la Cour Suprême a estimé dans l'affaire *Scherk* que le respect des clauses attributives de juridiction et de loi applicable est important pour la réalisation de l'ordre et de la prévisibilité indispensable à toute transaction internationale : «*Since uncertainty will almost inevitably exist with respect to any contract, such as the one in question here, with substantial contacts in two or more countries, each with its own substantive laws and conflict of laws rules, a contractual provision specifying in advance the forum for litigating disputes and the law to be applied is an almost indispensable precondition to achieving the orderliness and predictability essential to any international business transaction. Such a provision obviates the danger that a contract dispute might be submitted to a forum hostile to the interests of one of the parties or unfamiliar with the problem area involved*»<sup>829</sup>. En particulier, la clause d'élection de for détermine non seulement l'endroit où l'action peut être intentée, mais aussi la procédure à utiliser pour résoudre le conflit, et dans ce cas, l'invalidation de la clause reflète, selon la Cour Suprême, «*a parochial concept that all disputes must be resolved under our laws and in our courts*»<sup>830</sup>.

Ces clauses doivent être respectées même si les lois américaines fournissent aux demandeurs une plus grande chance de réussir leur action. Il suffit que la loi choisie offre aux justiciables des voies de recours adéquates et des possibilités de recouvrement par voie de dommages-intérêts. Dans l'affaire *Bonny v. Society of Lloyd's*, la Cour d'appel du septième Circuit a estimé que «*It is true that enforcement of the Lloyd's clauses will deprive plaintiffs of their specific rights under § 12(1) and § 12(2) of the Securities Act of 1933. However, the fact that an international transaction may be subject to laws and remedies different or less favorable than those of the United States is not alone a valid basis to deny enforcement of forum selection, arbitration and choice of law clauses*»<sup>831</sup>.

---

<sup>828</sup> Ibid., p. 16.

<sup>829</sup> *Scherk v. Alberto-Culver Co.* 417 U.S. 506 (1974).

<sup>830</sup> Ibid.

<sup>831</sup> *Bonny v. Society of Lloyd's*, 3 F.3d 156 (7th Cir. 1993). Dans son arrêt, la Cour d'appel fait référence à son arrêt rendu dans l'affaire *Hugel v. Corporation of Lloyds* dans lequel elle a considéré que «*It defies reason to suggest that a*

D'ailleurs, la cour a pu déterminer dans l'affaire M / S Bremen<sup>832</sup> une raison importante pour l'exécution des clauses attributives de juridiction et de loi applicable. Selon les attendus de la cour, *«l'expansion du commerce et de l'industrie américaine ne sera guère encouragée si, en dépit des contrats solennels, nous insistons sur le concept que tous les différends doivent être résolus en vertu de nos lois et devant nos tribunaux. Nous ne pouvons pas faire des activités sur les marchés du monde entier exclusivement selon nos conditions et nos lois, et résoudre les conflits qui en résultent uniquement devant nos juridictions»*. L'influence d'un accord, librement conclu entre deux parties, déterminant le for compétent *«me semble être très puissante»*, souligne la cour en rappelant ce qu'a annoncé le juge anglais Karminski de la *High Court of Justice* dans l'affaire Zapata. Au vu de l'état actuel des activités transnationales et en l'absence de démonstrations justifiant l'exclusion des clauses attributives de juridictions, celles-ci doivent être appliquées.<sup>833</sup>

En droit européen, la législation européenne garantie aux parties de choisir le for compétent et la loi applicable. Le règlement dit «Bruxelles I» dispose que l'autonomie des parties à un contrat, quant à la détermination de la juridiction compétente, doit être respectée sous réserve des fors de compétence exclusifs prévus dans ce règlement<sup>834</sup>. La convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, dispose également que les parties signataires d'un contrat peuvent choisir la loi qui s'applique à tout ou partie de ce contrat ainsi que la cour compétente en cas de litige. D'un commun accord, les parties peuvent changer la loi applicable au contrat lorsqu'elles le souhaitent (principe de la liberté de choix)<sup>835</sup>. Dans le même contexte, le *plaintiff may circumvent forum selection and arbitration clauses merely by stating claims under laws not recognized by the forum selected in the agreement. A plaintiff simply would have to allege violations of his country's tort law or his country's statutory law or his country's property law in order to render nugatory any forum selection clause that implicitly or explicitly required the application of the law of another jurisdiction. We refuse to allow a party's solemn promise to be defeated by artful pleading. In the absence of other considerations, the agreement to submit to arbitration or the jurisdiction of the English courts must be enforced even if that agreement tacitly includes the forfeiture of some claims that could have been brought in a different forum»*, Hugel v. Corporation of Lloyds, 999 F.2d 206 (7th Cir.1993).

<sup>832</sup> M/S Bremen And Unterweser Reederei, GmbH, Petitioners, V. Zapata Off-Shore Company, 407 U.S. 1 (92 S.Ct. 1907, 32 L.Ed.2d 513) (1972).

<sup>833</sup> Ibid.

<sup>834</sup> Considérant n° 14 du Règlement (CE) N° 44/2001, *op. cit.*

<sup>835</sup> *Convention de Rome* de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, *op. cit.* L'article 3 de la convention intitulé "liberté de choix" dispose que :

1. Le contrat est régi par la loi choisie par les parties. Ce choix doit être exprès ou résulter de façon certaine des dispositions du contrat ou des circonstances de la cause. Par ce choix, les parties peuvent désigner la loi applicable à la totalité ou à une partie seulement de leur contrat.
2. les parties peuvent convenir, à tout moment, de faire régir le contrat par une loi autre que celle qui le régissait

Règlement "Rome 1" du 17 juin 2008 qui fait suite et remplace la Convention de Rome, dispose que le contrat est régi par la loi choisie par les parties<sup>836</sup>.

En droit français, l'article 48 du Code de procédure civile interdit, sauf entre commerçants, toute clause qui, directement ou indirectement, déroge aux règles de compétence territoriale. Bien que les clauses attributives de juridiction et du droit applicable soient interdites dans l'ordre interne, la Cour de cassation estime que ces clauses sont licites dans l'ordre international. Elle a ainsi jugé dans l'affaire CSEE c. Sorelec que «*les clauses prorogeant la compétence internationale sont en principe licites, lorsqu'il s'agit d'un litige international, et lorsque la clause ne fait pas échec à la compétence territoriale impérative d'une juridiction française*» et que «*l'article 48 du nouveau code de procédure civile doit s'interpréter en ce sens que doivent être exclues de la prohibition qu'il édicte les clauses qui ne modifient la compétence territoriale interne qu'en conséquence d'une modification de la compétence internationale*»<sup>837</sup>.

La Cour de cassation a eu l'occasion de se prononcer de nouveau sur les clauses attributives de juridiction. Une société américaine a conclu, avec une société française, un contrat de distribution exclusive de ses produits sur le territoire français. Le contrat désigne les juridictions de San Francisco pour toute action découlant du contrat. La société française a assigné la société américaine devant les juridictions françaises, en application de l'article L. 442-6 du code de commerce, pour abus de dépendance économique. Pour écarter la clause attributive de juridiction et reconnaître la compétence des juridictions françaises, la Cour d'appel de Paris retient dans son arrêt<sup>838</sup>, qu'il s'agit d'appliquer des dispositions impératives relevant de l'ordre public économique constitutives de lois de police et de sanctionner des pratiques discriminatoires commises sur le territoire national, assimilées à des délits civils. La Cour de cassation casse et annule l'arrêt en considérant que «*la clause attributive de juridiction contenue dans ce contrat visait tout litige né du contrat, et devait en conséquence, être mise en œuvre, des dispositions impératives constitutives de lois de police fussent-elles applicables au fond du litige*»<sup>839</sup>. Même en présence de lois de police, le juge étranger ne doit pas voir sa compétence écartée lorsque celle-ci résulte d'une clause attributive  

---

auparavant soit en vertu d'un choix antérieur selon le présent article, soit en vertu d'autres dispositions de la présente convention.

<sup>836</sup> Article 3-1 Du Règlement (CE) n° 593/2008 (*Règlement "Rome I"*), *op. cit.*

<sup>837</sup> Cass. 1ère ch. Civ., n° 84-16.338 du 17 décembre 1985, Cie de signaux et d'entreprises électriques (C.S.E.E.) c. Soc. Sorelec.

<sup>838</sup> CA Paris, 5e, sec. B, 28 septembre 2006, Monster Cable Products Inc, c. Audio marketing services (AMS).

<sup>839</sup> Cass. 1ère ch. Civ., n°1003 du 22 octobre 2008, Monster Cable Products Inc, c. Audio marketing services (AMS).

de la compétence. Autrement dit, l'applicabilité des lois de police françaises ne permet pas d'écartier la compétence d'un juge étranger, résultant d'une clause contractuelle pour donner compétence au juge français. La même conclusion peut être tirée en ce qui concerne la clause d'arbitrage. La Cour d'appel de Paris a jugé dans l'arrêt Ganz : «*en matière internationale, l'arbitre a compétence pour apprécier sa propre compétence quant à l'arbitrabilité du litige au regard de l'ordre public international et dispose du pouvoir d'appliquer les principes et règles relevant de cet ordre public, ainsi que pour sanctionner leur méconnaissance éventuelle, sous le contrôle du juge de l'annulation*»<sup>840</sup>. Dans une autre affaire (l'affaire Labinal) la Cour d'appel de Paris précise que «*l'arbitrabilité du litige n'est pas exclue du seul fait qu'une réglementation d'ordre public est applicable au rapport de droit litigieux*»<sup>841</sup>. La Cour de cassation y ajoute que le juge de l'exequatur n'a donc pas à vérifier que la loi appliquée par le juge étranger est celle désignée par la règle de conflit de lois française<sup>842</sup>. Autrement dit, il n'est pas possible, par ce biais, de refuser de donner effet à un jugement étranger qui n'aurait pas appliqué une loi de police française<sup>843</sup>.

Cette liberté donnée aux parties, connaît une certaine limite tant en droit français qu'américain. L'article 14 de la loi *Securities Act* et l'article 29 (a) de la loi *Exchange Act* disposent qu'est nulle toute condition, stipulation ou clause visant à renoncer à la protection de leurs dispositions respectives. Par conséquent, la validité des clauses d'élection de la loi applicable, convenues entre les investisseurs américains et les opérateurs étrangers est influencée par ces dispositions. En pratique, alors que les juridictions américaines ont reconnu la légitimité des clauses attributives de juridiction et de loi applicable, elles pourraient, refuser de les appliquer, si est identifier dans l'affaire, un grand intérêt public. Les cas dans lesquels ces clauses ont été reconnues impliquent majoritairement des professionnels sophistiqués qui se sont engagés dans des activités impliquant seulement une connexion atténuée avec les États-Unis<sup>844</sup>. En revanche, lorsqu'un investisseur non sophistiqué est négativement affecté par des clauses conventionnelles pré-

---

<sup>840</sup> C.A Paris, 1re ch. Suppl., 29 mars 1991, Sté Ganz et autres c. Sté nationale des Chemins de fer tunisiens, Rev. Arb. 1991.478, note L. Idot.

<sup>841</sup> C.A Paris, 1re ch. Suppl., 19 mai 1993, SA Labinal c. Sté Mors et Sté de droit anglais Westland Aerospace, Rev. Arb. 1993.645, note C. Jarroson.

<sup>842</sup> Cass. 1ère ch. Civ., N° 05-14082 du 20 février 2007, Cornelissen c. Avianca Inc. e. a., D. 2007, p. 1115, note L. d'Avout et S. Bollée.

<sup>843</sup> Jean-Baptiste RACINE, «Droit économique et lois de police», *Revue internationale de droit économique* 1/2010 (t. XXIV, 1), p. 74.

<sup>844</sup> Gunnar SCHUSTER, «Extraterritoriality of Securities Laws: An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts», *Law & Policy In International Business*. Vol. 26-1994, P. 170.

contentieuses, les tribunaux américains sont davantage susceptibles d'ignorer ces clauses en appliquant la réserve d'ordre public énoncée dans l'article 14 de la loi *Securities Act* et de l'article 29(a) de la loi *Securities Exchange Act*<sup>845</sup>. D'ailleurs, la Cour Suprême a établi un critère pour déterminer les circonstances qui permettent aux tribunaux d'écartier l'application de ces clauses. Lorsque le contrat contient une clause stipulant que tout litige, entre les parties, doit être porté devant une juridiction non-américaine, cette clause est applicable. Sauf si le défendeur est en mesure de prouver, la lourde charge, que son application serait «*unreasonable, unfair, or unjust*»<sup>846</sup>.

En droit français, la Cour de cassation a considéré que, lorsqu'il s'agit d'un litige international, les clauses prorogeant la compétence internationale sont en principe licites, à condition que la clause ne fasse pas échec à la compétence territoriale impérative d'une juridiction française<sup>847</sup>. Ces clauses sont donc admises, à moins qu'elles ne contreviennent à une compétence exclusive. Dans le même contexte, le règlement Rome I dispose, que lorsque certains éléments de la situation sont localisés, au moment du choix par les parties de la loi applicable, dans un pays autre que celui dont la loi est choisie, ce choix ne porte pas atteinte à l'application des dispositions dont on ne peut déroger par accord, en vertu de la loi de ce pays<sup>848</sup>. Ainsi, le choix des parties peut être écarté s'il porte atteinte à la compétence territoriale impérative d'une juridiction française ou aux dispositions impératives du droit français. Le juge français saisi, pourra faire application de ses lois et dispositions impératives, au lieu de la loi étrangère. Et s'il applique la loi étrangère, pourra en écartier les dispositions jugées manifestement incompatibles avec l'ordre public français<sup>849</sup>.

De plus, comme nous le verrons dans le deuxième titre, la loi du marché influence de manière importante le déroulement des relations boursières. Depuis l'arrêt Morrison, la localisation géographique de la transaction détermine si la loi américaine est applicable. Le contrat entre l'acheteur et le vendeur déterminera le choix du droit applicable seulement si la transaction s'est déroulée à l'extérieur des limites géographiques des États-Unis. En pratique, le *test* de l'arrêt Morrison (*transactional test*) limite le choix du droit applicable, en liant les parties à une transaction effectuée aux États-Unis, aux lois américaines. De manière similaire, la Cour d'appel de Paris a

<sup>845</sup> *Ibid.*, p. 170.

<sup>846</sup> *Bremen v. Zapata Off-Shore Co.*, *op. cit.* La Cour Suprême ajoute que : «*it is settled . . . that parties to a contract may agree in advance to submit to the jurisdiction of a given court, to permit notice to be served by the opposing party, or even to waive notice altogether*» et que «*that such clauses are prima facie valid, and should be enforced unless enforcement is shown by the resisting party to be "unreasonable" under the circumstances*».

<sup>847</sup> Cass. 1ère ch. Civ., n° 84-16.338, *op. cit.*

<sup>848</sup> Règlement CE n° 593/2008 (*Règlement "Rome I"*), *op. cit.*

<sup>849</sup> Hervé ASCENSIO, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», 10 décembre 2010, en ligne : [http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/1\\_2PESP\\_2\\_Etude\\_lextraterritorialite\\_comme\\_instrumentx\\_cle84485e.pdf](http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/1_2PESP_2_Etude_lextraterritorialite_comme_instrumentx_cle84485e.pdf).

affirmé l'application impérative des règles boursières françaises à tout opérateur français ou étranger intervenant sur un marché réglementé français<sup>850</sup>. À titre d'exemple, en ce qui concerne la prise de contrôle d'une société cotée sur un marché français, les règles impératives du marché concerné doivent être respectées, la loi choisie par les parties n'ayant, en définitive, qu'une place résiduelle<sup>851</sup>.

Enfin, le choix des parties risquant de provoquer un «*race to the bottom*» a été critiqué par une partie de la doctrine. En effet, afin d'attirer les parties privées, les juridictions pourraient entrer en compétition en élaborant, des règles qui confèrent des avantages déséquilibrés aux émetteurs et intermédiaires capables de choisir le régime juridique qui convient le mieux à leurs intérêts et d'imposer leurs choix aux autres acteurs. Cela peut, par conséquent, menacer la réalisation de l'objectif principal des réglementations boursières : la protection des investisseurs. Cette liberté de choix, de la loi applicable et de la juridiction compétente, est parfois perçue comme un frein à la responsabilité des entreprises dans un contexte transnational, car elles peuvent conduire le juge internationalement compétent à appliquer un droit différent du sien, droit qui peut s'avérer moins protecteur pour les investisseurs<sup>852</sup>. Comme le souligne le professeur Racine, en choisissant leurs juges, les parties peuvent ainsi espérer éluder l'application de certaines lois de police. Dans un rapport de force inégalitaire, la stipulation de telles clauses peut aussi permettre, à la partie puissante de tenter d'éviter l'application de lois de police protectrices de la partie faible. L'effet est décuplé lorsque les parties combinent une clause d'élection de for et une clause d'élection de droit, comme cela est fréquent en pratique<sup>853</sup>.

Alors que les juridictions américaines ont recours à la théorie de *forum non conveniens* et que les juridictions américaines et françaises reconnaissent la validité des clauses attributives de juridiction et de loi applicable, elles peuvent en écarter l'application dans certains cas. Le recours à ces mécanismes ne fournit pas aux émetteurs et intermédiaires une garantie absolue d'éviter l'application extraterritoriale d'un droit donné. Comme nous le verrons dans le deuxième titre, seul un accord international permet aux différents opérateurs de savoir avec certitude quel droit sera applicable à leurs relations et permet par conséquent, à ceux-ci d'éviter toute application extraterritoriale inattendue d'un droit boursier donné.

---

<sup>850</sup> CA Paris, 1<sup>ère</sup> ch H, 13 janvier 1998, Rev. soc. 1998, p. 572 ; JCP E 1999, p. 1292, obs. Y. Reinhard ; LPA 18 janvier 1999, p. 10, note A. Tene Onbaum.

<sup>851</sup> Michel MENJUCQ, «La prise de contrôle internationale», *la revue Droit* 21, 2001, ER 037.

<sup>852</sup> Hervé ASCENSIO, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», *op. cit.*, p. 8-9.

<sup>853</sup> Jean-Baptiste RACINE, «Droit économique et lois de police», *op. cit.*, p. 61-79.





## TITRE 2. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATIONS DE MARCHÉ

L'importante augmentation des opérations transfrontalières, en particulier depuis les deux dernières décennies, oblige les autorités compétentes nationales à traiter des situations comportant des éléments d'extranéité. D'autant qu'aujourd'hui, dans un environnement de globalisation financière, il est incohérent d'adopter un critère qui se base uniquement sur le principe de territorialité. Les autorités concernées des différents pays ont essayé d'ajuster leurs réglementations en fonction de l'évolution des marchés financiers, soit en interprétant les textes déjà en vigueur de manière large, soit en adoptant de nouvelles règles capables de régir des situations transnationales. Il existe donc, une tendance accrue à étendre le champ d'application des textes nationaux afin de régir des situations internationales. Les abus de marché ayant de plus en plus un caractère international, cette tendance s'accroît afin d'atteindre les personnes qui participent aux fraudes sur les marchés financiers mondiaux.

Cette politique d'extension n'est pas sans difficultés pratiques, puisqu'elle entre en collision avec le principe de souveraineté. En effet, les États n'ont jamais rompu avec le principe de territorialité et n'ont jamais abandonné le principe de souveraineté. Jusqu'à ce jour, les lois des marchés sont des lois nationales, et les autorités qui contrôlent les marchés locaux sont des autorités nationales. Même au sein de l'UE, les directives édictées au niveau européen sont transposées dans les législations des pays membres, et les marchés de ces pays sont soumis au contrôle des autorités établies par lesdits pays. De surcroît, l'application extraterritoriale du droit peut soulever un problème de conflits de lois et de conflits de compétence. Une opération d'offre publique ou une transaction boursière peut être liée à plusieurs pays. Si chacun d'entre eux se déclare compétent pour réguler l'opération, la probabilité du chevauchement réglementaire ou de conflits de lois et de juridictions<sup>854</sup> est importante<sup>855</sup>. En l'absence d'une convention internationale et/ou d'un régulateur

---

<sup>854</sup> Pour de plus amples informations sur la question de conflits de juridictions, voir Yann KERBRAT, «Introduction», in Forum shopping et concurrence des procédures contentieuses internationales, Bruylant, 2011, p. 7-13.

<sup>855</sup> La professeur Horatia MUIR-WATT souligne que l'interconnexion croissante des économies nationales «*induit une nouvelle vision des rapports entre lois étatiques, perçues comme faisant l'objet d'une compétition entre législateurs*», Horatia MUIR-WATT, «Concurrence d'ordres juridiques et conflits de lois de droit privé», in Le droit international privé : Esprit et méthodes, Mélanges en l'honneur de Paul Lagarde, Paris, Dalloz, 2005, p. 615. le professeur Régis BISMUTH considère que cette concurrence «*atteint son paroxysme dans le domaine de la finance ; étant une activité largement libéralisée, dématérialisée et sans attache, les réglementations nationales se trouvent dès lors dans une situation de concurrence instantanée*», Régis BISMUTH, *La coopération internationale des autorités de régulation du*

mondial permettant de coordonner les règles nationales, cette probabilité est encore plus considérable. Jusqu'à présent, chaque pays adopte les critères qu'il estime en adéquation avec ses intérêts nationaux.

En dépit de ces problèmes, certains pays, en particulier les États-Unis, continuent à appliquer leurs lois de manière extraterritoriale<sup>856</sup>. S'appuyant sur leur puissance politique et économique, les États-Unis imposent leurs lois non seulement à l'égard des transactions réalisées sur leurs marchés, mais également à l'égard des opérations boursières effectuées sur des marchés de pays tiers<sup>857</sup>. Outre la protection des intérêts des investisseurs et sociétés américains à l'étranger, cette politique a un autre objectif : renforcer l'hégémonie américaine et faire du modèle américain un modèle suivi dans les relations économiques à travers le monde. Certains pays, se sont du reste effectivement inspirés des lois américaines pour leurs propres lois. L'Union européenne s'en est elle aussi inspirée pour certaines règles et notions juridiques. Le poids économique de l'UE lui permet cependant de garder une certaine indépendance et la met ainsi en position de concurrence économique et juridique vis-à-vis des États-Unis. Cet attribut de l'Union européenne en fait une entité équivalente à celle des États-Unis, en mesure d'ouvrir un dialogue avec eux et de s'opposer à certaines de leurs pratiques. Cela représente aussi une opportunité de coopération entre les deux parties, en particulier grâce à volonté commune de contrôler les marchés et de réprimer les abus de marché. Ce qui favorise sans aucune doute l'échange d'informations, l'adoption de règles harmonieuses et la convergence entre les deux systèmes juridiques. À titre illustratif, le rapprochement entre le NYSE et l'Euronext était l'occasion d'amplifier le mouvement de coopération et de convergence. N'est-ce pas ce que note le rapport fait par Claude SERRA et Xavier BOUCOBZA à l'attention du Conseil de l'Association Paris Europlace, à l'occasion de l'examen de questions liées à certaines conséquences juridiques d'un changement de contrôle d'Euronext, N.V. devenant filiale de NYSE Euronext, que *«La globalisation financière a d'ores et déjà entraîné un fort mouvement de convergence des règles de droit et des pratiques de marchés. Les différents systèmes juridiques sont confrontés à des préoccupations similaires – protection des investisseurs, contrôle des opérations, bon fonctionnement du marché – qui bien souvent appellent des solutions*

---

*secteur financier et le droit international public, op. cit.*, p. 358.

<sup>856</sup> Voir Schoenbaum v. Firstbrook (2d Cir. 1968), *op. cit.* ; Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell, *op. cit.*

<sup>857</sup> Récemment le Congrès a adopté la loi Dodd-Frank qui autorise la SEC et le DOJ à prendre les mesures nécessaires, contre les auteurs des manquements concernant des opérations effectuées sur un marché étranger, lorsqu'un acte significatif facilitant le manquement a été commis aux États-Unis ou lorsque le manquement commis à l'étranger a un effet néfaste sur le marché ou les investisseurs américain. Voir Dodd-Frank Wall Street & Consumer Protection Act, H.R. 4173, 111th Cong. §§ 929P(b), 929Y (2010).

*voisines. De plus, le modèle étranger sert de source de référence pour échanger les expériences. Ce mouvement d'influence réciproque se poursuivra certainement*<sup>858</sup>. Le rapport souligne également que pour prévenir le risque d'invasion de règles de droit américain «*imprévisible*» en l'occurrence, les parties ont instauré un dispositif de sauvegarde extrêmement dissuasif utilisant une fondation de droit néerlandais à laquelle certains droit à caractère exceptionnel sont confiés. Ce dispositif «*visant la protection contre les débordements imprévisibles de règles américaines constitue un outil de protection sérieux, et incontestablement un point fort obtenu par les négociations d'Euronext*»<sup>859</sup>.

---

<sup>858</sup> Claude SERRA et Xavier BOUCOBZA, *Examen de questions liées à certaines conséquences juridiques d'un changement de contrôle d'Euronext, NV devenant filiale de NYSE Euronext, op.cit.*, p. 7.

<sup>859</sup> *Ibid.*, p. 5-6.



## **Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre souveraineté et tendance à l'extension**

Historiquement, l'application du droit boursier était territoriale, les différentes parties d'une opération appartenant à un même État. Avec la technologie de communication et l'interconnexion des marchés boursiers qui gommant les frontières, ces parties peuvent appartenir à deux différents États, voire plus. Plusieurs États peuvent donc se déclarer compétents pour régir une transaction internationale. Avec les problèmes soulevés par l'extraterritorialité du droit, il est nécessaire de déterminer dans quelle mesure l'extension de l'application des réglementations boursières des États, au-delà de leur territoire, est appropriée (dans le cadre de ce travail, seuls les droits américain et français seront examinés). Il convient donc d'analyser comment les États peuvent réglementer les opérations boursières transfrontalières, dans un environnement juridique où ils définissent encore la souveraineté réglementaire comme une prérogative territoriale.

### **Section 1. La souveraineté et l'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières**

L'État se fonde généralement sur le principe de territorialité pour asseoir sa compétence<sup>860</sup>. La compétence territoriale doit être comprise comme la capacité de l'État à jouir de ses pouvoirs tant pour régir, sur son territoire, les biens et les personnes, que pour contrôler et statuer sur des situations et activités. Un État souverain a donc le droit de réglementer les comportements et les opérations (y compris économiques) se déroulant sur son territoire. Comme le décrit un auteur, cela constitue «*the absolute right of a sovereign to regulate economic affairs within its borders*»<sup>861</sup>. C'est à l'État d'établir les normes juridiques gouvernant ses marchés boursiers<sup>862</sup>. Le principe de

---

<sup>860</sup> George WINTHROP HAIGHTI, «International law and extraterritorial application of the antitrust laws», *The Yale Law Journal*, Vol. 63: 639-1954: «*The United States, Great Britain, France, and a majority of other civilized States recognize that the jurisdictional competence of a State is governed by this territorial principle*» ; Comment, «The Transnational Reach of Rule 10b-5», *op. cit.*, pp. 1368 ; Hannah L. BUXBAUM, «Territory, Territoriality, and the Resolution of Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p. 636.

<sup>861</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Conflict of economic laws: From sovereignty to substance», *Virginia Journal of international law*, Vol. 42: 931- 2002.

<sup>862</sup> Joseph STORY décrit cet attribut par les termes suivant : «*He, or those, who have the sovereign authority, have the*

territorialité trouve son origine dans le dogme suivant «*la compétence exercée sur le territoire d'un État donné est la principale caractéristique de la souveraineté de cet État*»<sup>863</sup>. Cependant, le droit international laisse aux États une large liberté pour édicter des règles juridiques d'application extraterritoriale. Il reviendrait à chaque État «*de fixer librement la sphère d'application de ses lois*»<sup>864</sup>. Selon l'arrêt *Lotus*, la souveraineté et l'indépendance étatique constituent le fondement de la compétence pour édicter des règles de portée extraterritoriale<sup>865</sup>. Cette souveraineté, qui constitue le fondement de la compétence extraterritoriale, en constitue également la limite. En effet, la compétence normative ne peut dépasser les limites tracées par le droit international, en particulier le respect de l'ensemble des souverainetés étatiques. De surcroît, «*la limitation primordiale qu'impose le droit international à l'État est celle d'exclure, sauf l'existence d'une règle permissive contraire, tout exercice de sa puissance sur le territoire d'un autre État*»<sup>866</sup>. Le droit international interdit donc à un État d'exercer sa compétence d'exécution sur le territoire d'un autre État, d'une part pour protéger la souveraineté et l'indépendance des États, et d'autre part pour éviter tout conflit de souveraineté entre eux<sup>867</sup>. Il oblige ainsi les États à «*faire preuve de modération et de mesure quant à l'étendue de la compétence que s'attribuent ses juridictions dans les affaires qui comportent un élément étranger et d'éviter d'empiéter indûment sur la compétence d'un autre État, quand celle-ci est mieux fondée ou peut être exercée de façon appropriée*»<sup>868</sup>.

L'ensemble de ces principes est applicable dans le domaine du droit boursier. Les États-Unis comme la France fondent leur compétence sur le principe de territorialité (paragraphe I). Toutefois, avec l'évolution des marchés financiers, ces États ont développé des règles ayant une portée extraterritoriale. L'application de ces règles à des opérations boursières transnationales doit s'effectuer dans le respect des principes internationaux susmentionnés. Une application extensive irraisonnée violerait le principe du respect des souverainetés étatiques (paragraphe II).

---

*sole right to make laws*», Joseph STORY, *Commentaries on the Conflict of Laws, Foreign and Domestic, In Regard to Contracts, Rights, And Remedies, And Especially In Regard To Marriages, Divorces, Wills, Successions, And Judgments*, Hilliard, Gray, And Company, 1834, pp. 20.

<sup>863</sup> George M. TAYLOR, «*Extraterritorial application of the federal securities Code : An examination of the role of international law in american courts*», *op. cit.*, p. 711.

<sup>864</sup> Pierre MAYER et Vincent HEUZÉ, *Droit international privé*, 11<sup>ème</sup> édition, L.G.D.J. 2014, p. 96.

<sup>865</sup> Affaire du *Lotus*, Cour permanente de justice internationale, *op. cit.*

<sup>866</sup> *Ibid.*

<sup>867</sup> Evelyne FRIEDEL-SOUCHU, *Extraterritorialité du droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté Européenne*, *op. cit.*, p. 14.

<sup>868</sup> Affaire de la *Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited*, Cour internationale de Justice, *op. cit.*, p. 105.

## **Paragraphe I. La souveraineté : fondement de la compétence territoriale dans le domaine du droit boursier aux États-Unis et en France**

Bien que l'interconnexion des marchés financiers entraîne un affaiblissement de la maîtrise pour chaque État de son territoire, et donc des marges de manœuvres législatives de chaque pays, ceux-ci restent très attachés à leur souveraineté. Et malgré la transformation économique menée par la globalisation financière, les États fondent encore leurs compétences législatives et exécutives sur le principe de territorialité. Un marché boursier local reste, en principe, gouverné par le droit du marché. L'application extraterritoriale reste une exception puisque, jusqu'à présent, le respect du droit procède d'un pouvoir de contrainte qui est essentiellement territorial. Cette dimension territoriale du droit du marché coïncide avec la compétence des tribunaux puisque celle-ci est *fréquemment fondée sur des rattachements territoriaux*<sup>869</sup>.

### **A. La territorialité comme base de compétence : une approche initiale du champ d'application du droit boursier américain et français**

La souveraineté implique que chaque État a un droit absolu d'exercer la plénitude de ses compétences sur une zone donnée, qui constitue son propre territoire<sup>870</sup>. C'est le territoire de l'État qui délimite sa compétence à réglementer les activités boursières. Aux États-Unis comme en France, le respect des lois et réglementations boursières est assuré par une approche territoriale (géographique) de la compétence. Comme le relève la doctrine, le marché financier est fondamentalement domestique, et soumis à une réglementation nationale ; celle-ci est issue du droit national selon les modalités propres à ce dernier<sup>871</sup>. Conformément à la loi *Securities Act*, toute personne qui cherche à vendre des instruments financiers à l'intérieur des États-Unis, en utilisant les «instruments de transport ou de communication dans le commerce entre États» est tenue de se conformer aux dispositions concernant la divulgation d'informations. La loi *Exchange Act*, de son côté, dispose que l'émetteur qui inscrit ses titres sur un marché financier américain est soumis aux

<sup>869</sup> Bernard AUDIT, *Droit international privé*, Economica, 6<sup>ème</sup> édition 2010, p. 77.

<sup>870</sup> Voir dans ce sens, Serge SUR et Jean COMBACAU, *Droit international public*, L.G.D.J., 11<sup>o</sup> édition 2014, p. 427 et s.

<sup>871</sup> Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, *Droit financier, op. cit.*, p. 1991.



dispositions d'enregistrement en vigueur aux États-Unis. Les cours américaines rappelaient, dans les premières affaires soulevant le problème de l'extraterritorialité, que les réglementations américaines ne concernaient que les actes survenant à l'intérieur des frontières des États-Unis<sup>872</sup>. Récemment, dans l'affaire Morrison, la Cour Suprême a réaffirmé cette approche en clarifiant que le droit boursier américain ne s'applique qu'aux transactions boursières effectuées aux États-Unis. Ainsi, le droit boursier américain «*provide deep geographic coverage touching virtually all "transactions that occur within its borders, or that have substantial effects within its territory"*»<sup>873</sup>.

De manière similaire, le Code monétaire et financier français oblige, toute personne ou entité qui procède à une offre au public de titres financiers, ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé français, à respecter les obligations d'informations énoncées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers<sup>874</sup>. Autrement dit, toute entreprise qui cherche à se financer via l'entrée sur le marché boursier français doit respecter les dispositions du droit boursier français.

Nous nous apercevons que les lois américaines et françaises ont adopté le principe de territorialité comme critère d'application permettant d'inclure toutes transactions prenant place sur leurs territoires respectifs, ou ayant un effet substantiel sur lesdits territoires. À moins d'une exemption explicite, toute opération boursière effectuée en France ou aux États-Unis est ainsi inévitablement soumise respectivement aux lois françaises ou américaines. Cette approche est conforme aux principes du droit international de souveraineté étatique et de non-ingérence<sup>875</sup> : «*It is an internationally recognized principle that the power to prescribe and enforce securities laws is*

---

<sup>872</sup> Nous verrons plus tard comment les cours ont, dans des cas subséquents, jugé que la loi américaine s'appliquait également à certains comportements survenant en dehors des frontières américaines.

<sup>873</sup> Chris BRUMMER, «Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws», *op. cit.*, p. 1441.

<sup>874</sup> Code monétaire et financier, Article L 412-1 : Sans préjudice des autres dispositions qui leur sont applicables, les personnes ou les entités qui procèdent à une offre au public de titres financiers ou à une admission de titres financiers aux négociations sur un marché réglementé doivent, au préalable, publier et tenir à la disposition de toute personne intéressée un document destiné à l'information du public, portant sur le contenu et les modalités de l'opération qui en fait l'objet, ainsi que sur l'organisation, la situation financière et l'évolution de l'activité de l'émetteur et des garants éventuels des titres financiers qui font l'objet de l'opération, dans des conditions prévues par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

<sup>875</sup> Comme le souligne le Professeur ASCENSIO, le principe de non-ingérence limite l'exercice extraterritorial des compétences étatiques. Il coïncide parfaitement avec le principe de souveraineté en ce qu'il interdit les actes de contrainte exercés par un État sur le territoire d'un autre État sans le consentement de ce dernier. Il a été régulièrement invoqué par des États ou par l'Union européenne à l'encontre des réglementations adoptées par les États-Unis. Hervé ASCENSIO, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», *op. cit.*, p. 2.

*territorial, and most modern securities markets are regulated on a national basis*»<sup>876</sup>.

Dans la pratique, le principe de territorialité est facile à appliquer dans les cas où les différentes composantes d'une opération appartiennent au même État : la transaction est effectuée sur le marché français entre un investisseur et un émetteur français par l'intermédiation d'une banque française. L'application du principe est plus complexe si deux ou plus de ces composantes ont eu lieu dans des États différents, et soulève des difficultés particulières en matière d'abus de marché quand les éléments constitutifs du manquement peuvent provenir de plusieurs pays. C'est le cas par exemple, lorsque la divulgation des fausses informations est préparée dans un État et diffusée dans un autre État. Le principe de territorialité subjective confère à l'État la compétence pour poursuivre et punir tout acte commis sur son territoire en violation de la loi, même si le résultat a eu lieu ailleurs. Traditionnellement, l'État garde sa compétence pour statuer sur tout acte commis sur son territoire<sup>877</sup>. Ainsi, une juridiction française a jugé qu'elle n'était compétente pour connaître d'un manquement boursier qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs du manquement ait eu lieu sur le territoire de la République. Le critère de *Conduct test* largement utilisé par les juridictions américaines permet aussi à ces dernières d'exercer leur compétence pour statuer sur tout manquement commis, en tout ou partie, sur le sol américain.

La revendication de la compétence territoriale par un État était irréfutable et ne posait pas de problème dans la mesure où elle repose sur l'acte survenu sur le territoire dudit État et, pour cette raison, ne pouvait pas se chevaucher avec une revendication concurrente dans un autre pays. Au fil des années, le concept s'est élargi pour inclure la compétence, afin de statuer sur certains comportements commis à l'extérieur mais dont les effets sont ressentis sur le territoire de l'État en question. Ainsi, les juridictions américaines adoptent le critère de l'*effects test*, peu utilisé par les juridictions françaises. Le principe de territorialité objective permet à l'État de poursuivre des actes commis à l'étranger lorsqu'ils produisent des effets néfastes sur le territoire dudit État<sup>878</sup>. Certains

---

<sup>876</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p.89.

<sup>877</sup> Généralement, l'État se réclame compétent pour régir tout acte effectué sur son territoire. L'article 113-2 du Code pénal français dispose que «*la loi pénale française est applicable aux infractions commises sur le territoire de la République. L'infraction est réputée commise sur le territoire de la République dès lors qu'un de ses faits constitutifs a eu lieu sur ce territoire*».

<sup>878</sup> Dans une affaire très célèbre (Alcoa), la Second Circuit a jugé que «*any state may impose liabilities, even upon persons not within its allegiance, for conduct outside its borders that has consequences within its borders which the state reprehends ; and these liabilities other states will ordinarily recognize*», U.S. v. Aluminum Co. of America, 148 F.2d 416 (2d Cir. 1945).

pays, en particulier les États-Unis et la Grande-Bretagne<sup>879</sup> estiment que la survenance de l'impact sur le territoire de l'État crée un lien de rattachement avec celui-ci, ce qui lui permet d'édicter des règles pour contrôler les comportements qui ont produit ces impacts, même lorsqu'ils sont accomplis à l'étranger. L'*effects test* examine si le manquement boursier a un effet substantiel aux États-Unis ou sur les investisseurs américains. Ainsi, dans l'affaire Schoenbaum v. Firstbrook, le tribunal a jugé que «*The district court has subject matter jurisdiction over violations of the Securities Exchange Act although the transactions which are alleged to violate the Act take place outside the United States, at least when the transactions involve stock registered and listed on a national securities exchange, and are detrimental to the interests of American investors*». Nous verrons plus tard comment ces deux principes, les *conduct and effects tests*, utilisés pour justifier la compétence territoriale (dans la mesure où le premier est fondé sur le territoire où l'acte punissable est commis, et le second sur le territoire où l'impact causé par ledit acte est ressenti), sont appliqués pour étendre la compétence extraterritorialement.

## **B. L'influence de la réglementation du pays où l'opération boursière est effectuée**

En France comme aux États-Unis, les marchés boursiers sont régis par les réglementations nationales. La loi du pays du marché gouverne l'exécution de l'opération (1) et, a une influence importante sur les rapports juridiques liant les différentes parties d'une opération boursière (2).

### **1. La domination de la loi du pays du marché sur lequel les opérations sont effectuées**

Aux États-Unis comme en France, le marché occupe une place centrale dans la réglementation boursière. Comme l'a écrit un auteur : «*le marché étant par nature central, la régulation doit impérativement s'organiser autour de ce marché. Le droit boursier en général est un droit nécessairement territorial. En application de la maxime auctor regit actum, chaque marché boursier devrait ainsi être soumis à son propre droit*»<sup>880</sup>. Un autre auteur a considéré que «*le droit*

<sup>879</sup> Daniel C. MACLEAN, «The transnational investment company and the federal securities laws», *op. cit.*, ; George WINTHROP HAIGHTI, «International law and extraterritorial application of the antitrust laws», *The Yale Law Journal*, Vol. 63: 639-1954.

<sup>880</sup> Jean STOUFFLET, «Marché d'instruments financiers en droit international – Statut légal et règles de fonctionnement

*boursier peut être déclaré applicable à toutes les opérations qui se déroulent sur son marché*»<sup>881</sup>. À titre liminaire, il est permis de dire que l'identification du marché sur lequel l'opération est effectuée détermine la loi applicable à l'exécution de l'opération<sup>882</sup>. L'opération est donc soumise aux lois du pays où se trouve le marché concerné. Comme le note un auteur, «*toute opération qui (se déroule sur un marché organisé) est nécessairement gouvernée par la loi de ce marché car l'autorité du marché en charge de contrôle de ces processus ne peut qu'appliquer sa propre loi*»<sup>883</sup>. La directive "MIF" précise ainsi que le droit public régissant les négociations effectuées sur un marché réglementé est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé.

Les opérations boursières transfrontalières s'effectuent, soit de gré à gré, soit sur un marché réglementé. Lorsque l'opération est effectuée sur un marché non réglementé ou de gré à gré, elle est soumise, à l'exemple d'un contrat classique, à la seule loi des parties (*choice-of-law*)<sup>884</sup>. Si le contrat

---

des marchés d'instruments financiers. – Conflits d'autorités et conflits de lois», in Encyclopédie du JurisClasseur international, Fasc. n°566-30, 2012.

<sup>881</sup> Xavier BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, *op. cit.*, p. 271.

<sup>882</sup> Comme l'écrit un auteur «C'est donc la localisation du marché qui commande la loi applicable aux opérations qui y sont traitées», Jean STOUFFLET, «Marché d'instruments financiers en droit international – Statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers. – Conflits d'autorités et conflits de lois», *op. cit.*

<sup>883</sup> TENENBAUM Aline, «La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers», *op. cit.*, p. 408.

<sup>884</sup> Comme l'explique un auteur, cette notion de marché de gré à gré existe en droit français et américain mais avec une conception différente. «*L'attachement à cette classification des marchés a été renforcé par l'influence du droit communautaire, qui, de façon similaire, s'est appuyé sur une distinction entre marché réglementé et marché non réglementé avec la directive 93/22/CEE du 10 mai 1993. Suite à la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004, le droit communautaire a retenu la notion de «système multilatéral de négociation» et modifié les critères de détermination et de différenciation entre marché réglementé et marché non réglementé afin d'intégrer un rapprochement entre marché réglementé et marché de gré à gré constaté dans la réalité. Pourtant, la différence de classification subsiste entre marché réglementé d'un côté et «systèmes multilatéraux de négociation» de l'autre. [...]. La directive 2004/39/CE permettait l'unification des règles applicables aux marchés financiers dans leur ensemble sans pour autant abandonner la catégorie de marché réglementé soumise à un encadrement plus strict que les autres marchés. L'approche américaine de la notion de marché financier n'est pas juridique mais financière et économique. Le droit n'est qu'un moyen au service de l'efficacité des marchés. Les règles existent davantage pour un meilleur fonctionnement du système financier que pour contrôler des marchés qui, par essence, s'autorégulent [...] mais la différence entre marché réglementé et non réglementé est moins évidente. Pourtant, cette différence existe bien aux États-Unis également et les marchés réglementés sont aussi présents aux États-Unis qu'en France ou au sein de la Communauté Européenne*». Nicolas BOITTIN, «La notion de marché financier en France et aux États-Unis», 2009, en ligne : <http://m2bde.u-paris10.fr/content/la-notion-de-march%C3%A9-financier-en-france-et-aux-États-Unis-par-nicolas-boittin?destination=node%2F1971>.

a un caractère international, tout conflit entre les parties est résolu par l'application directe des règles traditionnelles de *choice-of-law*<sup>885</sup>. En d'autres termes, la cession directe ou la vente effectuée sur un marché de gré à gré est régie par la loi choisie, expressément ou implicitement, par les parties<sup>886</sup>. Toutefois, cela ne signifie pas que ces marchés échappent à l'application du droit. La Cour de cassation a pu juger que «*si les transactions de gré à gré obéissent à des règles propres au droit des obligations qui échappent à la compétence de la Commission, elles ne sauraient, en l'absence de dérogation expresse, être exclues du champ d'application du règlement 90-08 qui a pour objet d'assurer l'information des investisseurs et le bon fonctionnement des marchés de valeurs mobilières*»<sup>887</sup>. Autrement dit, le droit boursier s'applique aux marchés réglementés et non réglementés, mais sa présence et son influence sont plus importantes sur les marchés réglementés et cela, tant en France et au sein de la Communauté Européenne qu'aux États-Unis<sup>888</sup>. Certains principes, comme par exemple la sécurité, ne s'appliquent pas aux marchés non réglementés. Toutefois, «*il convient de rappeler que le droit commun, qu'il soit français ou américain, s'applique respectivement en France et aux États-Unis à ces marchés non réglementés. Ainsi le droit civil, le droit pénal ainsi que le droit commercial ne sont pas écartés*»<sup>889</sup>.

En ce qui concerne les marchés réglementés français et étasuniens, ils imposent des règles particulières applicables aux négociations des titres. «*Ces techniques de négociation sont impératives, ce qui explique que l'on aura tendance à faire prévaloir dans ce dernier cas la loi du marché sur lequel les opérations se déroulent*»<sup>890</sup>. En effet, cette dernière loi est souvent considérée comme une loi de police et peut donc écarter la loi choisie par les parties. Les obligations d'informations auxquelles sont soumis les intermédiaires et les émetteurs à l'égard des investisseurs pourraient être considérées comme des lois de police en droit boursier américain et français.

---

<sup>885</sup> Dans ce cas, le problème soulevé n'est pas un problème d'extraterritorialité mais un *choice-of-law conflict*. Bien sûr un tel choix peut être écarté. Il appartient au tribunal du for d'examiner l'applicabilité de la clause attribuant la compétence. Dans un litige opposant un investisseur français et un émetteur chinois, découlant d'un contrat d'investissement, le tribunal français doit examiner si la clause attribuant la compétence aux juridictions chinoises est applicable et si une telle application pourrait empêcher une réclamation en vertu du droit boursier français.

<sup>886</sup> Pour une plus ample information sur ce point, voir notamment Pauline PAILLER, «Existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ?», *RTDF*, 2010, n° 4, p. 36 et s.

<sup>887</sup> CA Paris, 1er, COB, n° 93/23741, Pierre Bergé c/ Agent judiciaire du Trésor, *op. cit.*

<sup>888</sup> Nicolas BOITTIN, «La notion de marché financier en France et aux États-Unis», *op. cit.*

<sup>889</sup> *Ibid.*

<sup>890</sup> Paul LAGARDE et Aline TENENBAUM, «De la Convention de Rome au règlement Rome I», *Rev. crit. DIP* 2008, p. 727-780.

## 2. L'attraction de la loi du marché

Plusieurs rapports juridiques se nouent pour exécuter une transaction boursière. Généralement, les parties peuvent choisir la loi applicable au contrat. Les conventions internationales réservent ce droit aux parties d'un contrat<sup>891</sup>. Bien que ces rapports juridiques soient soumis à la loi d'autonomie, ils sont affectés par la loi du marché. Il y a lieu de déterminer le mécanisme de désignation de la loi du marché (a) avant d'examiner l'influence de cette loi sur les rapports juridiques susmentionnés (b).

### a: la désignation de la loi du marché

Les entreprises de marché (et les exploitants d'un SMN<sup>892</sup>) ont pour principale activité d'organiser et d'assurer le fonctionnement d'un marché réglementé d'instruments financiers. L'entreprise de marché définit, sous le contrôle de l'autorité compétente (la SEC et l'AMF) les règles applicables au marché qu'elle gère. Ces règles doivent être conformes à la réglementation en vigueur dans le pays où se trouve le marché<sup>893</sup>. Elles déterminent notamment les conditions d'accès au marché, d'admission à la cotation, de la suspension et radiation des instruments financiers, d'organisations des transactions, ainsi que les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations<sup>894</sup>.

Ces règles définissent la loi du marché et désignent l'autorité de contrôle et les juridictions compétentes. Les opérations exécutées sur le marché sont soumises au droit applicable sur ce marché. Les règles de marché Euronext disposent que le marché Euronext Paris est soumis à la loi

---

<sup>891</sup> Article 7 de la Convention interaméricaine sur la loi applicable aux contrats internationaux, Convention adoptée à Mexico le 17 mars 1994, à la 5e Conférence spécialisée interaméricaine sur le droit international privé. Voir également : Institut de Droit international, Session de Bâle, L'autonomie de la volonté des parties dans les contrats internationaux entre personnes privées, article 2. 1, résolution adoptée par la Septième Commission le 31 août 1991, *Revue critique de droit international privé*, 1992, p. 198. En ce qui concerne le droit boursier communautaire, voir La convention de Rome du 19 juin 1980, *op. cit.*, et le Règlement *Rome I* du 17 juin 2008, *op. cit.*

<sup>892</sup> Pour plus d'information sur ce point voir : Anne-Dominique MERVILLE, *Droit financier*, Gualino 2<sup>ème</sup> édition, 2015, p. 57 et s.

<sup>893</sup> Article L.421-10 du Code monétaire et financier ; NYSE, «NYSE MKT regulation, Rules and Interpretations», NYSE, available at: <https://www.nyse.com/regulation/nyse-mkt/rules-and-interpretations>.

<sup>894</sup> Article L.421-10 du Code monétaire et financier.

française. Toutes les dispositions relatives aux ordres ou aux transactions, produits, exécutés ou réputés exécutés sur le Marché d'Euronext Paris et toute matière s'y rapportant sont soumises aux droits français et à la juridiction exclusive des tribunaux français, sauf clause compromissoire ou compromis d'arbitrage<sup>895</sup>. Ces règles stipulent que : *«toutes les transactions dans le Carnet d'ordres central sont exécutées sur le Marché de référence. Elles sont soumises au droit applicable sur ce marché et sont du ressort exclusif des tribunaux compétents pour ce marché tels que définis par le présent article 1.7.»*<sup>896</sup>. En cas de conflit entre les règles Euronext et les réglementations françaises, ces dernières prévalent<sup>897</sup>.

De la même manière, les règles de marché du NYSE disposent que les règles de marché sont soumises au droit américain et au contrôle de la SEC : *«As a registered securities exchange, NYSE MKT is subject to the regulatory oversight of the SEC and all rules must be filed with the SEC pursuant to Section 19(b) of the Securities Exchange Act of 1934 and Rule 19b-4 thereunder»*<sup>898</sup>. Les transactions effectuées sur le marché NYSE doivent respecter les règles du marché et le droit américain<sup>899</sup>. Par conséquent, les marchés réglementés français et américains sont soumis respectivement aux lois françaises et américaines.

## **b: les rapports juridiques entre les acteurs d'une opération boursière et l'influence de la loi du marché sur l'exécution de l'opération**

La loi du marché a une influence sur les différents rapports juridiques qui se nouent lorsqu'il s'agit d'exécuter une opération boursière.

La relation entre l'entreprise de marché (ou l'exploitant d'un SMN) et l'émetteur est une relation contractuelle. Un contrat de cotation doit être conclu entre les parties selon lequel l'émetteur

---

<sup>895</sup> Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées – article 1.7-1701, en ligne : <https://www.euronext.com/fr>.

<sup>896</sup> Ibid., article 1.7-1701.

<sup>897</sup> Ibid., article 1.7-1703.

<sup>898</sup> NYSE, «NYSE MKT regulation, Rules and Interpretations», *op. cit.*

<sup>899</sup> NYSE, «NYSE MKT Rules, General and Floor Rules, Rule 0-(a) et 0-(b)», available at: <https://www.nyse.com/regulation/nyse-mkt/rules-and-interpretations>.

s'engage à respecter les exigences prévues par la loi et les règles du marché<sup>900</sup>.

La relation entre l'entreprise de marché et les membres de marché est une relation contractuelle.<sup>901</sup> Le règlement général de l'AMF et les règles de marché Euronext prévoient la conclusion d'une convention d'admission avec chacun des membres du marché, au terme de laquelle les membres s'engagent notamment, à toujours respecter les règles de marché<sup>902</sup>. Les règles de marché du NYSE exigent que chaque membre «*shall be fully, formally and effectively subject to the jurisdiction of, and to the Rules of the Exchange*»<sup>903</sup>. Les règles de marché peuvent être analysées comme des conditions générales intérieures régissant, sur une base contractuelle, les droits et obligations des membres du marché<sup>904</sup>. Tout membre du marché est soumis, par son consentement, aux règles et loi du marché. Il est possible cependant, que l'entreprise de marché et le membre choisissent une autre loi applicable au contrat et désignent d'autres tribunaux compétents, mais cela ne concerne que les questions relevant de la relation contractuelle. Les dispositions relatives aux ordres ou aux transactions produits ou exécutés sur les Marchés Euronext, ainsi que toute matière s'y rattachant restent soumises à la loi et aux règles du marché<sup>905</sup>.

D'une manière similaire, la convention conclue entre la chambre de compensation et les membres adhérents dispose que ces derniers s'engagent à respecter les règles et la loi du marché. Ainsi, les règles de la chambre de compensation DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) disposent que «*DTC's obligations to Participants and other authorized users are therefore contractual in nature*»<sup>906</sup> et que «*In connection with their use of the Corporation's services, Participants and Pledgeses must comply with all applicable laws*». Néanmoins, les contrats conclus au sein d'un système de règlement-livraison sont régis par la loi choisie par les parties et, en

---

<sup>900</sup> Les articles 1.1 (définition- définition du contrat de cotation), 6.1- 6103A, 6.1-6103B, 6.1- 6107 et 8.1-8101/1 des Règles de marché d'Euronext, Livre I ; Section 1101, Section 610-616 and Section 401-404 of NYSE MKT Company Guide.

<sup>901</sup> Sébastien NEUVILLE, *Droit de la banque et des marchés financiers*, PUF Droit, 2005, p. 89 ; Pierre AÏDAN, *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Banque éditeur, 2001, p. 152-156. .

<sup>902</sup> Article 4-1-18 du Règlement général de l'AMF et article 1.1 des Règles de marché d'Euronext, Livre I (définition- définition du contrat d'admission).

<sup>903</sup> NYSE, «NYSE MKT Rules, General and Floor Rules, Member Corporation and Member Firm, Commentary», available at: <https://www.nyse.com/regulation/nyse-mkt/rules-and-interpretations>.

<sup>904</sup> Franck AUCKENTHALER, *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J, 2004, p. 276- 277.

<sup>905</sup> Article 1.7- 1702 des Règles de marché d'Euronext, Livre I, *op. cit.*

<sup>906</sup> Depository Trust Company (DTC), «Service Guide: Settlement, important legal information», p. 1, available at: <http://dtcc.com/~media/Files/Downloads/legal/service-guides/Settlement.pdf>.



l'absence d'une volonté expresse, par la loi du pays où la partie qui doit fournir la prestation caractéristique a sa résidence habituelle<sup>907</sup>.

La relation entre l'investisseur et l'intermédiaire est aussi une relation contractuelle<sup>908</sup>. Les parties peuvent choisir la loi applicable au contrat. Toutefois, «*On peut douter (toutefois) de la portée effective d'une telle liberté laissée aux parties, tant est forte l'attraction de la loi du marché sur lequel s'exécutent les contrats non conclus de gré à gré*»<sup>909</sup>. Ainsi, La doctrine comme la jurisprudence retiennent en général la loi de la bourse. Cette solution est «*confortée par la loi applicable aux conditions d'exécution de l'ordre de bourse ; en effet, ces conditions, imposées par la réglementation boursière à laquelle le professionnel est soumis, constituent souvent des lois de police*»<sup>910</sup>. En effet, la loi du marché pourra intervenir en tant que loi de police, écartant ainsi la loi choisie par les parties<sup>911</sup>. L'opération est exécutée sur un marché donné qui est soumis à des règles impératives que l'intermédiaire doit respecter en fournissant le service à son client. Ces règles sont impératives et applicables à tous les membres du marché et à toutes les opérations qui en déroulent<sup>912</sup>. «*Il est apparu opportun que tous les contrats conclus sur ces marchés soient régis par*

---

<sup>907</sup> Ces contrats sont régis par l'article 3 et 4 du Règlement Rome I et par la Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil, du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, Journal officiel des Communautés européennes n° L 166/45, du 11. 6. 1998.

<sup>908</sup> Voir dans ce sens, la décision de la chambre commerciale de la Cour de cassation du 24 juin 2008 (Cass. com., n° 06-21.798 du 24 juin 2008, FP P+B+R+I, Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris : JurisData n° 2008-044536) qui a considéré que la réglementation professionnelle et les obligations de bonne conduite des prestataires de services d'investissement constituent des obligations contractuelles à l'égard de leurs clients. Par conséquent, un investisseur a le droit de se prévaloir devant le juge civil du non-respect par le PSI de ces dispositions tels que les manquements aux obligations professionnelles d'information précisées dans le Règlement générale de l'AMF. Pour obtenir de plus amples renseignements sur ce sujet, voir Nicolas MATHEY, «Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés», *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, Novembre 2008, étude 27.

En outre, la Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation, en ligne : <https://www.hcch.net/fr/home>, (elle est applicable aux contrats de services d'investissements qui constituent des actes de représentation, comme par exemple le service financier consistant à transmettre des ordres pour le compte de tiers, la détermination de la loi applicable aux contrats qui ne ne constituent pas des actes de représentation, se fera en application de la convention de Rome), La Convention de Rome du 19 juin 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles et Règlement (CE) N° 593/2008 (Rome I), *op. cit.*

<sup>909</sup> Paul LAGARDE et Aline TENENBAUM, «De la convention de Rome au règlement Rome I», *op. cit.*, p. 755.

<sup>910</sup> Jean-Pierre BORNET et Hubert DE VAUPLANE, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3<sup>ème</sup> édition, 2001, p. 1106-

<sup>911</sup> Paul LAGARDE et Aline TENENBAUM, «De la convention de Rome au règlement Rome I», *op. cit.*, p. 755.

<sup>912</sup> Cela est aussi le cas lorsque l'opération est effectuée sur un SMN. Le règlement Rome I prévoit que les opérations

*la même loi – quelles que soient la nature, la nationalité ou la résidence habituelle des parties – c'est-à-dire la loi du marché»<sup>913</sup>.*

Les parties ne peuvent pas choisir la loi applicable à la négociation de l'opération. Cependant, en choisissant le marché sur lequel l'opération doit être effectuée, cela revient pour les parties, à choisir la loi gouvernant leurs opérations. Si l'investisseur français souhaite que l'opération soit négociée conformément aux règles et lois françaises, il peut se mettre d'accord avec l'intermédiaire pour que l'opération soit effectuée sur le marché français. Néanmoins, en l'absence d'accord, il peut arriver que l'intermédiaire place l'ordre sur plusieurs marchés appartenant à différents États. L'opération ne peut donc être régie par une seule loi. Cela veut dire que la loi choisie par les parties gouverne les questions contractuelles liées au contrat de fourniture de service financier, tandis que les questions concernant l'exécution du contrat sur le marché sont soumises à la loi du marché<sup>914</sup>. Prenons l'exemple d'un investisseur français qui passe un ordre à son intermédiaire américain pour acheter des titres négociés aux États-Unis. Les parties peuvent choisir la loi française comme loi applicable au contrat. Toutefois, l'opération d'acquisition des titres est effectuée sur le marché américain et est donc soumise au droit américain et à la compétence des juridictions américaines.

Il y a lieu de noter qu'en droit communautaire, dans le cadre des contrats conclus avec un consommateur, la loi choisie ne peut avoir pour résultat de priver le consommateur de la protection que lui assurent les dispositions impératives de la loi de sa résidence habituelle<sup>915</sup>. Ces dispositions impératives peuvent donc limiter la portée de la loi choisie par les parties. En droit américain, sous une formulation certes différente, le *Second Restatement*<sup>916</sup> se rapproche sensiblement des solutions européennes<sup>917</sup>. Le *Second Restatement* gouverne le choix de la loi applicable dans les contrats conclus par un consommateur. La loi choisie par les parties pour gouverner leur contrat est

---

exécutées sur un SMN sont soumises à la loi de ce marché.

<sup>913</sup> Jean STOUFFLET, «Marché d'instruments financiers en droit international – Statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers. – Conflits d'autorités et conflits de lois», *op. cit.*

<sup>914</sup> Selon la directive MIF, les négociations effectuées sur un marché réglementé sont soumises au droit de l'État d'origine dudit marché. La directive ne vise donc que les questions concernant les négociations. Les questions contractuelles restent ainsi soumises à la loi d'autonomie.

<sup>915</sup> Article 6-2 du Règlement Rome I, *op. cit.*

<sup>916</sup> Restatement (Second) of Conflict of Laws, 1971.

<sup>917</sup> Angelika FUCHS, Horatia Muir WATT et Etienne PATAUT, *Les conflits de lois et le système juridique communautaire*, Dalloz, 2004, p. 155.

applicable, sauf si cette application doit violer un «*fundamental policy*» des États-Unis<sup>918</sup>. Cette notion de «*fundamental policy*» a été interprétée de telle manière, qu'elle permet d'offrir aux consommateurs la protection des lois de leur pays d'origine<sup>919</sup>. Car en fin de compte, l'objectif de l'article 187, qui contient ce dispositif, est de protéger à la fois les consommateurs et les intérêts des États-Unis. Ainsi, «*Though not always applied with the same degree of uniformity, American courts examining the «public policy» exception sometimes look to the same goal as European system: protecting consumers from a choice of law that is detrimental to the protections their home jurisdiction's laws and customs allow*»<sup>920</sup>.

Par conséquent, en France comme aux États-Unis, la liberté du choix de la loi applicable au contrat par les parties, peut être limitée par les dispositions impératives concernant l'organisation et le fonctionnement du marché qui sont imposées à l'intermédiaire lorsqu'il en exécute le contrat et, par le jeu des dispositions d'une autre loi, celles du pays de résidence habituelle du consommateur.

La relation entre l'émetteur et l'investisseur est indirecte<sup>921</sup>, puisqu'en France comme aux États-Unis l'investisseur se réfère à un intermédiaire pour effectuer l'opération. L'investisseur peut chercher la responsabilité civile de l'émetteur, ce qui a été affirmé très récemment par une décision de la CJUE dans l'affaire Barclays Bank<sup>922</sup>. La relation peut être aussi contractuelle. C'est le cas dans une offre publique. Dans ce cas, la loi applicable est celle choisie par les parties ; elle gouverne les questions contractuelles. L'opération d'acquisition reste soumise à la loi du marché. L'investisseur peut chercher la responsabilité contractuelle de l'émetteur en cas d'inexactitude dans l'information contenue dans le prospectus d'émission.

Il en résulte que, la loi du pays où se trouve le marché gouverne les questions relatives à

---

<sup>918</sup> Restatement (Second) of Conflict of Laws, § 187 (1971).

<sup>919</sup> Toutefois, certaines juridictions américaines sont réticentes à une telle interprétation. Voir dans ce sens James J. HEALY, «Consumer protection choice of law : European lessons for the United States», *Duke journal of comparative & international law*, Vol 19:535-2009.

<sup>920</sup> Ibid.

<sup>921</sup> «*within an indirect holding system, the investor no longer has a direct relationship with the issuer. Rather, the investor's interest in respect of the underlying securities is recorded on the books of an intermediary, which in turn has its interest recorded with another intermediary and so on*», Christophe BERNASCONI, *Yearbook of private international law*, Petar Sarcevic, Paul Volken, Vol III, 2001, p. 71.

<sup>922</sup> Affaire Harald Kolassa c./ Barclays Bank plc., Cour de justice des communautés européennes (quatrième chambre), affaire C-375/13, 28 janvier 2015, Journal officiel de l'Union européenne n° C 107/4, 30.3.2015.

l'exécution de l'opération effectuées sur ce marché. Le règlement MIF dispose que l'opération de vente et la négociation des titres sont soumises à la loi du pays où se trouve le marché. La loi d'un pays s'applique aux marchés boursiers qui se situent dans ce pays. Chaque autorité compétente applique sa propre loi<sup>923</sup>. En règle générale, les autorités de régulation sont créées pour mettre en œuvre les règles spécifiques du droit national. Ainsi, *«dans ces conditions et par principe, on conçoit difficilement qu'elles puissent dans le cadre de leurs activités appliquer un droit étranger. Ce faisant, elles outrepasseraient très vraisemblablement leur compétence matérielle»*.<sup>924</sup> Néanmoins, la situation ne s'est jamais présentée en droit français. En droit boursier américain, les juridictions américaines ont affirmé que le juge du for ne serait mettre en œuvre un droit boursier étranger, du moins lorsqu'il prévoit des sanctions<sup>925</sup>.

L'autorité de régulation dans chaque pays veille à ce que les différents acteurs, intervenant sur le marché, respectent la loi du marché. Elle assure donc l'égalité de traitement entre tous les intervenants et toutes les opérations, en les soumettant aux mêmes règles. Cette vision territoriale des marchés et des opérations qui s'y effectuent a été adopté par une partie de la doctrine<sup>926</sup>. Un auteur s'est ainsi demandé *«n'est-on pas, dans le domaine boursier, en présence d'un droit nécessairement territorial, où, pour reprendre l'expression d'un auteur<sup>927</sup>, domine l'impérieuse territorialité du droit»*<sup>928</sup>. L'internationalisation des marchés boursiers met cependant en péril une telle vision et soulève de nouvelles questions : *«peut-on encore affirmer que chaque marché impliqué est surveillé par «son» autorité et gouverné par «sa» loi de manière isolée sans prise en compte des compétences concurrentes des autres autorités et réglementations concernées ?»*<sup>929</sup>.

---

<sup>923</sup> Une partie de la doctrine adopte une approche territoriale stricte du droit boursier. M. Ibrahim FADLALLAH estime que *«la vérité est qu'un marché doit être gouverné par sa loi. C'est elle qui assurera l'égalité de traitement par la soumission aux mêmes règles. Les intervenants savent d'instinct que lorsqu'ils opèrent à Hong-Kong, ils se soumettent aux contraintes de cette bourse et bénéficient de la protection à laquelle la loi locale pourvoit»*. Ibrahim FADLALLAH, *«Point de vue sur l'affaire Péchiney : la localisation du délit d'initié»*, *Rev. crit. DIP* 1996, p. 621.

<sup>924</sup> Mathias AUDIT, Sylvain BOLLÉE et Pierre CALLÉ, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, LGDJ, 2<sup>ème</sup> édition, 2016.

<sup>925</sup> Ibid.

<sup>926</sup> Ibrahim FADLALLAH, *«Point de vue sur l'affaire Péchiney : la localisation du délit d'initié»*, *op. cit.*, p. 621.

<sup>927</sup> L'expression *«l'impérieuse territorialité du droit»* a été utilisée comme titre d'un article écrit par Pierre LOUIS-LUCAS, (Pierre LOUIS-LUCAS *«L'impérieuse territorialité du droit»*, *RCDI* 1935 p. 651).

<sup>928</sup> Xavier BOUCOBZA, *«La loi applicable à l'offre publique d'acquisition»*, *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 1999 n° 1, p. 3.

<sup>929</sup> Aline TENENBAUM, *«La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers»*, *op. cit.*, p. 557 et s.

En raison de la globalisation des marchés financiers, il est nécessaire que les autorités compétentes prennent en considération les réglementations boursières des autres pays concernés par l'opération. Ceci est particulièrement indispensable, comme nous le verrons plus tard, dans le cas d'opérations d'offre publique. En parallèle de cette nécessité, les réglementations nationales tendent à s'appliquer extraterritorialement. En effet, dire que chaque autorité applique uniquement sa propre loi à toute opération effectuée sur le territoire de son pays, est une vision traditionnelle qui ne correspond plus à l'évolution des marchés boursiers. Une analyse purement territoriale ne suffit pas ; elle est, selon certains, impraticable et irrationnelle<sup>930</sup>. Plusieurs auteurs ont d'ores et déjà proposé de re-théoriser la relation entre le territoire et la compétence de l'État à l'ère de la globalisation<sup>931</sup>. Les autorités compétentes appliquent aujourd'hui leurs lois et réglementations non seulement aux opérations comportant des éléments d'extranéité effectuées sur le marché de leurs pays d'origine, mais aussi, dans certains cas, extraterritorialement aux opérations effectuées sur des marchés étrangers. Une telle application peut porter atteinte aux souverainetés d'autres États si elle est pratiquée sans modération.

## **Paragraphe II. L'extraterritorialité du droit boursier américain et français et le risque de conflits de souveraineté**

Si, historiquement, la souveraineté et la compétence sont liées à un territoire donné, qui détermine non seulement l'extension mais aussi les limites de celles-ci, de nos jours, dans une ère d'économie globale, la situation est différente. Les entreprises procèdent fréquemment à la cotation de leurs titres sur plusieurs marchés boursiers, influençant ainsi les économies nationales des pays des marchés concernés. L'extension au niveau mondial des activités boursières, signifie que plusieurs États souverains se partagent l'intérêt de réglementer ces activités. En d'autres termes, la

---

<sup>930</sup> «it has been found unworkable and irrational to decide jurisdictional competence solely on the basis either of the location of the activity or the status of the persons involved», Donald T. TRAUTMAN, «The Role of Conflicts Thinking in Defining the International Reach of American Regulatory Legislation», *Ohio State Law Journal*, vol. 22 : 586-1961, p. 592

<sup>931</sup> Voir à titre d'exemple : Kal RAUSTIALA, : «Does the Constitution Follow the Flag? The Evolution of Territoriality in American Law», *Law & Society Review*, Vol. 45, No. 2 (JUNE 2011), pp. 511-513 ; Ralf MICHAELS, «Territorial Jurisdiction After Territoriality», in *Globalisation And Jurisdiction*, édité by Piet Jan Slot & Mielle Bulterman (Leiden Kluwer, 2004), p. 120 ; Paul Schiff BERMAN, «The Globalization of Jurisdiction», *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151, NO.2 :311- december 2002.

souveraineté est aujourd'hui de plus en plus partagée entre plusieurs politiques<sup>932</sup> et il est possible que deux États se partagent le contrôle des sociétés multinationales et des activités transfrontalières<sup>933</sup>. Pour pouvoir encadrer l'impact de ces activités sur les marchés boursiers locaux et sur l'économie nationale, certains États essaient d'appliquer leurs droits boursiers de manière extraterritoriale. La divergence entre les systèmes juridiques a nourri le développement de l'extraterritorialité du droit. Cette application est permise en droit international. L'arrêt Lotus de la Cour permanente de Justice internationale pose, en matière de compétence normative, une présomption de liberté de l'État. La présomption inverse, celle de l'interdiction de l'édiction des normes extraterritoriales à défaut d'une autorisation expresse reçue du droit international, était ainsi écartée<sup>934</sup>.

Le défi provoqué par l'application extraterritoriale du droit boursier est celui de savoir comment l'État peut réglementer l'activité boursière transfrontalière dans un système qui définit la souveraineté réglementaire comme une prérogative territoriale. Si l'extraterritorialité change notre compréhension de la souveraineté (A), il ne faut pas croire que la souveraineté de l'État soit en déclin. La souveraineté est décrite comme la marque de la politique de l'économie internationale moderne<sup>935</sup>. C'est justement parce que cette conception inspire encore un grand nombre de systèmes juridiques, que l'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations transnationales pose, aux États, des défis considérables, car une telle autorité n'est plus le droit d'un seul État (B).

### **A. L'extraterritorialité comme un outil de compétence change la notion de la souveraineté**

La globalisation entraîne une profonde interconnexion entre les marchés financiers, dans

---

<sup>932</sup> Dominique CARREAU et Patrick JUILLARD considèrent que, dans le modèle du capitalisme libéral ou autrement dit de l'économie de marché qui règne sur les relations internationales économique, si l'égalité entre États demeure, la souveraineté, elle, s'efface progressivement, Dominique CARREAU et Patrick JUILLARD, *Droit international économique*, Dalloz, 5ème édition 2013, p. 28.

<sup>933</sup> David M. Gomez, «Extraterritoriality in Competition Law and Globalization: Square Peg in a Round Hole?», In Reading for the LLM in International Trade Law By Distance Learning Program, University of Northumbria, August 2005, available at: <https://translate.google.fr/?hl=fr#en/ar/https%3A%2F%2Fwww.pdfFiller.com%2F258915175---Extra-territoriality-the-Effects-Doctrine-in-Globalization-Square-Pegs-in-a-Round-Hole-Variou-Fillable-Forms>.

<sup>934</sup> Hervé ASCENSIO, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», *op. cit.*

<sup>935</sup> Alan HUDSON, «Beyond the Borders: Globalisation, Sovereignty and Extra-Territoriality», *Geopolitics*, Volume 3, Issue 1, p. 89, 1998.

laquelle l'identité des activités boursières devient transnationale. Parce que les activités boursières dépassent les limites territoriales de l'État, les réglementations boursières devront nécessairement suivre ces activités. Une approche conforme à la trans-nationalité des activités doit donc être adoptée. Les principes de compétence internationale, ne devraient pas être considérés comme obstacles empêchant le développement des solutions nécessaires à l'évolution des activités boursières et des manquements boursiers<sup>936</sup>. Une telle vision sacrifie les avantages réglementaires et ne tient pas compte des nombreux changements apportés à la notion de souveraineté dans le contexte mondial<sup>937</sup>.

Selon une partie de la doctrine, avec la globalisation et la trans-nationalisation, le concept de souveraineté est devenu flexible et la notion de compétence se détache lentement du territoire<sup>938</sup>. Les limites territoriales traditionnelles de la compétence deviennent soit impossibles, soit dépourvues de sens. La politique boursière d'un État ne peut pas être pleinement mise en œuvre, de nos jours, sans répercussions transnationales. De plus, certains auteurs considèrent que le principe de territorialité constitue un danger pour les marchés boursiers globaux<sup>939</sup>. Les marchés boursiers sont sensibles aux activités effectuées à l'étranger et aux comportements des acteurs qui n'ont pas de présence locale. Pour les États, il est nécessaire d'appliquer leurs lois aux opérations extraterritoriales sur le fondement des dommages, causés par ces opérations, sur leurs territoires. L'affirmation de la compétence sur une base extraterritoriale est donc une conséquence logique, puisque de nombreuses activités boursières auront des effets bien au-delà des limites géographiques des pays où elles sont effectuées<sup>940</sup>. L'application extraterritoriale des lois nationales est donc un

---

<sup>936</sup> Voir dans ce sens : Hannah L. BUXBAUM, «Transnational regulatory litigation», *Virginia Journal Of International Law*, Vol. 46, issue 2 : 251-2006.

<sup>937</sup> Ibid.

<sup>938</sup> Kal Raustiala Considère que «*Globalization..... is rapidly eroding the significance of territorial boundaries..... It is indisputable that territoriality is decreasingly important as a jurisdictional principle. US domestic rules of jurisdiction long ago deemphasized strict territoriality in favor of more flexible, functional concepts such as «interests analysis» and «minimum contacts. Since the 1940s, [securities laws] have been frequently understood to have extraterritorial effect... In short, territoriality has been slowly unbundled from sovereignty»*», Kal RAUSTIALA, «The evolution of territoriality, International relation and american law», *University Of California, Los Angeles School Of Law, Public Law & Legal Theory Research Paper Series*, January 2005, p. 4, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=700244](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=700244).

<sup>939</sup> John G. MOON, «The dangerous territoriality of american securities law : A proposal for an integrated global securities market», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 21 : 131-2000, p. 135.

<sup>940</sup> Paul Schiff BERMAN, «From international law to law and globalization», *Columbia Journal Of Transnational Law*, 43:485-2005.

mécanisme de régulation utilisé par les États pour maîtriser les activités économiques. Par conséquent, «*In fundamental ways, then, the growing literature on jurisdiction and globalization moves away from territory, and territory-based concepts of regulatory power, as the basis for defining the scope of lawmaking authority*»<sup>941</sup>.

Si l'application extraterritoriale de la compétence remet en question la souveraineté territoriale des États, il ne faut pas présumer que la souveraineté étatique est morte. Cette dernière est largement respectée aujourd'hui par tous les États. Alors que certains pays, en particulier les États-Unis, tentent toujours d'appliquer leurs lois de manière extraterritoriale, en profitant d'une certaine puissance économique et/ou politique, une application extensive des lois nationales reste largement critiquée par la communauté des nations.

Malgré les changements pragmatiques, au cours des dernières décennies, dans le secteur financier et la volonté de concevoir la souveraineté de façon non territoriale, il s'avère difficile de réconcilier la compétence juridique avec la mise en œuvre de formes «non territoriales» ou «déterritorialisées» de la souveraineté nationale<sup>942</sup>. Comme l'explique Suzanne E. Gordon, «*la revendication de la compétence juridique établit la souveraineté de manière territoriale. D'ailleurs, négliger le sous-texte territorial de la compétence juridique serait ignorer les graves conséquences politiques et économiques qui en découlent*»<sup>943</sup>. Autrement dit, même si la globalisation financière, et l'application extraterritoriale inévitable des lois nationales qui en découle, érodent la souveraineté territoriale des États, ceux-ci gardent toujours leurs pouvoirs dans la pratique. Au sein de l'Union européenne, l'application extraterritoriale de la loi d'un État membre sur le territoire d'un autre État est volontairement acceptée. C'est une application douce de l'extraterritorialité. Cette extraterritorialité douce ne soulève normalement pas (ou rarement) de problèmes<sup>944</sup>. La loi d'un État membre est appliquée sur le territoire d'un autre État par courtoisie. Il s'agit d'une *concession bénévole* dans un esprit de coopération, chaque État souverain étant maître de son usage et de ses limites<sup>945</sup>. Ainsi, chaque État garde sa souveraineté et préserve ses pouvoirs de décision et d'action. La souveraineté continue donc d'être un concept pertinent en termes politiques, sociaux,

---

<sup>941</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Territory, Territoriality, and the Resolution of Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p. 634.

<sup>942</sup> Suzanne E. GORDON, «Changing Concepts of Sovereignty and Jurisdiction in the Global Economy: Is there a Territorial Connection?», *op. cit.*, p. 1.

<sup>943</sup> *Ibid.*, p. 1.

<sup>944</sup> Brigitte STERN, «Une tentative d'élucidation du concept d'application extraterritoriale», *Revue québécoise de droit international* III, p. 49-1986, voir page 64 et s.

<sup>945</sup> Voir dans ce sens Bernard AUDIT, *Droit international privé*, Economica, *op. cit.*, p. 75.



économiques et même culturels<sup>946</sup>. C'est sûrement un avantage pour la communauté internationale car cela permet de préserver des cultures réglementaires locales disparates. C'est justement parce que chaque État souhaite rester maître de sa souveraineté, que l'application extraterritoriale acerbe, autoritaire et agressive du droit (au contraire de l'application extraterritoriale douce) soulève des problèmes. L'extraterritorialité reste donc un sujet controversé.

## **B. L'application extraterritoriale agressive du droit boursier viole la souveraineté étatique**

Malgré la présomption de territorialité du droit boursier, certaines autorités l'ont appliqué aux opérations boursières qui se déroulent dans d'autres pays. C'est particulièrement le cas aux États-Unis : alors qu'ils ne sont pas les seuls à affirmer la compétence extraterritoriale, ils sont la source la plus prolifique de lois, réglementations et mesures d'exécution extraterritoriales<sup>947</sup>. Historiquement, les États-Unis sont le pays le plus *agressif* dans l'application de ses lois de manière extraterritoriale<sup>948</sup>. Cette manière agressive d'appliquer le droit boursier pose des problèmes puisqu'il semble que soit reconnue, en droit international, une certaine extraterritorialité des lois nationales. Selon le Professeur ASCENSIO, «*les États s'accommodent des pratiques actuelles d'extraterritorialité, malgré quelques protestations officielles*»<sup>949</sup>.

L'objectif d'une telle application extraterritoriale du droit boursier est rarement indiqué, mais les autorités compétentes se basent généralement sur la nécessité de protéger les investisseurs ainsi que l'intégrité des marchés nationaux, ce qui leurs permet d'étendre leurs lois extraterritorialement chaque fois que cet objectif est menacé. Plusieurs arguments ont été avancés par la doctrine en faveur d'une telle application extraterritoriale. Certains auteurs font valoir que l'application extraterritoriale du droit boursier ne viole pas la courtoisie internationale, ne crée pas de conflits de souveraineté avec les autres pays et n'interfère pas dans leur politique économique ou réglementaire, et ce, parce qu'aucun pays n'a l'intention de laisser ses nationaux effectuer des transactions frauduleuses. Comme les abus des marchés prennent une dimension transfrontalière, l'extraterritorialité devient donc nécessaire pour prévenir la fraude sur les marchés mondiaux. Les

<sup>946</sup> Suzanne E. GORDON, «Changing Concepts of Sovereignty and Jurisdiction in the Global Economy: Is there a Territorial Connection?», *op. cit.*, p. 2.

<sup>947</sup> David H. SMALL, «Managing Extraterritorial Jurisdiction Problems: The United States Government Approach», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 50, No. 3, (Summer, 1987), pp. 283-302.

<sup>948</sup> David M. Gomez, «Extraterritoriality in Competition Law and Globalization: Square Peg in a Round Hole?», *op. cit.*

<sup>949</sup> Hervé ASCENSIO, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», *op. cit.*, p. 2.

juridictions américaines considèrent que l'application extraterritoriale du droit boursier américain, en particulier les dispositions anti-fraude, est nécessaire afin que les US ne deviennent pas une place pour commettre les fraudes sur les marchés étrangers. L'extension des dispositions nationales aux opérations frauduleuses effectuées sur des marchés étrangers incitera les autres pays à faire de même et permettra d'une certaine manière de lutter contre la fraude au niveau global<sup>950</sup>.

D'ailleurs, dès lors qu'il s'agit de moraliser les activités économiques, le droit américain connaît peu de limites spatiales<sup>951</sup>, y compris dans des conflits qui n'ont qu'un lien de rattachement marginal avec les États-Unis<sup>952</sup>. Dans cette perspective, un autre argument peut être avancé : l'extension extraterritoriale des dispositions de déclaration d'informations assure une meilleure protection aux investisseurs au niveau mondial et garantit l'exactitude des informations publiées sur les marchés mondiaux. Cela va sans doute renforcer le bien-être économique au niveau global. L'intérêt d'une telle expansion va donc être ressenti par tous les marchés boursiers. L'application de ces dispositions à des entreprises étrangères est, selon certains auteurs, une pratique qui aide à développer le système financier mondial<sup>953</sup>, favorise la production de la richesse globale, promeut des bonnes relations économiques à l'étranger et crée une possibilité de réciprocité dans d'autres domaines<sup>954</sup>. Il sert également les valeurs cosmopolites de nombreux américains qui ont le souci du bien-être des personnes vivant à l'extérieur des États-Unis<sup>955</sup>.

Malgré ces considérations théoriques en faveur d'une application extraterritoriale du droit boursier, la pratique montre que, l'extension agressive et incohérente des lois nationales, a pour conséquence d'entretenir des relations extérieures tendues avec les autres pays<sup>956</sup>. En effet, une telle

---

<sup>950</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p. 99 and 100.

<sup>951</sup> Il y a là, comme l'écrit un auteur, «une situation hégémonique des Américains, ils développent leur droit au-delà des frontières au nom de bons principes», MOUSTAFA Alexandre, «Ces lois américaines qui font frémir les entreprises françaises», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 15.

<sup>952</sup> Hubert DE VAUPLANE, «Les entreprises européennes face à l'extraterritorialité du droit américain», *Revue Banque*, mai 2010, n° 724, p. 78.

<sup>953</sup> Eric C. Chaffee, «A Call for Legislative Reform: Expanding the Extraterritorial Application of the Private Rights of Action Under Federal Securities Law While Limiting the Scope of Relief Available», *op. cit.*, p. 6, considérant que : «By maintaining broad extraterritorial application of its securities law, the United States can help to establish a floor for regulation that will assist in limiting systemic risk and stabilizing global securities markets by ensuring coherence in international securities law, rather than creating an inconsistent patchwork of regulation».

<sup>954</sup> Merritt B. Fox, «Securities Class Actions Against Foreign Issuers», *op. cit.*, p. 1212.

<sup>955</sup> *Ibid.*, p. 1212.

<sup>956</sup> Voir dans ce sens : The Harvard Law Review Association, «Predictability and Comity: Toward Common Principles

approche est inconsistante et extensive. Elle produit des conflits avec les autorités étrangères, ainsi que des chevauchements de compétence coûteux et inutiles. L'application extraterritoriale du droit boursier à une transaction transfrontalière, donne lieu à une violation de la courtoisie internationale et cause des conflits de souverainetés, puisqu'une telle application interfère avec la capacité pour les autres États de réglementer leurs propres marchés boursiers.

Chaque État adopte les normes juridiques approprié pour la protection de ses investisseurs et ses marchés boursiers. L'intrusion dans la politique nationale définissant la réglementation économique locale constitue une menace à la souveraineté économique. Aucun pays ne détient le monopole sur la régulation des marchés boursiers mondiaux. Les normes susmentionnées diffèrent d'un pays à l'autre et sont surveillées avec des degrés d'urgence différents. À titre d'exemple, certains pays exigent la divulgation au public d'informations très détaillées lors d'une OP ; d'autres pays sont sensiblement moins exigeants ; d'autres suivent une politique différente en exigeant la divulgation d'informations abondantes aux autorités compétentes qui ne sont pas divulguées au public. Autrement dit, le recours à la déclaration directe faite aux autorités compétentes par les banques, les émetteurs et les intermédiaires est considéré comme réduisant la nécessité d'une vaste divulgation publique<sup>957</sup>. C'est également le cas en matière de réglementation et de supervision des agences de notation où l'Autorité européenne des marchés financiers remarque des différences fondamentales entre les régimes américain et européen. En particulier, l'AEMF note qu'aux États-Unis, l'approche repose très largement sur la divulgation initiale et détaillée faite au cours du processus de demande, démontrant les politiques fondamentales que le demandeur est tenu d'adopter, qui doivent être tenues à jour et dont l'exactitude doit être certifiée annuellement<sup>958</sup>. Un autre exemple est celui des abus de marché. En effet, il n'y a pas de consensus entre les différentes autorités de régulation sur ce qui peut constituer un tel abus. Un acte peut être autorisé selon le lieu où il est commis et interdit là où il produit ses effets. Certains pays peuvent tolérer tel ou tel manquement, réprimé dans d'autres pays, afin d'attirer les émetteurs sur leurs marchés boursiers. Plusieurs autorités ont exprimé leur mécontentement par rapport à l'application extraterritoriale du droit boursier américain<sup>959</sup>, en considérant qu'une telle ingérence pouvait interférer avec les mesures

---

of Extraterritorial Jurisdiction», *Harvard Law Review*, Vol. 98-1985, p. 1310.

<sup>957</sup> Stevan SANSDBERG, «The Extraterritorial Reach of American Economic Regulation: The Case of Securities Law», *Harvard International Law Journal*, Vol. 17- 1976, p. 326-327.

<sup>958</sup> Committee Of European Securities Regulators, Technical Advice to the European Commission on the Equivalence between the US Regulatory and Supervisory Framework and the EU Regulatory Regime for Credit Rating Agencies, 21 May 2010.

<sup>959</sup> Voir à titre d'exemple les mémoires d'*amicus curiae* présentés par certains gouvernements, associations et parties

particulières élaborées par ces autorités pour traiter le préjudice résultant d'un manquement donné. Ce mécontentement ainsi exprimé, sert à signaler les problèmes potentiels qui se produiraient suite à l'affirmation de compétence par les autorités américaines.

L'adoption par un État donné, d'une politique extraterritoriale dans l'application de son droit boursier reflète une politique paternaliste ou signifie que ledit État n'a pas confiance dans les réglementations boursières élaborées par les autres pays. Il procède donc, à l'application extraterritoriale de ses lois pour protéger ses nationaux et ses entreprises, dans leurs opérations effectuées sur un marché étranger, ou encore pour réprimer la fraude commise sur les marchés mondiaux. Toutefois, non seulement les autres pays ont intérêts à préserver leurs pratiques et politiques locales spécifiques à une question donnée et à développer leurs régimes réglementaires boursiers conformément à leurs cultures juridiques (ce qui constitue une caractéristique essentielle de la souveraineté économique de l'État), mais l'état actuel des choses montre aussi que de nombreux pays ont aujourd'hui un régime boursier sophistiqué et soigneusement élaboré. Ces derniers garantissent aux investisseurs et aux sociétés un niveau de protection contre la fraude aussi important que celui adopté par des pays très protectionnistes tels que les États-Unis<sup>960</sup>, même si le degré de rigueur ou les moyens choisis ne sont pas les mêmes. L'adoption d'une vision extensive de l'étendue du droit boursier national, inciterait les autres pays à réagir contre une telle mesure ou à adopter la même politique expansionniste. Il est difficile d'imaginer le chaos juridique que produirait l'adoption, par plusieurs pays, d'une telle vision impérialiste. La Cour Suprême américaine a considéré que *«nous ne devrions pas oublier que tout contact que nous estimons suffisant pour justifier l'application de nos lois à une transaction étrangère sera logiquement aussi un mandat pour un pays étranger à appliquer son droit à une opération américaine»*<sup>961</sup>. Alors qu'elle est utilisée pour atteindre des objectifs sains, à savoir la protection des investisseurs et des marchés boursiers, l'application extraterritoriale extensive du droit boursier est déraisonnable, car elle peut conduire à des résultats indésirables. La sobriété est donc nécessaire si l'on veut éviter les conflits entre les souverainetés et promouvoir un régime de réglementation mondiale plus unifié.

---

privées dans l'affaire Morrison précisant leurs objections à la déclaration de compétence par les juridictions américaines.

<sup>960</sup> Voir dans ce sens, Bertrand FAGES et Christophe PERCHET, «Les foreign cubed class actions après les arrêts Morrison et Vivendi», *op. cit.*, p. 742, considérant que sur le fond, l'article 10(b) de la loi *Securities Exchange Act* «ne confère pas aux investisseurs de protection fondamentalement supérieure à celle existant dans les droits boursiers des autres pays développés».

<sup>961</sup> Lauritzen v. Larsen, 345 U.S. 571, 582 (1953).

D'autres problèmes apparaissent lorsque, si nous reprenons l'exemple de l'OP susmentionné, un État A, qui essaie d'appliquer ses lois de manière extraterritoriale, demande aux émetteurs ou aux intermédiaires la communication des informations qu'un État B, où l'opération est effectuée, pourrait considérer comme étant une communication de documents et de renseignements d'ordre économique. Cela peut conduire l'État B à édicter des lois de blocage qui permettent à ses sociétés et à ses citoyens de désobéir à l'application extraterritoriale des lois de l'État A. Souvent, dans de tels cas, les investisseurs et les sociétés se trouvent obligés de respecter les réglementations d'un pays au risque de violer les réglementations de l'autre, ou à effectuer leurs opérations sur l'un des deux marchés pour éviter une conciliation coûteuse entre des réglementations boursières différentes. Certains auteurs prétendent que l'application des dispositions anti-fraude ne devrait pas produire de tels effets dans la mesure où les comportements frauduleux sont punis dans tous les pays<sup>962</sup>, mais un tel argument peut être facilement écarté. En effet, aucun État n'accepterait que ses nationaux ayant commis des fraudes sur leurs propres marchés soient sanctionnés par un État étranger ; ni que des transactions majoritairement effectuées sur leurs marchés soient soumises aux contrôles d'un autre État.

L'extraterritorialité présente également d'autres dangers pour les opérateurs du marché. Dans le cas par exemple du droit boursier américain, l'application extraterritoriale à l'égard des transactions principalement étrangères a conduit, plusieurs émetteurs étrangers à exclure les investisseurs américains de leurs offres, afin d'éviter l'application du droit boursier américain. L'application extraterritoriale peut également être dangereuse pour les sociétés américaines qui détiennent des capitaux partout dans le monde. Les États, mécontents de l'application extraterritoriale du droit américain, peuvent prendre des mesures qui contribueraient à augmenter les coûts des opérations effectuées par les entreprises américaines<sup>963</sup>, ce qui impacterait la capacité

---

<sup>962</sup> Un auteur a estimé que l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude américaines, figurant dans l'article 10b, ne produit pas de conflits avec la politique réglementaire d'autres pays parce que, la fraude est largement reconnue comme étant un délit. Il a considéré que *«other nations may set more lenient standards of conduct and stricter requirements of proof than are imposed by rule 10b-5, but those standards and requirements do not call for conduct inconsistent with the conduct called for by rule 10b-5. The application of those standards and requirements may produce different results than the application of rule 10b-5, but the differences do not represent any significant policy of the other nations. Certainly it cannot be said generally that other nations have made conscious decisions that their national interest is best served by the imposition of lower standards of conduct and stricter requirements of proof than those imposed by rule 10b-5. Those nations do not, then, have strong interests in the application of their own standards rather than 10b-5 standards in cases involving Americans and their own nationals»*, Comment, «The Transnational Reach of Rule 10b-5», *op. cit.*, p. 1399.

<sup>963</sup> Eric SIEGMUND, «Extraterritoriality and the Unique Analogy Between Multinational Antitrust and Securities Fraud Claims», *Virginia Journal of International Law*, Vol. 51:1047-2011, p. 1079.

des entreprises américaines à participer aux opérations boursières transnationales. Comme l'a très justement exprimé la Cour Suprême américaine «*We cannot have trade and commerce in world markets and international waters exclusively on our terms, governed by our laws, and resolved in our courts*»<sup>964</sup>. Il en serait de même pour les entreprises étrangères, qui pourraient se retrouver soumises à certaines dispositions boursières américaines bien que n'ayant effectué aucune transaction aux États-Unis. Une telle pratique met les entreprises dans des situations délicates car elles doivent respecter des réglementations parfois inconciliables. Ce chevauchement de réglementations, coûteux et inutile, entrave la libre circulation des capitaux à travers les frontières et n'assure pas de prévisibilité juridique, dans la mesure où les parties ne peuvent pas anticiper les conséquences juridiques de leurs activités.

Certains problèmes sont d'ordre procéduraux<sup>965</sup>. Même si les règles de fond sont similaires, des différences dans les procédures peuvent refléter de profondes divergences quant aux moyens appropriés utilisés par tel ou tel pays pour redresser les manquements boursiers. La procédure de *class action* américaine est un exemple typique de ces divergences : certains aspects de cette procédure sont considérés comme incompatibles avec l'ordre public d'autres pays, comme par exemple le mécanisme de l'*opting out*, ou comme les questions de frais de procédure, honoraires des avocats, fixation des dommages-intérêts, etc. Certains pays voient en ces différences de procédure une ingérence significative dans leurs prérogatives souveraines, car le recours, devant les juridictions américaines, à cette procédure peut freiner le développement de leurs propres systèmes judiciaires<sup>966</sup>.

De surcroît, même lorsqu'un jugement est rendu, reste à régler le problème d'exécution de ce jugement. Il est quasiment impossible que les autorités de l'État A procèdent à l'exécution d'un jugement rendu par les autorités de l'État B, si les unes contestent la compétence des autres. À titre d'exemple, dans l'affaire *United States v. Imperial Chemical Industries Ltd*<sup>967</sup>, le juge Ryan a estimé que l'ordre donné par la cour, dans le but d'éliminer les effets néfastes sur le commerce des États-Unis, ne devait pas être considéré comme une intrusion à l'autorité d'autres pays<sup>968</sup>. Cependant, les

---

<sup>964</sup> *Bremen v. Zapata Off-Shore Co.*, *op. cit.*

<sup>965</sup> Comme nous le verrons dans le deuxième chapitre de ce titre, les soucis considérables que posent les différences procédurales entre les systèmes juridiques, vont être diminués dans la mesure où ces derniers évoluent vers l'adoption de mécanismes similaires, créant l'espoir d'un accord futur.

<sup>966</sup> Eric SIEGMUND, «Extraterritoriality and the Unique Analogy Between Multinational Antitrust and Securities Fraud Claims», *op. cit.*, p. 1076 and s.

<sup>967</sup> *United States v. Imperial Chemical Industries Ltd*, 105 F. Supp. 215 (S.D.N.Y. 1951).

<sup>968</sup> *Ibid.* : «*it is not an intrusion on the authority of a foreign sovereign for this court to direct that steps be taken to*

ordres contenus dans cette décision ont été ignorés par la Cour d'appel d'Angleterre sous prétexte qu'ils prétendaient «*affirmer une compétence extraterritoriale dont les cours de ce pays ne peuvent pas reconnaître...*»<sup>969</sup>.

Il résulte de ce qui précède, que la manière dont est mis en œuvre l'extraterritorialité en droit boursier peut affecter les relations amiables entre les États et l'efficacité de l'exécution des lois boursières nationales. Elle interfère avec les objectifs réglementaires des États souverains et détruit l'esprit de coopération permettant de résoudre les problèmes boursiers internationaux et de limiter les conflits de compétence sur les marchés mondiaux. L'application extraterritoriale du droit boursier est certes inévitable à une époque de globalisation financière, mais elle doit s'effectuer en respectant deux objectifs : l'augmentation de l'efficacité des réglementations boursières nationales et le respect des principes du droit international, qui assurent le maintien de l'ordre au sein de la communauté internationale. Compte-tenu de l'hostilité que rencontre l'extraterritorialité du droit boursier, des problèmes qui en découlent et des deux objectifs énoncés plus haut, l'application extraterritoriale doit être mise à l'écart, dès lors que l'opération boursière en question soulève un conflit avec les autres États souverains, en vertu d'une présomption contre l'application extraterritoriale du droit boursier.

---

*remove the harmful effects on the trade of the United States».*

<sup>969</sup> British Nylon Spinners Ltd. v. Imperial Chemical Industries Ltd., [1953] 1 Ch.19. (CA). M. Juge Rolls répondait au M. juge Ryan par les termes suivants: «*If by that passage the learned Judge intended to say (as it seems to me that he did) that it was not an intrusion on the authority of a foreign sovereign to make directions addressed to that foreign sovereign or to its courts or to nationals of that foreign Power effective to remove (as he said) 'harmful effects on the trade of the United States', I am bound to say that, as at present advised, I find myself unable to agree with it».*

## Section 2. L'extraterritorialité et l'adaptation des systèmes juridiques à la globalisation des marchés financiers

Actuellement, de nombreux États ont pris conscience que la nature des activités exercées aujourd'hui sur les marchés financiers, caractérisées par leurs internationalités, exige l'édition de nouvelles normes ou une interprétation modérée ou flexible des normes déjà en vigueur qui dépassent les restrictions du principe de territorialité. L'élaboration de normes à vocation universelle, applicables dans tout les pays, constitue, aujourd'hui semble-t-il, le principal défi des législateurs et des places financières<sup>970</sup>. Les lois nationales doivent être en mesure de suivre l'évolution rapide des marchés financiers. Ces derniers ont effectivement *«fait l'objet d'une évolution similaire en France, en Europe et aux États-Unis en raison de la mondialisation des échanges économiques»*<sup>971</sup>. Ainsi, aux États-Unis par exemple, en l'absence de toute intention claire du Congrès, les cours américaines interprètent le principe de territorialité de telle manière, que leur interprétation revêt un caractère extraterritorial. Si elles avaient, traditionnellement, affirmé que les lois de 1933 (*the Securities Act*) et de 1934 (*the Securities Exchange Act*) n'accordaient pas de compétence extraterritoriale, elles ont, toutefois, exercé leur compétence, dans plusieurs affaires récentes, à l'égard d'activités effectuées en dehors des États-Unis, en se basant sur le fait qu'elles violaient les législations américaines et portaient préjudice à des investisseurs américains.

Il est fréquent aujourd'hui, qu'une société cotée en bourse se retrouve avec des actionnaires dispersés sur plusieurs pays, autres que celui du siège social de la société ou de cotation de ses titres<sup>972</sup>. Le problème auquel se heurte cette société est de savoir quel droit sera compétent pour régler une offre publique qu'elle souhaite lancer et quel droit sera applicable à une opération d'achat/vente effectuée sur ses titres ? De même, le régulateur boursier a été appelé, au moment où

---

<sup>970</sup> Didier MARTIN, «3 QUESTIONS Extraterritorialité : anticiper et gérer», *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 11, 17 Mars 2016, p. 223.

<sup>971</sup> Nicolas BOITTIN, «La notion de marché financier en France et aux États-Unis», *op. cit.* Selon l'auteur, malgré ce développement parallèle, un certain nombre de divergences persiste puisque *«le droit américain apparaît comme un moyen au service de l'intérêt financier et économique des marchés alors que le droit français se présente davantage comme un moyen de contenir et rationaliser le monde financier»*.

<sup>972</sup> Le considérant 2 de la directive MIF constate cette tendance vers les marchés et produits étrangers : *«Depuis quelques années, les investisseurs font davantage appel aux marchés financiers, où ils trouvent un éventail élargi de services et d'instruments, dont la complexité s'est accrue. Cette évolution justifie une extension du cadre juridique communautaire, qui doit englober toutes les activités offertes aux investisseurs»*, Directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers, *op. cit.*



les marchés financiers sont devenus interconnectés et interdépendants, à adapter son mandat de protection des investisseurs et des marchés locaux, avec la tendance accrue des investisseurs locaux à diversifier leurs portefeuilles avec des titres issus de différents marchés boursiers, et avec l'intérêt économique national représenté par l'ouverture des marchés intérieurs aux émetteurs étrangers<sup>973</sup>.

Jusqu'à présent, chaque pays adopte les critères qu'il estime adaptés à ses intérêts nationaux. De ce fait, malgré l'évolution similaire des marchés financiers en France et aux États-Unis, certaines divergences persistent. D'un côté, l'ouverture du droit américain à l'internationalité est une chose ancienne, liée aux raisons et au moment de la promulgation des lois de 1933 et de 1934, tandis que le droit français et européen ont reconnu cette mutation vers l'internationalisation plus tard. Par conséquent, l'évolution similaire n'est pas synchrone. De l'autre côté, les bourses américaines ont pendant longtemps dominé comme étant les places financières les plus importantes au niveau mondial. Dès lors, l'influence du système et des pratiques boursiers américains sur les autres droits est plus intelligible que celle du droit français. Enfin, «*l'approche du droit américain est économique alors que l'objectif du droit français est de rationaliser les marchés financiers et les risques qu'ils impliquent*»<sup>974</sup>. Pour cette raison, le droit boursier américain a connu une application extraterritoriale beaucoup plus importante que le droit boursier français. La tendance à l'extraterritorialité de ce premier a marqué les réglementations boursières mondiales. La recherche de la protection des intérêts des marchés américains et des investisseurs sur ces marchés, lui a permis d'assurer une application, non seulement sur les opérations effectuées sur les marchés américains et comportant des éléments d'extranéité, mais aussi sur les transactions effectuées sur des marchés étrangers. Cependant, la concentration du droit boursier français, sur la rationalisation des marchés boursiers et les risques qui leurs sont associés, lui a donné un champ d'application principalement territoriale malgré une tendance récente à l'extraterritorialité.

### **Paragraphe 1. La tendance à l'extraterritorialité du droit boursier américain**

L'objectif principal des réglementations boursières américaines est de protéger les intérêts économiques des marchés américains et les investisseurs sur ces marchés. Le droit boursier

---

<sup>973</sup> Bevis LONGSTRETH, «A Look at the SEC's Adaptation to Global Market Pressures», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 33:319-1995.

<sup>974</sup> Nicolas BOITTIN, «La notion de marché financier en France et aux États-Unis», *op. cit.*

américain, comme décrit par plusieurs auteurs, a une approche paternaliste de la protection des marchés et des investisseurs<sup>975</sup>. Ainsi, «*firms wishing to buy or sell stocks to the public, or in a way that impacts the US economy, are not permitted to bargain with investors individually or to negotiate independently rules governing the quality of information they may provide investors. Instead, a mandatory set of rules applies*»<sup>976</sup>.

Les moyens donnés par le droit pour protéger les intérêts susmentionnés sont principalement les obligations d'enregistrement, de divulgation d'informations et les dispositions anti-fraude (ces dernières dispositions seront examinées dans le deuxième chapitre de ce titre). Le respect du droit boursier américain passe par l'exigence d'enregistrement et de divulgation d'informations financières et commerciales correctes<sup>977</sup>, qui permettent aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause<sup>978</sup>. La loi SA détermine les informations à publier lors d'une opération d'OP. La loi EA détermine les informations financières et commerciales à publier par le biais de rapports périodiques, par un émetteur qui a procédé à l'enregistrement d'une OP en vertu de la loi SA ou, qui possède des titres admis aux négociations sur un marché américain en vertu de la loi EA. Les obligations d'enregistrement et de divulgation d'informations des deux lois sont rédigées de manière suffisamment flexible pour couvrir, non seulement les transactions effectuées aux États-Unis, indépendamment des éléments d'extranéité leurs rattachant à d'autres juridictions, mais aussi des transactions extraterritoriales. À propos de ces dernières, les critères de la nationalité de l'investisseur et de l'utilisation des MMIC donnent à ces obligations un champ d'application extraterritorialement le plus étendu.

---

<sup>975</sup> Chris BRUMMER, «Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws», *op. cit.*, p. 1440.

<sup>976</sup> *Ibid.*, p. 1440.

<sup>977</sup> Hughes Hubbard & Reed LLP, «U.S. Securities Regulation of Foreign Private Issuers», April 15, 2005, *Hughes Hubbard & Reed LLP*, available at : <https://www.hugheshubbard.com/>.

<sup>978</sup> En effet, ces deux obligations sont fortement liées puisque l'objectif de l'exigence d'enregistrement est de garantir un meilleur respect à l'obligation de divulgation d'informations. Dans l'affaire *Europe and Overseas Commodity Traders, SA v Banque Paribas London*, *op. cit.*, la Cour a jugé que le «*Congress passed the registration provisions "to assure full and fair disclosure in connection with the public distribution of securities. Through mandatory disclosure, Congress sought to promote informed investing and to deter the kind of fraudulent salesmanship that was believed to have led to the market collapse of 1929*».

## A. L'application aux opérations effectuées aux États-Unis comportant des éléments d'extranéité

Ordinairement, il n'existe pas d'exemption générale qui permette aux émetteurs étrangers effectuant des opérations boursières aux États-Unis, d'échapper aux réglementations boursières américaines. Dès lors que leurs titres sont offerts ou négociés aux États-Unis, ils doivent respecter lesdites réglementations<sup>979</sup>. Une cour a jugé que :

*«The registration provisions are thus prophylactic in nature. [...] Specifically, the registration provisions are designed to prevent the offer of securities in the United States securities market without accompanying standardized disclosures to aid investors, a course of conduct. This conduct, in turn, has the effect of creating interest in and demand for unregistered securities. To avoid this result, in keeping with Congress's purpose, the registration provisions should apply to those offers of unregistered securities that tend to have the effect of creating a market for unregistered securities in the United States ; and by "creating a market" we do not mean to imply that the conduct must be directed at a large number of people»<sup>980</sup>.*

Les réglementations boursières américaines sont donc applicables à toute opération effectuée aux États-Unis. Celles-ci s'appliquent indépendamment de la nationalité de l'émetteur ou du niveau de protection accordée aux investisseurs par le régulateur de son pays d'origine. Le fait que l'émetteur étranger soit soumis à l'obligation d'enregistrement et aux normes de divulgation d'informations de son pays d'origine, ne répond pas automatiquement aux exigences d'enregistrement et de *reporting* des lois américaines. Au fil du temps, les contraintes réglementaires imposées sur les émetteurs ont augmenté. L'émetteur est également soumis à certaines dispositions de la loi SOX<sup>981</sup> relatives au gouvernement d'entreprise, au renforcement des déclarations au public, aux pratiques comptables et à l'imposition de sanctions civiles et pénales à propos d'actes répréhensibles.

Conformément à l'article 5 de la loi *Securities Act* de 1933, sauf dans le cas d'une exemption applicable, toutes les opérations d'offres et de ventes de titres doivent être enregistrées auprès de la SEC. Cependant, la plupart des ventes de titres, par des personnes autres que l'émetteur, sont

<sup>979</sup> Hughes Hubbard & Reed LLP, «U.S. Securities Regulation of Foreign Private Issuers», *op. cit.*

<sup>980</sup> Europe and Overseas Commodity Traders, SA v Banque Paribas London, *op. cit.*

<sup>981</sup> En règle générale, les dispositions de divulgation, de certification et de gouvernement d'entreprise de la loi SOX sont applicables à tout émetteur qui enregistre ses titres en vertu de la loi EA. En effet, La loi SOX définit l'émetteur comme tout émetteur soumis au reporting requirements de EA sans distinction entre société américaine et société étrangère.

exemptées de la section 5 en vertu de l'article 4(1) de SA. L'objectif principal de la loi SA est de réglementer la vente de titres par les émetteurs<sup>982</sup>. L'objectif de l'article 5 est de garantir, qu'aucune opération sur des valeurs mobilières ne soit effectuée aux États-Unis avant de procéder aux publications demandées par la loi, afin de permettre aux investisseurs de prendre leurs décisions d'investissement en connaissance de cause.

L'article 7(d) de la loi *Investment Company Act*<sup>983</sup> qui régit l'application de cette loi aux sociétés de droit étranger, interdit à toute société d'investissement, qui n'est pas organisée en vertu des lois des États-Unis, d'utiliser les MMIC pour offrir à la vente ou vendre, dans le cadre d'une offre publique, un titre dont elle est l'émetteur, sans la réception d'une autorisation préalable de la SEC. Un émetteur étranger peut donc, être soumis aux dispositions boursières américaines à l'exemple d'un émetteur américain. Tout émetteur qui offre ou vend ses titres au public aux États-Unis, doit déposer une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC en vertu de la *Securities Act*<sup>984</sup>. Cette déclaration d'enregistrement doit être validée par la SEC avant la passation de l'opération. Ensuite, un prospectus contenant un certain nombre d'informations financières et commerciales concernant l'émetteur doit être distribué aux investisseurs, au plus tard à la date de l'opération.

L'enregistrement de l'OP soumettra l'émetteur aux obligations d'information périodique de la loi EA<sup>985</sup>. En outre, tout émetteur qui souhaite coter ses titres sur un marché américain doit enregistrer ses titres en vertu de la loi EA, en déposant une déclaration d'enregistrement auprès de la SEC. L'émetteur peut profiter d'une procédure d'enregistrement simplifiée s'il répond à une exigence de taille et a déposé au moins un rapport annuel en vertu de l'*Exchange Act*<sup>986</sup>. Un émetteur dont la déclaration d'enregistrement a été validée par la Commission, doit déposer auprès de cette dernière les informations supplémentaires et périodiques, les documents et les rapports prévus par la loi EA<sup>987</sup>. Enfin, les opérations de vente au public, par une personne autre que l'émetteur, doivent être enregistrées en vertu de la loi SA si, le détenteur est une filiale de l'émetteur ou si, le détenteur

---

<sup>982</sup> Stephen J. CHOI et Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *op. cit.* p. 207.

<sup>983</sup> Investment Company Act, 15 U.S.C. § 80a-7(d)

<sup>984</sup> Article 5 de la loi *Securities Act*.

<sup>985</sup> Article 15 de la loi *Exchange Act*.

<sup>986</sup> Securities Offering Reform, 70 Fed. Reg. 44722 (Aug. 3, 2005) (codified as amended in scattered parts of 17 C.F.R. Parts 200, 228, 229, 230, 239, 240, 243, 249, and 274).

<sup>987</sup> Article 15 de la loi *Exchange Act*.

a acquit les titres dans une opération non enregistrée dans l'objectif de les revendre au public<sup>988</sup>. Le détenteur sera donc soumis aux obligations de déclaration financière et commerciale et au *reporting system* de la loi EA.

Ainsi, un émetteur étranger qui cherche à vendre ses titres aux États-Unis, est soumis à l'obligation d'enregistrement et à l'obligation de divulgation d'informations prévues par les lois américaines. *Form 20-F* constitue l'obligation de divulgation d'informations principales pour les émetteurs étrangers. Il constitue le document d'enregistrement de la loi SA, le document d'enregistrement et le rapport annuel de la loi EA. En 1999, La SEC a modifié le *Form 20-F* (ces modifications sont entrées en vigueur le 30 septembre 2000) pour lui intégrer les normes internationales d'informations financières adoptées par l'OICV, dans l'objectif de réduire les fardeaux posés sur les émetteurs étrangers souhaitant rentrer sur le marché américain<sup>989</sup>.

## **B. L'application aux opérations effectuées en dehors des États-Unis**

Comme vu dans le premier paragraphe, les réglementations américaines s'appliquent aux opérations effectuées aux États-Unis par un émetteur étranger. C'est le cas lorsque ce dernier, procède à une OP qui doit être enregistrée en vertu de la loi SA, ou lorsqu'il a des titres négociés aux États-Unis et doit donc enregistrer ses titres en vertu de l'article 12(b) ou 12(g) de la loi EA. Cependant, ces réglementations s'appliquent également de manière extraterritoriale aux opérations effectuées en dehors des États-Unis, en particulier, lorsque des titres de l'émetteur étranger sont détenus par des actionnaires américains (les titres de l'émetteur étranger doivent être détenus par au moins 500 personnes dont au moins 300 sont des résidents des États-Unis, et l'émetteur doit posséder un capital égale au moins 10 millions dollars) et lorsque l'opération est effectuée en utilisant les MMIC.

---

<sup>988</sup> Hughes Hubbard & Reed LLP, U.S. Securities Regulation of Foreign Private Issuers, *op. cit.*

<sup>989</sup> SEC, Release No. 33-7745 (International Disclosure Standards) (Sept. 28, 1999), available in 1999 WL 770251 (S.E.C.).

## 1. Les émetteurs étrangers ayant un actionnariat résident aux États-Unis

Les réglementations boursières américaines, sont rédigées de manière suffisamment large pour couvrir des transactions impliquant des entreprises situées à l'extérieur des États-Unis, qui ont des actionnaires américains. Ainsi, certaines opérations boursières survenues sur un marché non américain et impliquant des sociétés non américaines, devraient se conformer à certaines dispositions américaines. Prenons l'exemple d'une OPE lancée par une société de droit étranger sur les titres d'une autre société de droit étranger cotée sur un marché étranger. L'obligation d'enregistrement de la loi SA s'applique à cette offre, sauf dans le cas d'une exemption applicable, si l'offre est adressée également aux actionnaires américains de la cible. La société initiatrice de l'offre doit aussi respecter d'autres obligations concernant l'opération d'acquisition *«which include, among other things, procedural, disclosure and filing obligations and the obligation to make the acquisition offer open to all of the company's shareholders at an identical price»*<sup>990</sup>.

L'article 2(3) de la loi SA définit d'une manière large les activités qui constituent une offre ou une vente de valeurs mobilières<sup>991</sup>. Par conséquent, *«various types of communications that generate a buying interest in a security can qualify as a "sale" or "offer to sell" under U.S. federal securities laws. Soliciting U.S. Target Shareholders to participate in an exchange offer, such as through the mailing of an offer document to solicit interest, would certainly constitute an "offer" of Acquiror Stock in the United States, and the ultimate exchange of Acquiror Stock for Target Stock held by U.S. Target Shareholders using interstate commerce would be considered a "sale" of a security*<sup>992</sup>». Autrement dit, toute communication avec un résident des États-Unis, dans l'objectif de vendre ou d'offrir à la vente une valeur mobilière, peut entraîner l'obligation d'enregistrement de la loi SA.

Du surcroît, lorsque les titres d'un émetteur étranger sont détenus par un certain nombre d'actionnaires américains, ce dernier doit enregistrer ses titres selon la loi EA. L'article 12g-(1) de

---

<sup>990</sup> SHEARMAN & STERLING LLP, «US Securities and NYSE Regulation: A Compliance Manual for Non-US Companies», SHEARMAN & STERLING LLP, September 2014, p. 104, available at: <http://www.shearman.com/en>.

<sup>991</sup> L'article 2-(3) de la loi *Securities Act* dispose que: *«The term "sale" or "sell" shall include every contract of sale or disposition of a security or interest in a security, for value. The term "offer to sell", "offer for sale", or "offer" shall include every attempt or offer to dispose of, or solicitation of an offer to buy, a security or interest in a security, for value»*.

<sup>992</sup> Stephen D. BOHRER, «The Application of U.S. Securities Laws to Overseas Business Transactions», *Stanford Journal of Law, Business & Financ*, Vol 11:126- 2005.

ladite loi, qui a été modifiée<sup>993</sup> en 2012 par la loi *Jumpstart Our Business Startups Act* (la loi JOBS)<sup>994</sup>, prévoit que tout émetteur qui s'engage dans une opération affectant l'«*interstate commerce*», ou dont les titres sont négociés en utilisant les MMIC, doit enregistrer ses titres auprès de la SEC si (i) il a plus de 10 millions dollars d'actifs et (ii) ses titres objet de l'opération, sont détenus par soit 2000 personnes ou 500 personnes qui ne sont pas qualifiées comme *accredited investors*. L'émetteur peut se retrouver soumis, involontairement, à l'obligation d'enregistrement et de reporting «*whether or not that class of securities is listed on a national securities exchange*»<sup>995</sup>.

La SEC a adopté la règle 12g3-2(a). Selon cette règle, un émetteur étranger qui n'a jamais fait une offre publique aux États-Unis ou coté ses titres sur un marché américain, peut être soumis à l'obligation d'enregistrement de la loi EA, si ses titres sont détenus par au moins 300 américains<sup>996</sup> et s'il a plus de 10 millions de dollars en actif total<sup>997</sup>. Le retrait des titres de la cote aux États-Unis, ne suffit pas pour exempter l'émetteur étranger des obligations réglementaires américaines. Seul un dés-enregistrement permet de mettre fin à ces obligations. Sachant que, selon la règle 12g3-2(a), le dés-enregistrement n'est possible que si l'émetteur a moins de 300 actionnaires résidant aux États-Unis<sup>998</sup>. Cette règle n'a pas été changée avec l'adoption de la loi JOBS. Les sociétés non-américaines qui n'ont jamais effectué d'opération aux États-Unis, peuvent se trouver soumises à certaines dispositions boursières américaines si leurs titres sont détenus par au moins 300 résidents américains. De même, des opérations de regroupement d'entreprises dans lesquelles les entreprises sont organisées selon un droit non américain, peuvent être soumises aux réglementations américaines. Cela dépend de la construction de l'offre et de la masse d'actionnaires américains des entreprises en question<sup>999</sup>.

---

<sup>993</sup> Avant la loi JOBS, une société, dont les titres sont détenus par 500 personnes ou plus, était soumise à l'obligation d'enregistrement et celle de déposer des rapports auprès de la SEC.

<sup>994</sup> H.R.3606 - Jumpstart Our Business Startups, 112th Congress (2011-2012), Public Law 112-106, available at: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c112:H.R.3606>.

<sup>995</sup> Nilene R. EVANS, David M. LYNN and Anna T. PINEDO, «JOBS Act Quick Start- A brief overview of the JOBS Act», *International Financial Law Review*, 1 Feb 2013.

<sup>996</sup> La règle 12g3-2(a) dispose que: «*Securities of any class issued by any foreign private issuer shall be exempt from section 12(g) (15 U.S.C. 78l(g)) of the Act if the class has fewer than 300 holders resident in the United States*».

<sup>997</sup> Exchange Act Rules 12g-1.

<sup>998</sup> Anne MARÉCHAL, «Le retrait de la cote aux États-Unis ou les pièges de la réglementation américaine», *RTDF* N° 2 – 2006, p. 57 ; Anne MARÉCHAL, «La réforme du retrait de la cote des sociétés étrangères cotées aux États-Unis est enfin adoptée», *RTDF*, N° 2 – 2007, p. 29.

<sup>999</sup> John M. BASNAGE, William J. CURTIN III, and Jeffrey W. RUBIN, «Cross-Border Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the U.S. Federal Securities Laws: An Overview», *The Business Lawyer*, Vol.

D'ailleurs, selon une autre règle, l'offre publique lancée à l'étranger par une société américaine ou étrangère, sur les titres d'une société cotée uniquement en dehors des États-Unis, est soumise à l'obligation d'enregistrement si les actionnaires américains représentent plus de 10 % des actionnaires de la société cible. L'offre lancée par la holding américaine NYSE Euronext sur les titres de la société Euronext est illustrative. Les titres d'Euronext n'étaient pas cotés aux États-Unis et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement auprès de la SEC. Mais dans la mesure où l'offre est ouverte aux actionnaires américains d'Euronext et que ces derniers représentaient plus de 10% des actionnaires d'Euronext, NYSE Euronext se trouvait dans l'obligation d'enregistrer les actions nouvellement émises dans le cadre de l'offre auprès de la SEC.

Ainsi, l'extension des réglementations américaines, applicables à une opération boursière effectuée à l'étranger, dépend de plusieurs éléments : le pourcentage de l'actionnariat américain dans la cible, les contacts pris avec des investisseurs américains, les titres de la société concernée sont enregistrés auprès de la SEC ou non (la société est soumise à l'obligation d'enregistrement et du *reporting* ou non), et le type de contrepartie offerte aux actionnaires de la cible. Un autre facteur peut également être utilisé pour déterminer l'extension des réglementations boursières américaines : l'utilisation des MMIC.

## **2. Les opérations effectuées en utilisant les MMIC (the mails or the means or instruments of interstate commerce)**

L'article 5 de la loi SA établit une présomption : il est illégal d'effectuer une opération sur un titre en utilisant les e-mails ou «*any means or instruments of transportation or communication in interstate commerce*» avant l'enregistrement de celui-ci auprès de la SEC. Le terme «*interstate commerce*» est défini dans l'article 2(7) de la loi SA de manière large afin de comprendre tout «*trade or commerce in securities or any transportation or communication relating thereto*» entre non seulement les différents États des États-Unis, mais aussi entre l'un de ces États et un autre pays. Dès lors, toute opération qui affecte l'*intersate commerce* sera soumise à l'obligation d'enregistrement ainsi que les obligations qui en découlent<sup>1000</sup>. La présomption comprend la vente,

---

61, No. 3, May 2006, p. 1071.

<sup>1000</sup> L'enregistrement d'une transaction en vertu de la loi SA implique ensuite la soumission à plusieurs dispositions. L'émetteur doit, en particulier, préparer un document d'offre qui contient plusieurs déclarations financières, présenter les



l'offre à l'achat ou à la vente, la livraison après la vente et la transmission ou le renvoi d'un prospectus ou d'un titre.

Cette présomption a une application extraterritoriale puisqu'elle ne conditionne pas que l'opération soit effectuée aux États-Unis. En effet, toute opération boursière effectuée en utilisant les MMIC peut être soumise à l'obligation d'enregistrement, même si elle survient sur un marché étranger et qu'elle est passée entre des parties étrangères. Par conséquent, l'obligation d'enregistrement de la loi SA et les obligations qui en découlent, à savoir l'obligation de divulgation d'informations, et l'obligation d'enregistrement de la loi EA et de *reporting*, s'appliquent à toute opération effectuée à l'aide des MMIC, y compris le poste, le téléphone, le fax, l'internet et tout autre moyen de communication vers les États-Unis ou à partir du sol américain<sup>1001</sup>. Certaines dispositions de la loi SOX ne faisant aucune distinction entre une société américaine et une société de droit étranger<sup>1002</sup>, seront également applicables. En effet, cette loi s'applique aux sociétés soumises à l'obligation de *reporting* en vertu de la loi EA, ou aux sociétés qui ont enregistré une OP en vertu de la loi SA. Ces sociétés seront soumises, en particulier, aux dispositions concernant l'indépendance des auditeurs, la responsabilité du comité des auditeurs, la responsabilité de la direction pour le contrôle interne, la responsabilité du chef de la direction et des directeurs financiers et le renforcement de la qualité et quantité des informations à publier.

Ces obligations sont, à titre d'exemple, applicables à une OP lancée principalement en dehors des États-Unis, mais qui a seulement des liens superficiels avec ce pays (un appel téléphonique, une lettre envoyée aux États-Unis)<sup>1003</sup>. Si la société de droit étranger, qui a lancé l'offre sur un marché étranger, envoie un e-mail contenant les documents d'offre à un résident des États-Unis, elle sera soumise à l'obligation de l'article 5 de la loi SA.

---

rapports périodiques requis en vertu de la loi EA, et respecter certaines dispositions de la loi SOX et d'autres lois applicables aux sociétés enregistrées.

<sup>1001</sup> John M. BASNAGE, «SEC Amends Cross-Border Business Combination Rules», *Business Law International*, Vol 10 No 2 May 2009, p. 156.

<sup>1002</sup> Cependant, la SEC a constaté qu'une telle non-distinction peut créer des conflits avec les exigences légales, les principes de gouvernement d'entreprise et les méthodes de contrôle et de surveillance de l'audit appliqués dans le pays d'origine de l'émetteur. Elle a donc octroyé certaines exemptions au profit des émetteurs étrangers. Voir par exemple : SEC, Release No. 33-8220 («Standards Relating to Listed Company Audit Committees») (Apr. 9, 2003) II-F- 3-a, available at: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>, qui fournit une exemption des dispositions de la loi SOX concernant l'indépendance du comité d'audit.

<sup>1003</sup> Guy P. LANDER, «Regulation S - Securities Offerings Outside the United States», *op. cit.*, p. 339.

Prenons un autre exemple, celui de l'OPA. L'OPA est gérée par l'EA, plus précisément, par l'article 14(d) et (e) de l'EA et les règlements de la SEC qui en découlent. Cette loi régit en particulier l'obligation de *reporting*, de divulgation d'informations et d'autres obligations imposées sur les sociétés cotées et certaines personnes ayant des intérêts dans ces sociétés. L'article 14(d) de l'EA et *Regulation 14D* adoptée par la SEC, précisent les obligations de divulgation d'informations et les exigences procédurales. Ces dispositions s'appliquent à toute OPA concernant une catégorie de titres enregistrés en vertu de l'article 12 de l'EA lorsque, à l'issue de l'offre, l'initiateur fera l'acquisition de plus de 5 % des titres. L'article 14(e) concerne des *anti-fraud and anti-manipulation provisions* et des exigences procédurales régissant l'OPA. Elle s'applique à toute OPA, de titres émis par une société américaine ou étrangère, faite en utilisant directement ou indirectement les MMIC<sup>1004</sup>. Cela veut dire que toute offre qui est faite en utilisant les MMIC, y compris l'offre sur des titres non enregistrés, est soumise à l'article 14(e) de l'EA. En effet, les dispositions anti-fraude et anti-manipulation restent applicables à toute offre faite en utilisant les MMIC, indépendamment si les titres sont enregistrés ou non, ou si la société cible est une *reporting company* ou non. La loi SA s'applique également aux OPA utilisant les MMIC impliquant l'échange d'un titre en contrepartie d'un autre, peu importe si le titre devant remplacer le titre échangé est nouvellement émis ou est déjà en circulation.

Par conséquent, si une société de droit étranger lance une OPA, cette dernière ne doit pas forcément être faite sur les titres d'une société cible cotée sur le marché américain pour que les réglementations américaines d'OP soient applicables. Ces dernières sont applicables si les actionnaires à qui l'offre est adressée, en utilisant les MMIC, sont en partie américains, même si l'offre est principalement destinée à des personnes étrangères<sup>1005</sup>. Un auteur a estimé que : «*U.S. takeover law has important extraterritorial effects: a bid for any target corporation, domestic or foreign, listed on a U.S. or foreign exchange, the securities of which are held by at least one U.S.-based investor, is subject to U.S. takeover regulations. Because U.S.-based investors are among the most active worldwide, the long arm of U.S. takeover law becomes nearly inevitable, even for wholly foreign takeover bids*»<sup>1006</sup>. Il est donc clair, que les dispositions américaines concernant les opérations boursières ont une dimension extraterritoriale, en raison de l'adoption de l'utilisation des MMIC et la nationalité de l'investisseur comme critères d'application.

---

<sup>1004</sup> John M. BASNAGE, William J. CURTIN III, and Jeffrey W. RUBIN, «Cross-Border Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the U.S. Federal Securities Laws: An Overview», *op. cit.*, p. 1071.

<sup>1005</sup> Cedric RYNGAERT, «Cross-Border Takeover Regulation: a Transatlantic Perspective», *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, issue 3, 2007, p. 434.

<sup>1006</sup> *Ibid.*

## Paragraphe 2. La tendance à l'extraterritorialité du droit boursier français

Le droit français adopte une approche différente de celle du droit américain. Ce dernier prend en compte le critère du marché selon lequel le droit américain est applicable à toute opération effectuée sur un marché américain. De plus, il comprend d'autres critères : celui de la nationalité de l'investisseur et celui de l'utilisation des MMIC. Ces deux derniers critères donnent une dimension extraterritoriale importante au droit américain, de sorte qu'il peut être appliqué, à titre d'exemple, à une offre publique lancée par une société chinoise sur les titres d'une société japonaise cotée sur la bourse de Tokyo si, l'offre est aussi adressée aux actionnaires américains de la société japonaise ou si, les moyens de MMIC ont été utilisés pour effectuer l'opération. Ces deux critères, surtout celui de la nationalité de l'investisseur, ont été critiqués par la doctrine française. En effet, *«ce critère extraterritorial présente de nombreuses limites. Outre le fait que la généralisation d'un tel rattachement entraînerait une multiplicité de réglementations applicables, et irait à l'encontre de tout objectif de simplification et d'uniformisation, le choix d'un tel critère ne peut se concevoir que dans un pays puissant pouvant faire preuve d'un certain impérialisme dans ce domaine»*<sup>1007</sup>.

Au contraire, les critères adoptés par le droit français rendent l'application de celui-ci essentiellement territoriale. Ce dernier s'intéresse avant tout à l'intégrité du marché et à la protection des investisseurs. Pour cette raison, il accorde une grande importance au critère du marché, et dans certains cas, pour limiter encore plus le champ d'application spatial des normes, à un critère qui concilie le lieu de cotation des titres et le lieu du siège social de la société. Par exemple, il ne s'applique pas à une transaction d'achat de titres réalisée sur un marché étranger. Les dispositions d'enregistrement ne sont pas applicables à une offre publique lancée sur un marché étranger. Contrairement au droit américain, lorsque des investisseurs français sont contactés par la société émettrice, ou par le promoteur de l'offre (en droit américain, cela est considéré comme une offre d'achat des titres, ce qui requiert l'enregistrement de l'offre auprès de la SEC), le droit français n'exige pas l'enregistrement de l'offre si celle-ci est lancée sur un marché étranger ; dans un tel cas, le droit français réglemente le démarchage mais pas l'opération. L'extraterritorialité du droit boursier français est donc limitée en comparaison à celle du droit américain. Cela ne veut pas dire que ce premier n'a aucune dimension extraterritoriale. L'extension du droit boursier français au-delà des frontières françaises est possible, surtout en raison de la coordination des réglementations boursières européennes. Cependant, l'applicabilité aux opérations effectuées sur des marchés qui se trouvent en dehors de l'EEE reste improbable. Néanmoins, les dispositions anti-fraude françaises

---

<sup>1007</sup> Didier MARTIN, «Les offres publiques internationales», *RTDF* N° 2-2008, p. 18.

ont manifestement un champ d'application extraterritorial. Et la compétence législative et juridictionnelle de l'Union européenne s'étend dans certains cas à des situations extraterritoriales<sup>1008</sup>.

### **A. Application du droit français à l'opération effectuée sur le marché français, indépendamment des éléments d'extranéité liant l'opération à d'autres juridictions**

En France, le domaine boursier est soumis à un ensemble de lois visant à réglementer les opérations réalisées sur le marché français. Ainsi, toute opération effectuée sur ce marché est soumise à des règles particulières, destinées à assurer l'intégrité du marché français et la protection des investisseurs intervenant sur ce marché. Comme indiqué ci-dessus, le droit boursier français a été conçu principalement pour régir le fonctionnement des marchés boursiers. Il a donc une vision restreinte de son champ d'application. En effet, «*le Parlement a adopté dès l'origine une approche moins extraterritoriale*»<sup>1009</sup> que celle adoptée par le Congrès. Il a donc «*une conception moins extraterritoriale*»<sup>1010</sup> et «*beaucoup plus respectueuse de la souveraineté des États étrangers*»<sup>1011</sup> que son homologue américain.

L'obligation d'enregistrement et de divulgation d'informations qui donnent au droit boursier américain un champ d'application étendu, reçoivent en droit français une application plus limitée. Ainsi, sont soumises aux dispositions du droit boursier français, les personnes ou entités qui procèdent à une offre au public, ou font procéder à l'admission aux négociations sur un marché réglementé français de titres financiers ou de tout instruments équivalents émis sur le fondement d'un droit étranger<sup>1012</sup>. Les personnes susmentionnées doivent procéder à l'enregistrement de leurs opérations en déposant auprès de l'AMF un projet de prospectus<sup>1013</sup>. Elles doivent également publier

---

<sup>1008</sup> Laurant COHEN-TANUGI estime qu'«*on assiste depuis quelques années à une convergence de plus en plus marquée entre les deux rives de l'Atlantique [...], du fait du reflux de l'application extraterritoriale du droit américain et de l'expansion concomitante de la compétence législative et juridictionnelle de l'Union européenne*», Laurent COHEN-TANUGI, «*L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?*», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

<sup>1009</sup> Pierre-Henri CONAC, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la securities and exchange Commission (SEC)*, L.G.D.J. 2002, p. 334.

<sup>1010</sup> Ibid., p. 334.

<sup>1011</sup> Ibid., p. 335.

<sup>1012</sup> Article 211-1 du RG de l'AMF.

<sup>1013</sup> Ibid., Article 212-6.

et tenir à la disposition de toute personne intéressée, un document destiné à l'information du public<sup>1014</sup>.

Ces deux obligations sont donc rédigées d'une manière restreinte, pour ne couvrir que les personnes intervenant sur le marché français. Il y a lieu de noter que bien entendu les entités européennes reçoivent, grâce au principe de l'État membre d'origine, un traitement particulier, cela n'affectant pas le droit applicable à l'opération. En effet, *«s'agissant d'une opération de marché, ce n'est pas la nationalité de l'opérateur qui commande la loi applicable. C'est la loi du marché qui a vocation à régir l'acquisition et ses conséquences [...] Cela découle, d'une manière incontestable, de la structure même du marché des valeurs mobilières, qui nécessite l'égalité entre les opérateurs»*<sup>1015</sup>. La réglementation boursière française doit être respectée par toute société, tant française qu'étrangère, pour toutes ses activités boursières localisées en France. Les règles relatives au fonctionnement des marchés boursiers ont vocation à s'appliquer à toutes les sociétés cotées en France, quelle que soit leur nationalité<sup>1016</sup>.

Les opérateurs européens qui profitent du principe de l'État d'origine, et donc du libre accès au marché français, ne sont pas dispensés de toutes les dispositions boursières nationales. Ce principe permet à un émetteur ou un intermédiaire, dont le prospectus est visé par une autorité compétente d'un État membre, de coter ses titres ou d'exercer ses activités sur plusieurs marchés relevant de l'EEE, et ce, grâce au régime du passeport européen. Toutefois, l'opérateur n'échappe pas à toutes les dispositions du marché. Le principe de l'État membre d'origine se combine avec celui de la reconnaissance mutuelle afin d'accorder au pays d'origine de l'intermédiaire, le pouvoir d'octroyer l'agrément et le pouvoir du contrôle qui s'ensuit, tandis que les activités financières sont soumises au droit du marché. Cette règle résulte simplement des termes de l'article 36 de la directive MIF, qui prévoit que le droit public qui doit régir les négociations effectuées dans le cadre des systèmes d'un marché réglementé, est celui de l'État membre d'origine dudit marché réglementé<sup>1017</sup>.

Ainsi, à titre d'illustration, les opérations effectuées par un intermédiaire européen sur le marché français, doivent respecter les dispositions boursières françaises concernant le traitement

---

<sup>1014</sup> Article L.412-1 du Code monétaire et financier

<sup>1015</sup> Paul LE CANNU, «Offre publique d'achat obligatoire pour une société étrangère, et notion de part essentielle des actifs de la société holding intermédiaire (art. 5-3-7 du règlement du CMF)», *Revue des sociétés* 1998 p. 572.

<sup>1016</sup> Pierre MAYER et Vincent HEUZÉ, *droit international privé, op. cit.*, p. 744.

<sup>1017</sup> Article 36 de la directive 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, *op. cit.*

des ordres et leur meilleure exécution, les obligations de déclaration des transactions, l'obligation de conservation des documents, les règles de bonne conduite, et plus généralement, les règles de transparence et du respect du marché. Les dispositions boursières françaises doivent donc être nécessairement appliquées à l'égard des opérations effectuées sur le marché français, puisqu'elles permettent à l'AMF d'accomplir sa mission. Elles revêtent ainsi le caractère de règles substantielles, édictées non pour régir les relations contractuelles entre les parties d'une opération donnée, mais pour assurer l'intégrité du marché sur lequel les instruments financiers sont admis et négociés<sup>1018</sup>. Ainsi, l'AMF a jugé que ces règles, revêtant le caractère de règles d'intérêt général au sens de la jurisprudence de la Cour de justice des communautés européennes, sont applicables aux activités conduites en libre prestation de services, par la succursale étrangère (londonienne en l'occurrence) d'un intermédiaire français, pour des instruments financiers admis et négociés sur le marché français<sup>1019</sup>. Elle a également considéré que lorsque l'émetteur est une société de droit français dont les titres sont admis aux négociations sur un marché français, les agissements commis par un prestataire de services d'investissement, dans le cadre de la prestation de services pour le compte de cet émetteur, relèvent de la compétence de la Commission des sanctions<sup>1020</sup>.

De même, les émetteurs étrangers sont soumis au droit français pour leurs opérations effectuées en France. Une émission de valeurs mobilières par une société russe, peut être autorisée sur le marché français dans les conditions prévues par le droit français<sup>1021</sup>. L'émission elle-même est soumise au droit russe (application du droit des sociétés du pays du siège social), alors que l'admission des valeurs mobilières et les négociations sur celles-ci sont soumises au droit français.

---

<sup>1018</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard des sociétés S, T, W, X, Y, et Z, 7 juin 2007, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

<sup>1019</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard des sociétés S, T, W, X, Y, et Z, *op. cit.* ; Voir également, AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard des sociétés S, U, V, W et X, 23 novembre 2006, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

<sup>1020</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard des sociétés S, T, W, X, Y, et Z, *op. cit.*

<sup>1021</sup> Comme le relève la doctrine, le droit boursier français ne tient quasiment pas compte de la nationalité de l'émetteur. L'article L. 211-41 du Code monétaire et financier assimile aux titres financiers émis par des entités françaises ceux qui sont émis sur le fondement de droits étrangers. Quant aux conditions d'admission, seul le dossier d'admission demandé par l'entreprise du marché Euronext tient compte de la nationalité étrangère de l'entité émettrice en exigeant un exemplaire en langue française des statuts et la liste des principaux actionnaires. «*Autant dire que la nationalité n'est pas un facteur déterminant*». Voir dans ce sens, Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, Droit financier, *op. cit.*, p. 1220 et 1221.

Ainsi l'AMF a estimé que dès lors que les opérations portent sur des titres négociés sur un marché français, les éléments d'extranéité tenant à la nationalité ou à la profession des personnes mises en cause, ne sont pas de nature à exclure les opérations du champ d'application de la loi française<sup>1022</sup>. La directive 2003/71/CE du 4 novembre 2003 (directive Prospectus) et la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007, portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier, élargissent la compétence de l'AMF à l'égard de certaines sociétés dont le siège statutaire est situé hors du territoire de l'Espace Économique Européen<sup>1023</sup>. À titre d'exemple, les émetteurs ayant leur siège social hors de l'EEE et dont la France est l'État membre d'origine, sont soumis à la réglementation française des franchissements de seuil<sup>1024</sup>. Par conséquent, l'actionnaire d'une société américaine cotée aux États-Unis et en France, devra déclarer son franchissement de seuil en conformité avec le droit français et américain ; et la société émettrice sera soumise aux obligations d'information prévues par le droit français et américain. L'émetteur sera tenu de communiquer à l'autorité compétente de l'État membre d'origine, toute information divulguée dans l'État tiers, jugée importante pour le public<sup>1025</sup>. L'absence d'information au public par une société de droit étranger, dont les titres sont cotés sur le marché français et sur d'autres marchés, peut entraîner, comme le montre la jurisprudence de la Commission des sanctions<sup>1026</sup>, une lourde condamnation de l'AMF à l'égard de cette société, en considérant qu'une telle absence d'information est de nature à porter atteinte à la protection des investisseurs ou au bon fonctionnement du marché.

Les réglementations boursières françaises sont donc destinées à protéger les marchés français et les investisseurs de ces marchés. Elles s'appliquent à toute opération effectuée sur le

---

<sup>1022</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 23 décembre 2008 à l'égard de MM. Xavier THOMA et d'autres, *op. cit.*

<sup>1023</sup> Voir Article 10- VI de la loi n° 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptation au droit communautaire dans les domaines économique et financier.

<sup>1024</sup> Lorsqu'il s'agit d'une société ayant son siège statutaire sur le territoire français, et dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, ou sur un marché d'instruments financiers admettant aux négociations des actions pouvant être inscrites en compte chez un intermédiaire mentionné à [l'article L. 211-3](#) du code monétaire et financier, l'obligation de déclaration de franchissement de seuil pèse sur toute personne physique ou morale agissant seule, ou de concert indépendamment de sa nationalité ou sa résidence.

<sup>1025</sup> Cet exemple est pris de l'étude faite par M. Frédéric GRILLIER et M. Hubert SEGAIN concernant les opérations de franchissements de seuils intitulée «franchissements de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables», *RTDF* N° 4- 2007, p. 20.

<sup>1026</sup> Décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'égard de la société ORCO Property Group, de MM. Jean-François OTT, A et Ales Vobruba, *op. cit.* Voir à propos de cette décision : Frank Martin LAPRADE, «Affaire Orco : Du prix à payer (cher) par une société cotée en cas de récidive», *op. cit.*, p. 17.

marché français, indépendamment des éléments d'extranéité qui peuvent attacher l'opération à une juridiction étrangère. Cette considération a été confirmée par l'AMF dans la décision précitée, mais aussi par la Cour de cassation. Celle-ci a validé l'arrêt de la Cour d'appel qui, après avoir retenu que, s'il n'est pas contestable que la demande d'application des règlements de l'autorité boursière compétente soit limitée au territoire national, affirme que, lorsque les opérations portent sur des actions admises aux négociations sur un marché français, les éléments d'extranéité tenant au lieu d'implantation du siège social des banques cessionnaires et au déroulement de certaines négociations à l'étranger, ne sont pas de nature à exclure l'opération du champ d'application de la loi française<sup>1027</sup>. Dans une décision du 4 décembre 2015<sup>1028</sup>, l'AMF a confirmé cette approche. En l'espèce, elle a sanctionné une société de droit irlandais (MTE devenue Virtu) pour des manipulations de cours concernant des opérations effectuées sur le marché d'Euronext, sur quatre autres plateformes de négociation – BATS, Turquoise, Nasdaq Europe et Chi-X –, ainsi que sur deux autres marchés réglementés. Elle a considéré que les articles 631-1 et 631-2 de son règlement général sont applicables aux opérations litigieuses effectuées par la mise en cause, et ce, quel que soit leur lieu d'exécution, dès lors qu'elles portent sur des titres admis aux négociations sur le marché français<sup>1029</sup>. L'AMF a constaté que le manquement de manipulation de cours, notifié à Virtu, porte sur 27 titres admis aux négociations sur Euronext. Il peut donc être sanctionné, «*que les opérations se soient déroulées en France ou à l'étranger*»<sup>1030</sup>. Cette énonciation n'exclut du champ d'application de la loi française aucunes transactions dès lors que, en l'absence de dérogation expresse, celles-ci portent sur des valeurs mobilières admises aux négociations sur un marché français. Lorsque l'opération concerne des titres étrangers, la loi de la société émettrice s'applique (critère de *lex societatis*) en ce qui concerne, notamment, les droits et obligations rattachés aux titres, la forme des titres et le transfert de propriété. Les actions d'une société américaine sont soumises au droit américain. Toutefois, les transactions sur ces titres commandent l'application d'une autre loi : la loi du marché. Ainsi, lorsque les titres d'une société américaine sont négociés sur le marché américain et sur le marché français, les transactions sur ces titres sont soumises, selon le lieu de l'exécution de l'opération, au droit américain ou français.

On constate que, le droit français reste attaché au critère du marché en ce qui concerne la loi

---

<sup>1027</sup> Cass. com., N° 94-13660 du 18 juin 1996, affaire Bergé ; Bull. civ. IV 1996, n° 175, p. 151 ; Banque et droit sept.-oct. 1996, n° 49, p. 24, note Hubert DE VAUPLANE.

<sup>1028</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 4 décembre 2015, à l'égard des sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

<sup>1029</sup> Ibid.

<sup>1030</sup> Ibid.



applicable à l'opération, indépendamment des éléments d'extranéité, tels que la nationalité étrangère de l'investisseur, le droit choisi par les parties pour être applicable au contrat (ex : contrat de service conclu entre un investisseur américain et un intermédiaire américain pour acquérir des titres cotés sur Euronext Paris<sup>1031</sup>), le rattachement des titres à un droit étranger, le lieu de siège social de l'émetteur ou de l'intermédiaire en dehors de France, ou encore le lieu de déroulement de négociations ou de passation de l'ordre à l'étranger. Cette loi a un caractère impératif et s'impose à toute opération portant sur des titres cotés sur le marché<sup>1032</sup>.

## **B. L'extraterritorialité et la régulation des opérations boursières transfrontières au sein de l'EEE : l'exemple de l'offre publique**

La nature transnationale des activités boursières signifie qu'au moins deux autorités de contrôle du secteur financier peuvent se déclarer compétentes à propos de la même opération boursière. Or, une telle situation n'est pas acceptable au sein de l'EEE et va à l'encontre de la création du marché intérieur. Le droit communautaire essaie de résoudre ce problème par l'édiction de normes dont l'objectif est de coordonner les lois nationales des États membres et la compétence des autorités de régulation. Dans ce cadre, les directives européennes relatives au secteur financier tentent d'harmoniser les législations des États membres, dans l'objectif de faciliter les investissements transnationaux et de promouvoir le développement et l'attractivité des marchés boursiers européens.

L'harmonisation de la régulation en matière d'offre publique constitue un exemple illustratif. Ainsi, un auteur a pu noter que *«si dans le contexte économique international les règles sur les offres publiques doivent nécessairement être dotées d'un caractère extraterritorial, au sein de la Communauté européenne émerge aujourd'hui un véritable droit matériel communautaire des offres*

<sup>1031</sup> Dans cet exemple, lorsque les parties désignent le droit américain pour régir le contrat de représentation, le droit français s'appliquera seulement à l'opération d'acquisition de titres réalisée sur Euronext Paris.

<sup>1032</sup> Comme le relève la doctrine, *«le critère de rattachement à la loi du marché tend, en raison de son caractère impératif, à s'imposer dans une relation juridique portant sur des titres. En effet, ce caractère signifie que l'opération envisagée est soumise aux règles du marché sur lequel elle se réalise (une acquisition de titres cotés sur Euronext Paris, par ex., est régie par le droit français et les règles du marché définies par Euronext). Le caractère impératif de la loi du marché est généralement justifié en ce que le droit régissant les opérations du marché est une loi de police en raison des règles de protection des épargnants»*. Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, *Droit financier, op.cit.*, p. 1232.

publiques, concrétisé par la directive OPA»<sup>1033</sup>. C'est dans l'esprit de surmonter les difficultés résultant des opérations transfrontalières de fusion et d'acquisition, qu'a été adoptée la directive sur les offres publiques d'acquisition (directive OPA). Comme l'a souligné le Commissaire pour le marché intérieur, Frits Bolkestein, "la Directive était en discussion depuis plus de dix ans et je suis ravi qu'elle ait enfin reçu l'approbation des États membres. Il s'agit d'un élément fondamental dans la création d'un marché totalement intégré des services financiers. Les investisseurs et les consommateurs désirent plus de choix, plus de liquidités et moins de coûts tout en conservant une sécurité juridique. Ils veulent acheter et vendre par-delà les frontières avec un ensemble de règles harmonisées. L'adoption de cette position commune constitue un grand pas dans cette direction, un pas reconnu comme essentiel au Sommet de Lisbonne pour bénéficier pleinement de la Nouvelle Économie"<sup>1034</sup>.

Le droit boursier français est, à l'exemple des droits boursiers des autres pays membres, d'origine communautaire. La réglementation française des offres publiques a, au départ, opté pour une approche territoriale. Avec l'adoption des directives européennes, la compétence des autorités françaises s'est élargie à l'égard de personnes et de situations qui échappaient à leur pouvoir.

## **1. Une compétence territoriale limitée des autorités françaises avant l'adoption de la directive OPA**

Étant difficile d'attacher une opération à un seul droit, la question de l'offre publique transfrontalière est délicate. En effet, la dissociation entre le siège social et le lieu de cotation des titres pose de nombreuses difficultés juridiques<sup>1035</sup>. Les réglementations d'offres publiques peuvent être attachées au droit du marché (méthodes des lois de police) ou à celui de la société (méthodes des conflits de lois)<sup>1036</sup>. Le droit boursier américain a adopté le critère du marché, en laissant la place au droit de la société pour régir l'offre lorsque le marché américain est un marché marginal

---

<sup>1033</sup> Marcela Tarré OLIVEIRA, «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale européenne», *RTDF* N°4-2007, p. 46.

<sup>1034</sup> Commission européenne, Droit des Sociétés : la Commission salue l'adoption d'une position commune sur la Directive concernant les offres publiques d'acquisition (OPA), Communiqué de presse, Bruxelles, 19 juin 2000, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-00-633\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-00-633_fr.htm?locale=fr).

<sup>1035</sup> Frédéric GRILLIER et Hubert SEGAIN, «franchissements de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables», *op. cit.*, p. 21.

<sup>1036</sup> Xavier BOUCOBZA, *L'acquisition internationale de société*, *op. cit.*, p. 267 et s.

(c'est à dire lorsque le pourcentage des actionnaires américains est faible). La question n'est pas aussi clairement tranchée en droit français. Alors que les lois ont adopté le critère de *lex auctoritatis*, l'autorité de régulation française a adopté le critère de *lex societatis*. Cette divergence anime le débat sur l'application du droit boursier français aux offres publiques lancées par des sociétés étrangères sur la place française.

Deux observations méritent d'être relevées avant d'entrer dans les détails du sujet. En premier lieu, le droit américain adopte principalement le critère du marché en matière d'offre publique transfrontalière, mais il a en parallèle adopté, comme nous l'avons vu, des critères lui permettant d'étendre sa compétence à l'égard des opérations d'OP effectuées sur un marché étranger, et par conséquent d'obliger l'émetteur à enregistrer son offre aux US. En droit français, une telle politique d'expansion n'a jamais été approuvée. Au contraire, l'autorité de régulation française a adopté une approche restreinte en considérant que son règlement s'applique seulement aux sociétés françaises dont les titres sont négociés sur un marché réglementé français.

En deuxième lieu, bien que le critère du marché se heurte à des difficultés pratiques, il reste le critère dominant. Prenons l'exemple d'une société étrangère cotée aux États-Unis. Lorsque la réglementation d'OP du pays d'origine de la société est attachée au droit des sociétés, c'est le droit du pays du siège social qui est supposé régir l'opération. Toutefois, conformément au droit américain qui adopte la *lex auctoritatis*, les autorités américaines se déclarent compétentes pour régir la même opération en considérant qu'elle est effectuée sur un marché américain. Il est vrai que le critère du marché conduit à fragmenter l'offre et à rendre l'opération plus difficile pour l'émetteur, mais la pratique montre que, sauf exemptions très limitées, l'autorité nationale n'abandonne pas sa compétence lorsque l'opération est effectuée sur son marché. Le critère du droit du siège social a l'avantage de désigner une seule loi applicable à l'opération, seulement en l'absence d'accord entre les autorités nationales compétentes il est difficile à mettre en place.

Les réglementations d'OP sont concrètement considérées comme des lois de police. Même les pays qui adoptent la *lex societatis* laissent la place pour une intervention éventuelle de la *lex auctoritatis*, lorsque celle-ci remplit les objectifs suivis par la précédente. Les réglementations d'OP sont décrites par la doctrine comme des lois de police aux effets atténués<sup>1037</sup>. Enfin, le rattachement des réglementations d'OP, à la fois à la *lex societatis* et à la *lex auctoritatis*, rend difficile la

---

<sup>1037</sup> Emmanuelle BOURETZ, «Autorité compétente et loi applicable aux opérations boursières : l'exemple des offres publiques transfrontières, Conflits de lois et régulation économique», *LGDJ*, 2008, p. 93.

désignation d'une seule loi compétente sur l'OP transfrontière. En pratique, les systèmes juridiques essaient de concilier les deux critères en adoptant l'un d'entre eux et en laissant la possibilité d'appliquer l'autre<sup>1038</sup>.

La loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, la loi n° 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, et la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières prévoit, afin d'assurer l'égalité des actionnaires et la transparence des marchés, que le règlement général du Conseil des marchés financiers fixe les règles relatives aux offres publiques portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé, et ce, sans aucune considération de la nationalité de la société concernée<sup>1039</sup>. Elles adoptent donc le critère du marché. Toutefois, le Conseil des bourses de valeurs (CBV) a adopté dans son règlement général une autre approche, celle de la *lex societatis*, en considérant que les dispositions d'offres publiques d'acquisition s'appliquent uniquement aux opérations réalisées sur les titres d'une société de droit français, dont les titres sont inscrits à la cote officielle ou à la cote du second marché ou négociés sur le marché hors cote<sup>1040</sup>.

Cette position a été critiquée par la doctrine, non seulement parce qu'elle n'est pas conforme aux textes des lois, mais aussi parce qu'elle n'assure pas les objectifs suivis par le législateur dans la protection des investisseurs ainsi que l'intégrité du marché<sup>1041</sup>. En effet, ces objectifs ne sont pas automatiquement assurés en renvoyant au droit étranger les conditions des offres publiques<sup>1042</sup>.

---

<sup>1038</sup> Voir dans ce sens, Xavier BOUCOBZA, *L'Acquisition Internationale de Société*, (Doctorat: Droit: Paris II : 1996) ; p. 279 et s.

<sup>1039</sup> Article 6 bis de la loi n°88-70 du 22 janvier 1988, article 15 de la loi n° 89-531 du 2 août 1989 et article 33 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996 .

<sup>1040</sup> Article 5.1.1 du Règlement général du Conseil des Bourses de Valeurs. Voir également l'article 1<sup>er</sup> du Règlement N° 88-02 concernant l'information à publier lors des franchissements de seuils de participation dans le capital d'une société cotée, Bulletin COB- n°282 Juillet-août 1994, p. 29.

<sup>1041</sup> Xavier BOUCOBZA, «La loi applicable a l'offre publique d'acquisition», *op. cit.*, p. 3. L'auteur relève qu'il ne paraît pas opportun de distinguer entre les offres publiques visant les titres des sociétés françaises et celles visant les titres des sociétés étrangères cotées sur le même marché français, une distinction que la loi n'a pas entendu faire, «*mais, de plus, - et la critique est plus grave - la distinction opérée par le CBV contredisait les objectifs poursuivis par le législateur en 1989. La loi dispose clairement que les prérogatives octroyées au CBV dans le cadre des opérations sur les titres cotés en France sont destinées à «assurer l'égalité des actionnaires et la transparence du marché» (52) . Or, en renvoyant au droit étranger les conditions des offres publiques d'achat ou d'échange de titres de sociétés relevant de droits étrangers, l'objectif de la loi ne peut être toujours atteint*».

<sup>1042</sup> Xavier BOUCOBZA, «La loi applicable a l'offre publique d'acquisition», *op. cit.*, p. 3.

La position adoptée par le CMF semble plus cohérente. Ce dernier penche quant à lui, vers le critère de *lex societatis* sans toutefois abandonner entièrement le critère de *lex auctoritatis*. Il peut appliquer les règles relatives aux offres publiques (à l'exception de certaines dispositions qui sont directement liées au droit des sociétés telles que celles concernant les offres obligatoires, aux garanties de cours et aux retraits obligatoires), aux offres publiques visant les titres de sociétés de droit étranger (sociétés dont le siège statutaire est établi hors d'un État membre) négociés sur un marché réglementé français. Alors que certains auteurs considèrent qu'une telle formulation signifie que le CMF ne s'est pas éloigné du critère du *lex societatis*<sup>1043</sup>, d'autres ont estimé que le CMF s'est finalement rallié à la loi du marché<sup>1044</sup>.

En pratique, l'autorité de contrôle vérifiait la validité de l'offre par rapport aux règles qu'elle appliquait aux offres visant les titres des sociétés françaises. Elle a par exemple estimé, à propos d'une offre publique lancée en France sur les titres d'une société camerounaise, «*qu'au regard des critères usuellement retenus dans des opérations analogues concernant des sociétés de droit français, les conditions de l'opération pouvaient être considérées comme acceptables*»<sup>1045</sup>. Elle n'affirme sa compétence que dans certains cas, en particulier lorsque la société visée par l'offre n'est pas cotée sur le marché du siège social<sup>1046</sup>, ou bien, lorsque les réglementations du pays d'origine de la société ne contiennent pas de dispositions relatives aux opérations d'offres publiques<sup>1047</sup>, ou encore si lesdites réglementations portent atteinte aux intérêts des actionnaires et ne garantissent pas

---

<sup>1043</sup> Pour une partie de la doctrine, cette possibilité donnée à l'autorité d'appliquer sa réglementation aux offres publiques visant les titres des sociétés étrangères cotées en France, montre que l'autorité de régulation «*désigne la lex societatis comme principalement applicable, mais n'hésite pas à appliquer certaines dispositions françaises à l'offre initiée sur la société étrangère si le droit étranger n'est pas jugé suffisamment protecteur*». Autrement dit, «*ce n'est qu'en cas de défaillance de la lex societatis que la lex auctoritatis devra s'appliquer*». Xavier BOUCOBZA, «La loi applicable à l'offre publique d'acquisition», *op. cit.*, p. 3.

<sup>1044</sup> Emmanuelle BOURETZ, «Autorité compétente et loi applicable aux opérations boursières : l'exemple des offres publiques transfrontières, Conflits de lois et régulation économique», *op. cit.*, p. 99-100.

<sup>1045</sup> Avis SBF n° 95-229, Brasseries du Cameroun.

<sup>1046</sup> C'est le cas de l'offre publique d'achat simplifiée déposée par la société Financière des Terres Rouges visant les actions de la société ivoirienne Forestière Équatoriale, Bulletin COB n° 360 Septembre 2001, p.160. Voir également l'offre visant les titres de la société monégasque Europe 1 Communication, avis AMF n° 199C0454, avril 1999. Voir également dans le même sens, Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *RTDF* n°1-2006, p. 136.

<sup>1047</sup> V. Avis SBF n° 95-229, Brasseries du Cameroun.

le niveau de protection exigé par le droit français, ceci surtout lorsqu'elles sont lacunaires<sup>1048</sup>. Le droit français s'applique donc, pour reprendre l'expression des professeurs Mayer et Heuzé, à défaut d'un autre mieux adapté<sup>1049</sup>. Ainsi, «dans les hypothèses où le marché français ne constituait qu'un marché secondaire ou lorsque la réglementation applicable à l'offre était satisfaisante, l'offre restait soumise exclusivement au droit étranger»<sup>1050</sup>.

Cependant, un ensemble de données permet de déduire que la *lex auctoritatis* reste le critère prépondérant. L'adoption de la *lex societatis* ne signifie pas seulement que l'autorité de régulation française laisse à une autorité étrangère le soin de régir l'offre publique lancée sur un marché français, mais elle laisse également entendre qu'elle désire appliquer sa réglementation aux offres publiques effectuées à l'étranger et visant les titres des sociétés françaises cotées en France et à l'étranger ; ce qu'elle n'a jamais fait.

D'ailleurs, la réglementation boursière est le fruit de l'expérience du marché local et reflète la politique économique nationale. Tant qu'il n'y aura pas d'accord international qui définit les objectifs communs des marchés boursiers mondiaux, des divergences persisteront entre les objectifs que suivent les autorités nationales. Chacune de celles-ci, applique sa réglementation et veille sur les marchés soumis à son contrôle. Ainsi, l'AMF assure le contrôle sur le marché boursier français et la réalisation des buts dessinés par le législateur dans la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés français<sup>1051</sup>. Le Code monétaire et financier définit la mission du régulateur financier dans la protection de l'épargne, l'assurance d'informations adaptées pour les investisseurs et pour le bon fonctionnement des marchés financiers<sup>1052</sup>. Le régulateur des marchés financiers précise sur son site internet de quel marché il s'agit. Il est chargé de réguler «les acteurs et produits de la place financière française»<sup>1053</sup>. Le Sénat note que «par usage, l'expression «marché réglementé» signifie dans le règlement général de l'AMF le marché réglementé français»<sup>1054</sup>. Sa mission est donc dirigée

---

<sup>1048</sup> Didier MARTIN et Florence HAAS, «la compétence internationale de l'autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *RTDF* N° 3 – 2006, p. 38-39.

<sup>1049</sup> Pierre MAYER et Vincent HEUZÉ, *Droit international privé, op. cit.*, p. 97.

<sup>1050</sup> Didier MARTIN et Florence HAAS, «la compétence internationale de l'autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *op. cit.*, p. 39.

<sup>1051</sup> Article L. 433-1 du Code monétaire et financier.

<sup>1052</sup> *Ibid.*, Article L. 621-1.

<sup>1053</sup> Voir rubrique Mission et compétence sur le site internet de l'AMF : <http://www.amf-france.org/L-AMF/Missions-et-competences/Presentation.html>.

<sup>1054</sup> Sénat, Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Rapport n° 20 (2005-2006) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, déposé le 13 octobre 2005, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/105-020/105->

vers le marché français et concerne tous les acteurs et produits financiers. Toute opération effectuée sur ce marché est donc soumise à son contrôle, sans aucune distinction tirée de la nationalité des parties concernées. Les textes de lois visent, avec une énonciation générale, les titres négociés sur un marché réglementé. C'est donc le marché qui importe. Lorsque l'offre publique concerne les titres d'une société étrangère cotée en France, l'AMF ne peut ignorer le danger que présente l'application de règles étrangères aux offres publiques réalisées sur le marché français, au sujet de la protection des actionnaires. L'intégrité du marché et la protection des investisseurs exigent que les acteurs intervenant, et les opérations survenues sur la place française soient soumis aux dispositions en vigueur en France. Le cas inverse met le marché et les investisseurs en insécurité, puisque plusieurs droits sont applicables à des opérations similaires effectuées sur le même marché.

Un autre argument en faveur de la *lex auctoritatis* : le ministre d'État, ministre de l'économie, des finances et de la privatisation a opté dans une réponse ministérielle pour l'application de la loi du marché. Il a précisé qu'en ce qui concerne les offres publiques d'achat, «*les règles applicables sont celles de la bourse à laquelle les actions de la société visée sont inscrites. Elles sont les mêmes pour toute personne qui fait une O.P.A.*»<sup>1055</sup>. Le Sénat semble également adopter cette position en considérant que «*la réglementation relative aux OPA concerne en principe les seuls instruments financiers admis aux négociations sur un marché réglementé en France, et s'applique donc aux sociétés faisant appel public à l'épargne sur ce type de marché*»<sup>1056</sup>.

Enfin, la jurisprudence semble aussi pencher vers le critère de *lex auctoritatis*. Après avoir adopté le critère de *lex societatis*, à l'exemple du CBV, elle a suivi le changement mené par le CMF. Dans l'affaire Holophane<sup>1057</sup>, la Cour d'appel de Paris a considéré qu'aucune discrimination ne pouvait être invoquée par l'initiateur de l'offre, une société anglaise, du fait que les conditions de validité exigées par le droit anglais concernant une OPA présentée par une société anglaise, n'étaient pas prises en compte pour déterminer les conditions de présentation de cette offre. La Cour a affirmé que «*toute offre publique visant une société française est soumise à la réglementation*»  
[020.html](#).

<sup>1055</sup> Selon M. le ministre, bien que les règles applicables soient les mêmes indépendamment de la nationalité de l'initiateur de l'offre, la nationalité étrangère de celui-ci exige une certaine formalité procédurale supplémentaire. En effet, «*si l'O.P.A. émane d'une personne non résidente, celle-ci doit se conformer aux dispositions de la réglementation applicable aux investissements étrangers en France et obtenir, préalablement au lancement de l'offre, les autorisations nécessaires*». Réponse ministérielle, Question N° 10209 de M. Olivier Roux, Question publiée au JO le 10/05/1988 - page 669.

<sup>1056</sup> Sénat, Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, *op.cit.*

<sup>1057</sup> C.A Paris, 13 juillet 1988, Sté Emess Plc. c/ Sté Thorn Emi Plc.

*française des offres publiques, laquelle s'applique de façon identique et non discriminatoire aux initiateurs des offres, français ou étrangers et, en l'espèce, aux deux initiateurs anglais des offres*»<sup>1058</sup>. Rien d'étonnant à propos de la première énonciation ; ni la jurisprudence, ni la doctrine et ni le régulateur n'ont soutenu l'application de la loi de la société initiatrice de l'offre.<sup>1059</sup> La deuxième énonciation est intéressante. Bien que la société visée ait été cotée uniquement sur le marché français, la Cour ne le souligne pas dans son dispositif. Cela permet de considérer que la Cour est compétente, même lorsque l'offre est lancée à l'étranger, dépassant ainsi la compétence du CBV, limitée aux seules offres visant les sociétés françaises cotées en France.

Dix ans plus tard, la Cour décide de suivre l'approche adoptée par le CMF. Dans l'affaire Teknecomp<sup>1060</sup>, elle a nettement souligné que l'offre publique concernait les titres d'une société française cotée uniquement en France, elle était donc la seule autorité compétente indépendamment du critère de compétence choisi. Toutefois, la formulation retenue par la Cour est générale, et ne se limite pas au cas particulier de l'espèce. Celle-ci a souligné que «*les dispositions d'ordre public économique de la loi du 2 juillet 1996 et le règlement général du Conseil des marchés financiers s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français*»<sup>1061</sup>. L'intervention sur

---

<sup>1058</sup> Ibid.

<sup>1059</sup> Didier MARTIN, «Les offres publiques internationales», *op. cit.*, p. 17. L'auteur relève que la possibilité d'appliquer la loi de société initiatrice devrait être exclue, «*dans la mesure où la réglementation des offres publiques vise à protéger le marché et les actionnaires de la société cible. Ces objectifs ne pourraient être remplis dans l'hypothèse d'une application de la loi de la société initiatrice, car cette technique conduirait nécessairement à un law-shopping par lequel une société pourrait délibérément choisir de lancer son offre par l'intermédiaire d'une autre société relevant d'un droit très libéral*».

Cette solution est aussi adoptée par la jurisprudence : CA Paris 13 juillet 1988, affaire Holophane (Sté Emess Plc. c/ Sté Thorn Emi Plc. et autres) ; CA Paris, 1re ch., 13 janvier 1998, Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, RJDA 5/98 no 604.

Voir dans le même sens : Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *op. cit.*, p.135 ; Jean-Christophe DEVOUGE, «Réforme du droit des offres publiques : quel régulateur pour les offres publiques transfrontalières ?» *RTDF* N° 3 – 2012, p. 26. L'auteur estime «*qu'on comprend mal comment une société de droit étranger pourrait imposer son régulateur et son droit à sa cible cotée et établie dans un autre État*» ; Didier MARTIN et Florence HAAS, «La compétence internationale de l'Autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *op. cit.*, p. 37 ; Xavier BOUCOBZA, «la loi applicable à l'offre publique d'acquisition», *Bulletin Joly Bourse*, 1999, p. 3.

<sup>1060</sup> CA Paris, 1re ch., Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, *op. cit.*

<sup>1061</sup> Ibid.



le marché français constitue donc le critère d'application des réglementations d'offre publique. Ce critère est adopté dans d'autres dispositions du droit boursier français dès lors que le marché français est le terrain d'opérations financières<sup>1062</sup>. Comme le relève un auteur, «*la Cour d'appel s'est attachée à l'intervention sur le marché français pour fixer les contours de l'application internationale de la réglementation des offres publiques*»<sup>1063</sup>.

La Cour semble donc rattacher la réglementation des offres publiques à la catégorie des lois de police d'application territoriale<sup>1064</sup>. Ainsi, la doctrine pose la question de savoir si la Cour, aurait adopté la même décision si la société cible avait été une société étrangère cotée sur le marché français<sup>1065</sup>. La Cour souligne que l'extraterritorialité se mesure par rapport au lieu de cotation des titres et à la situation du siège social de la société cible<sup>1066</sup>. En considérant que l'un et l'autre se trouvent sur le territoire français, l'injonction adressée à un destinataire situé hors du territoire français ne provoque aucune manifestation d'extraterritorialité dans son exécution<sup>1067</sup>. Elle a pour objet d'ordonner à une société étrangère de déposer une offre publique, qui, en l'espèce, sera entièrement exécutée sur le marché français de cotation des titres de la société cible.<sup>1068</sup> L'extraterritorialité peut être invoquée lorsque le siège social de la société cible est situé en dehors de la France. Ainsi, le droit français est-il compétent pour régir l'offre publique lancée par une société étrangère sur les titres d'une société étrangère cotée en France ?

---

<sup>1062</sup> Aline TENENBAUM, «L'application territoriale du droit boursier», *Petites affiches*, 18 janvier 1999 n° 12, p. 10.

<sup>1063</sup> *Ibid.*, p. 10.

<sup>1064</sup> Xavier BOUCOBZA, «La loi applicable à l'offre publique d'acquisition», *op. cit.*, p. 3 ; Paul Le CANNU, «Offre publique d'achat obligatoire pour une société étrangère, et notion de part essentielle des actifs de la société holding intermédiaire (art. 5-3-7 du règlement du CMF)», *op. cit.*, p. 578 ; Aline TENENBAUM, «L'application territoriale du droit boursier», *op. cit.*, p. 10.

<sup>1065</sup> Xavier BOUCOBZA, «La loi applicable à l'offre publique d'acquisition», *op. cit.*, p. 3.

<sup>1066</sup> CA Paris, 1<sup>re</sup> ch., Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, *op. cit.*

<sup>1067</sup> La société requérante soutient que, ni la loi française, ni le Règlement général du conseil des marchés financiers, ne sauraient imposer à une société étrangère l'obligation de déposer une offre publique d'achat, et qu'une telle imposition est considérée comme une application extraterritoriale qui est contraire à la coutume de droit international, selon laquelle un État n'est pas autorisé à exercer ses prérogatives de puissance publique sur le territoire étranger, et notamment à délivrer des injonctions à des sociétés dont le siège social est situé sur un État étranger. La Cour répond en considérant que les dispositions d'ordre public économique de la loi du 2 juillet 1996 et le Règlement général s'imposent, à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français. Ces dispositions ne contiennent aucune mesure d'exécution forcée à l'étranger, elles sont donc applicables à la requérante. CA Paris, 1<sup>re</sup> ch., Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, *op. cit.*

<sup>1068</sup> *Ibid.*

La position de l'autorité de régulation boursière peut être illustrative. Prenons l'exemple de l'offre publique lancée par la société Mittal Steel sur les titres de la société luxembourgeoise Arcelor cotés sur plusieurs marchés, y compris le marché de son pays d'origine et le marché français<sup>1069</sup>. Dans cette affaire le régulateur français s'est déclaré compétent et a revendiqué l'application de la réglementation française des offres publiques, en se basant sur la cotation des titres visés par l'offre sur le marché français. Il n'a pas tenu compte du critère de *lex societatis* bien que la société cible luxembourgeoise soit cotée sur le marché du siège social. Ce n'est qu'après discussion avec l'autorité des marchés luxembourgeoise que l'autorité française a accepté de céder à cette dernière le soin de contrôler l'offre, sûrement après avoir exigé le respect de certaines dispositions françaises. Dans son communiqué de presse du 3 février 2006, l'AMF prend acte de ce que les questions de droit des sociétés, concernant la société cible Arcelor, seront régies par le droit du siège social<sup>1070</sup>. Elle précise le 6 février 2006, les règles d'intervention, de transparence et d'information qu'elle vise à imposer aux différents acteurs en application de la réglementation boursière française<sup>1071</sup>.

Cette solution a été également adoptée au sujet d'une offre publique lancée au Canada par la Central Eastern Trust Corporation et la Banque d'épargne de Montréal sur les titres d'une société canadienne, Crédit Foncier Franco-Canadien, cotés sur le marché français et canadien. De la même manière, l'autorité française a accepté que les réglementations canadiennes régissent l'offre, à condition que certaines dispositions françaises soient respectées pour la validité de l'offre en France<sup>1072</sup>. Ainsi, le critère appliqué par le régulateur est celui de la *lex auctoritatis* qui peut laisser la place, comme dans les deux exemples susmentionnés, à la *lex societatis*, si celle-ci répond aux objectifs de la réglementation française ; sinon, certaines modifications doivent être apportées aux règles applicables pour assurer la protection du marché français et des investisseurs sur ce même

---

<sup>1069</sup> Cette offre était l'occasion de mettre en lumière, comme l'explique le professeur Didier MARTIN, un autre ordre d'extraterritorialité : «*les statuts à effets extraterritorial*». Les actionnaires de la société brésilienne Arcelor Brasil, filiale de la société Arcelor, se basaient sur une clause statutaire prévoyant l'obligation de lancer une offre obligatoire dans l'hypothèse d'un changement de contrôle. Ils revendiquaient le droit de pouvoir vendre leurs actions pour la même valeur que celle qui avait été indirectement payée pour les actions d'Arcelor Bresil détenues par Arcelor. Le régulateur boursier brésilien, saisi de l'affaire, a considéré que Mital, devenue Arcelor Mittal, était tenue de déposer cette offre. Voir Didier MARTIN, «L'extraterritorialité en droit des marchés financiers», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, Novembre 2015, dossier 52.

<sup>1070</sup> AMF, communiqué de presse de 3 février 2006, «Offre de Mittal Steel sur Arcelor : l'AMF dialogue avec ses homologues», *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers* N° 22 février 2006, p. 135.

<sup>1071</sup> AMF, communiqué de presse de 6 février 2006, «Offre de Mittal Steel sur Arcelor : rappel des règles d'intervention et de transparence applicables», *Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers* N° 22 février 2006, p. 137.

<sup>1072</sup> Voir le Rapport annuel de la COB 1978, p. 88.

marché.

## **2. L'extension de la réglementation boursière avec l'adoption des directives européennes : possibilité d'une application extraterritoriale douce**

L'Union européenne a adopté une série de directives pour harmoniser les conditions d'exercice des activités boursières dans les différents États membres. La transposition de ces directives dans chaque pays de l'Union Européenne a permis, grâce au principe de l'État membre d'origine et au principe de reconnaissance mutuelle, d'élargir le champ d'application du droit national et la compétence des autorités de régulation boursières nationales. Dès lors, certaines dispositions boursières d'un État membre peuvent être applicables même lorsque le marché boursier concerné n'est pas celui dudit État. Une certaine application extraterritoriale douce est donc possible (b). Les critères de rattachement adoptés par la directive OPA confirment cette hypothèse (a).

### **a: le système d'offre publique transfrontalière après la directive OPA**

Lorsque plusieurs autorités nationales se trouvent compétentes concernant une offre publique transnationale, il est difficile d'imaginer que l'une d'entre elles, motivée par la protection des intérêts économiques nationaux, cède sa compétence. C'est ici que les avantages des réglementations européennes se manifestent, dans la mesure où elles visent à harmoniser les législations des États membres dans l'objectif de créer des règles unifiées et de déterminer une seule autorité compétente ainsi qu'une seule loi applicable à l'offre publique transfrontière. On passe donc d'une vision nationale à une vision globale, ou pour le moins communautaire, du secteur économique<sup>1073</sup>. Cela permet d'éviter le problème des conflits de compétence, de renforcer la

<sup>1073</sup> Mathias AUDIT, «Les autorités de régulation : la confrontation des autorités nationales de régulation à la transnationalité des marchés», in *Conflit de lois et régulation économique*, L.G.D.J, 2008, p.7-8. L'auteur considère qu'au sein de l'Union européenne, «la régulation ne peut plus être strictement nationale et territoriale. L'édification du marché intérieur implique une appréhension globale, ou en tout cas communautaire, par les autorités nationales des marchés qu'elles régulent. Elles ne peuvent plus se contenter d'une vision strictement nationale du secteur économique dont elles ont la charge. Du reste, certains textes communautaires les incitent fortement à dépasser le strict cadre national».

confiance internationale dans les marchés financiers européens et la confiance des opérateurs agissant sur ces marchés et d'assurer la sécurité juridique.

Il n'est pas surprenant qu'une autorité puisse rencontrer des difficultés lorsqu'elle contrôle une offre publique ou lorsqu'elle s'assure qu'un opérateur qui se trouve sur le territoire d'un autre État respect certaines dispositions boursières nationales. La directive OPA permet d'éviter les problèmes liés à la détermination de la loi applicable, de l'autorité compétente à propos d'une offre publique transfrontière et impose une obligation de coopération entre les autorités nationales de contrôle. Avec l'entrée en vigueur des directives européennes, «*l'Autorité des marchés financiers (AMF) a vu sa pleine compétence élargir à l'égard des personnes qui, jusque-là, échappaient à son autorité*»<sup>1074</sup>. C'est le cas en matière d'offre publique d'acquisition après l'adoption en droit européen de la directive OPA. L'AMF peut donc être compétente dans certains cas même lorsque l'opération est effectuée sur le marché d'un État membre de l'EEE.

La directive OPA a été adoptée, dans l'objectif de protéger les intérêts des sociétés relevant du droit d'un État membre et les intérêts des détenteurs de titres de ces sociétés, surtout ceux possédant des participations minoritaires, et d'assurer, à l'échelle européenne, la clarté et la transparence juridique en matière d'offre publique d'acquisition et d'empêcher que les plans de restructuration d'entreprises dans la Communauté soient faussés du fait de différences arbitraires dans les cultures d'administration et de gestion<sup>1075</sup>. La directive prévoit des mesures de coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives, concernant les offres publiques d'acquisition de titres d'une société relevant du droit d'un État membre, lorsque tout ou partie de ces titres sont admis à la négociation sur un marché réglementé dans un ou plusieurs États membres<sup>1076</sup>.

Pour déterminer l'autorité compétente et la loi applicable à l'offre publique d'acquisition, la directive établit une distinction entre les questions liées à l'offre et touchant au droit des sociétés et celles touchant au fonctionnement du marché boursier. La compétence d'une autorité de régulation et l'application d'une loi aux différents aspects de l'OP dépendent essentiellement de deux critères de

---

<sup>1074</sup> Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *op. cit.*, p.134.

<sup>1075</sup> Considérants 1, 2 et 3 de la Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, Journal officiel de l'Union européenne n° L 142/12 du 30.4.2004.

<sup>1076</sup> *Ibid.*, Article premier – 1.

rattachement : le lieu du siège social de la société cible et le lieu de cotation des titres de cette société. Dans le cas de concordance entre les deux critères, l'autorité compétente et la loi applicable sont celles de l'État où se trouve le siège social de la société. Lorsque les deux lieux se trouvent dans deux pays différents, c'est le critère du marché qui est privilégié, sans que l'autorité du marché ait une entière compétence pour statuer sur toutes les questions liées à l'offre. En effet, dans ce dernier cas, la loi du marché et la loi du siège social s'appliquent simultanément en fonction de la question traitée de l'offre. Ainsi, comme le soulignent certains auteurs, «*le rattachement de la réglementation relative aux offres publiques à la loi du marché est ainsi consacré, sans que le champ d'application du droit des sociétés n'en soit, pour autant, affecté*»<sup>1077</sup>.

La loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition a transposé en droit français la directive 2004/25/CE dite directive OPA (article 433-1 du Code monétaire et financier et articles 231-1 à 234-5 du Règlement général de l'AMF). Selon le texte de la loi, l'AMF est compétente et la loi française s'applique aux offres publiques portant sur des instruments financiers émis par une société dont le siège social est établi en France et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé français. La compétence comprend dans ce cas, tant les questions concernant le droit des sociétés que celles liées au fonctionnement du marché. Lorsque l'offre vise une société établie sur le territoire d'un État membre de l'Union européenne ou État partie à l'accord sur l'EEE autre que la France, l'AMF est compétente. À condition que les titres de la société, objet de l'offre, ne soient admis aux négociations sur le marché du siège social et qu'ils aient été admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre de l'Union européenne ou État partie à l'accord sur l'EEE pour la première fois en France. En cas de multi-cotation simultanée en dehors du marché du siège social, sans que la société cible soit cotée sur le marché du siège social, l'AMF est compétente pour contrôler l'offre lorsqu'elle a été choisie par la société qui fait l'objet de l'offre (l'offre publique lancée en 2006 par NYSE sur les actions d'Euronext est un parfait exemple <sup>1078</sup>) ou par les autorités de contrôle des autres États membres de

---

<sup>1077</sup> Didier MARTIN et Florence HAAS, «la compétence internationale de l'autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *op. cit.*, p. 40.

<sup>1078</sup> La holding de droit américain NYSE Euronext a lancé une offre publique sur le capital d'Euronext. L'offre est réalisée par l'intermédiaire de NYSE Euronext N.V, une filiale néerlandaise de NYSE Euronext. Par courrier reçu le 16 octobre 2006, Euronext, dont les titres sont admis aux négociations sur le marché réglementé français "Eurolist by Euronext" et le marché réglementé belge "Trading Facility" depuis le 6 juillet 2001, a déclaré, en application de l'article L. 433-1 II 2° du code monétaire et financier, choisir l'Autorité des marchés financiers pour le contrôle de l'offre publique (Communiqué de l'AMF 206C1931). L'AMF a précisé qu'en application de l'article 222-24 du règlement général de l'AMF, les dispositions relatives aux "obligations des dirigeants, des personnes concernées et de leurs

l'Union européenne concernés suivant la date de la première admission. L'AMF applique la réglementation boursière française aux questions relatives à la contrepartie offerte et à la procédure d'offre, telles que les questions ayant trait aux informations sur la décision prise par l'initiateur de lancer une offre, au contenu du document d'offre, à la divulgation de l'offre, au calendrier, à la caducité, à la révision des termes d'offres et à la gestion de la concurrence entre différents concurrents<sup>1079</sup>.

Lorsque les titres de la société cible ne sont pas cotés sur le marché du siège social, la compétence est partagée entre l'autorité du siège social et celle du lieu de cotation, chacune d'entre elles appliquant leur loi. Dans l'hypothèse où la société cible est une société française, l'AMF sera compétente pour les questions relatives à l'information qui doit être fournie au personnel de la société visée et les questions relevant du droit des sociétés, notamment le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre (les mesures de défense en période d'offre)<sup>1080</sup>. Néanmoins, sont traitées conformément aux règles de l'État membre du marché où les titres de la société cible sont cotés, les questions touchant à la contrepartie offerte, spécialement au prix, et les questions relatives à la procédure d'offre, notamment aux informations sur la décision prise par l'initiateur de faire une offre, au contenu du document d'offre et à la divulgation de l'offre<sup>1081</sup>.

---

conseils", au "contrôle des opérations d'offre publique", ainsi que celles "relatives aux interventions sur le marché des titres concernés par une offre publique" s'appliquent dès l'annonce des caractéristiques d'un projet d'offre. AMF, «EURONEXT N.V., Communiqué sur le projet d'offre publique annoncé visant les actions de la société», Bulletin Officiel n° 128 du 25 octobre 2006, en ligne : <https://www.journal-officiel.gouv.fr/publications/balo/pdf/2006/1025/200610250615743.pdf>. Ainsi, comme la doctrine souligne, «il résulte de ce choix que deux régimes légaux doivent coexister dans le cadre de l'offre : la réglementation française, d'une part, applicable, sous le contrôle de l'AMF, à toutes les questions touchant à la contrepartie offerte ainsi que celles ayant trait à la procédure d'offre... et le droit néerlandais, d'autre part, auquel restent soumises les questions relevant du droit des sociétés et celles relatives à l'information du personnel...», Didier MARTIN, benjamin KANOVITCH et Elsa FRAYSSE, «Quelques enseignements et réflexions en matière de droit boursier, tirés du rapprochement entre NYSE et Euronext», *RTDF*, N° 1-2007, p. 7.

<sup>1079</sup> Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *op. cit.*, p. 139.

<sup>1080</sup> Article 4-2-e de la Directive OPA.

<sup>1081</sup> *Ibid.*

Les dispositions citées ci-dessus soulèvent certaines questions et difficultés et permettent une certaine application extraterritoriale douce.

Le mécanisme de dualité de compétence est une source de confusion puisqu'il n'est pas facile de tracer la frontière entre la réglementation des offres publiques et les compétences accordées à l'autorité du lieu de cotation d'un côté, et le droit des sociétés et les compétences accordées à l'autorité du siège social de l'autre. Certaines questions peuvent ne pas relever de la procédure ou de la contrepartie offerte par l'offre, ni du droit des sociétés<sup>1082</sup>. D'autres peuvent toucher à la loi du marché et à la loi des sociétés, telle que, par exemple, la privation du droit de vote attaché aux actions en cas de manquement aux obligations de franchissement de seuils, sanction prévue par le droit de cotation des titres et affectant directement la vie de la société et son fonctionnement interne<sup>1083</sup>. Il est donc à craindre que «*certaines questions soient délicates à attribuer soit à l'autorité du siège social de la société cible soit à celle du lieu de cotation*»<sup>1084</sup>. De surcroît, la directive ne prévoit rien à propos de la loi applicable à l'offre publique de retrait et le retrait obligatoire. Le critère chronologique en cas de multi-cotation peut être critiqué si le marché de première cotation n'est pas le marché directeur, ou encore s'il est seulement un marché marginal<sup>1085</sup>.

Par ailleurs, la directive ne traite pas le cas de l'offre publique lancée sur les titres d'une société de pays tiers cotés sur un marché d'un État partie à l'accord sur l'EEE. Dans une telle situation, il faut revenir au droit national de chaque État membre pour déterminer les réglementations applicables et l'autorité compétente. Les dispositions et pratiques (expliquées précédemment) appliquées en France avant l'adoption de la directive OPA continuent donc à fonctionner à l'égard des offres visant les titres des sociétés de pays tiers à l'EEE cotées sur le

---

<sup>1082</sup> Didier MARTIN, «Les offres publiques internationales», *op. cit.*, p. 18.

<sup>1083</sup> Aline TENENBAUM, «La compétence internationale des autorités de surveillance des marchés financiers en matière d'offre publique, Réflexion à propos de l'offre publique de la société Mittal Steel sur les titres de la société Arcelor», *Revue critique de droit international privé*, N° 3-2006, p. 573.

<sup>1084</sup> *Ibid.*, p. 573. Sur ce point, Hubert REYNIER souligne qu'une série de points reste floue quant à savoir s'ils relèvent véritablement de la procédure d'offre et donc de la compétence de l'autorité de marché, tel que la conditionnalité de l'offre, la révocabilité des apports ou encore la déclaration d'intention à l'occasion d'un franchissement du seuil. Hubert REYNIER, «Les offres publiques internationales : répartition géographique de compétence», *RTDF*, N° 3-2006, p. 99.

<sup>1085</sup> Jean-Christophe DEVOUGE, «Réforme du droit des offres publiques : quel régulateur pour les offres publiques transfrontalières ?» *op. cit.*, p. 26.

marché français. L'AMF peut donc appliquer les réglementations d'offre publique aux offres visant des instruments financiers émis par des sociétés de pays tiers à l'EEE et qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé français<sup>1086</sup>. De même, la directive n'aborde pas l'hypothèse dans laquelle la société cible est cotée sur le marché de son siège social et sur un ou plusieurs marchés européens. La doctrine pose, dans un tel cas, une présomption en faveur de la compétence de l'autorité du siège social qui appliquera sa loi<sup>1087</sup>.

Indépendamment des critiques que nous pouvons adresser à la directive<sup>1088</sup>, elle a le mérite d'harmoniser les réglementations nationales des États membre en matière d'offre publique. Cela constitue une progression importante en matière de sécurité juridique puisqu'elle permet aux différents acteurs du marché de savoir vers quel droit s'orienter.

#### **b: l'application extraterritoriale douce des réglementations boursières nationales au sein de l'Union européenne**

La directive OPA adopte un double critère de rattachement en matière d'offre publique : le critère du siège social de la société cible et le critère du lieu du marché. L'adoption de ce double critère résulte de l'influence importante et non négligeable qu'ont les réglementations du marché et celles du droit des sociétés, sur le déroulement de l'offre publique. En prenant en compte les deux réglementations, certaines dispositions de l'une ou de l'autre reçoivent nécessairement une application extraterritoriale.

---

<sup>1086</sup> Article 231-1 du Règlement général de l'AMF.

<sup>1087</sup> Aline TENENBAUM, «La compétence internationale des autorités de surveillance des marchés financiers en matière d'offre publique, Réflexion à propos de l'offre publique de la société Mittal Steel sur les titres de la société Arcelor», *op. cit.*, p. 571-572. Voir également : Emmanuelle BOURETZ, «Autorité compétente et loi applicable aux opérations boursières : l'exemple des offres publiques transfrontières, Conflits de lois et régulation économique», *op. cit.*, p. 104.

<sup>1088</sup> À titre d'exemple, en cas de dissociation entre le lieu du siège social et le lieu de cotation, le critère chronologique adopté par la directive (compétence du marché de première cotation) peut être critiqué s'il conduit à accorder la compétence à une autorité de contrôle dont le marché n'est pas actif pendant la période d'acquisition. Pareillement en cas de multi-cotation simultanée. La compétence est déterminée par le choix de la société cible, ce qui peut conduire à désigner une autorité d'un marché marginal.



Selon les dispositions de la directive, lorsque la société cible est une société de droit français, dont les titres sont négociés sur le marché français, l'AMF est compétente non seulement pour les questions liées au droit des sociétés mais aussi à celles relatives au contrôle de l'offre. Autrement dit, l'AMF est compétente et le droit français est applicable à l'offre publique lancée en Allemagne sur les titres d'une société de droit français dont les titres sont négociés sur le marché français et allemand. Dans un tel cas, le droit français reçoit sans doute une application extraterritoriale puisqu'il s'applique à une opération effectuée sur un marché non français.

Lorsque les titres de la société française sont négociés uniquement sur le marché allemand, le droit français s'applique aux questions liées au droit des sociétés et à l'information qui doit être fournie au personnel de la société cible. Là encore le droit français reçoit une application extraterritoriale. En effet, les dispositions touchant à l'offre publique et rattachées au droit interne régissant la vie sociale de la société cible s'appliquent indépendamment du lieu de cotation des titres. Dans ce contexte, lesdites dispositions s'appliquent extraterritorialement même lorsque la transaction est opérée sur un marché non français. Parmi ces dispositions figurent, à titre d'exemple, le pourcentage de droits de vote qui donne le contrôle et les dérogations à l'obligation de lancer une offre, ainsi que les conditions dans lesquelles l'organe d'administration ou de direction de la société visée peut entreprendre une action susceptible de faire échouer l'offre<sup>1089</sup>.

L'offre publique pouvant entraîner une modification dans la participation des actionnaires en capital ou en droit de vote dans la société cible, se pose alors la question de la compétence internationale de l'autorité de contrôle boursier à l'égard des franchissements de seuils<sup>1090</sup>. Avant l'adoption de la loi numéro 2007-1774 du 17 décembre 2007 portant diverses dispositions d'adaptations au droit communautaire dans les domaines économique et financier, la réglementation française relative aux franchissements de seuils retenait la localisation du siège social pour déterminer la loi applicable à la société<sup>1091</sup> et s'appliquait donc aux actionnaires des sociétés françaises dont les titres étaient cotés sur un marché réglementé français<sup>1092</sup>. La loi susmentionnée élargit la compétence de l'AMF pour y inclure les sociétés françaises dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'EEE (retenant ainsi la notion

---

<sup>1089</sup> Article 4-2-e de la Directive OPA, *op. cit.*

<sup>1090</sup> Pour de plus amples informations concernant ce sujet, voir Holger FLEISCHER et Katrin DECKERT, «La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils ?» *RTDF* No1/2-2011, p. 40.

<sup>1091</sup> Article L. 210-3 du Code de commerce.

<sup>1092</sup> L'article L. 233-7-I du Code de commerce selon son ancienne rédaction.

d'État membre d'origine prévue dans la directive transparence). L'AMF est donc l'autorité compétente en matière de franchissement de seuils, lorsque les titres d'une société française sont cotés sur un marché appartenant à un État partie à l'accord sur l'EEE avec ou sans cotation sur le marché français. Ici, le lieu de cotation des titres n'a aucune importance dans la détermination de la loi applicable. Dans le cas où une société française est cotée uniquement sur le marché allemand, c'est l'AMF qui sera compétente en matière de surveillance de franchissement de seuils et c'est la loi française qui sera applicable à la déclaration, aux modalités et au calcul de franchissement de seuils. En cas de franchissement de seuil, résultant d'une opération d'offre publique lancée sur le marché allemand et visant ladite société française, le droit français s'applique extraterritorialement pour gouverner les déclarations de franchissements de seuils, quand bien même le marché français n'est pas concerné par l'opération.

De la même manière, s'appliquent aux seules sociétés de droit français, peu importe le lieu de cotation de leurs titres, les dispositions afférentes à la garantie de cours en cas d'acquisition de la majorité du capital et des droits de vote, à l'offre publique obligatoire et aux dérogations à cette obligation, et aux offres de retrait et retrait obligatoire<sup>1093</sup>. Leur champ d'application géographique ne dépend pas de la passation de l'opération sur le territoire français. Cela est justifié par le fait que ces procédures «*sous-tendent des obligations dont le déclenchement ne démarque pas du droit des sociétés régissant l'émetteur*»<sup>1094</sup>. À titre d'exemple, l'obligation d'offre est fermement liée à la notion de contrôle, qui doit être nécessairement définie conformément au droit applicable à la société. C'est la *lex societatis* qui est donc applicable alors même que les titres ne sont pas cotés sur un marché situé sur le territoire français. L'AMF peut donc exiger le dépôt d'une offre sur une société française dont les titres ne sont cotés que sur un ou plusieurs marchés non français. Comme le relève un auteur, cette compétence en direction des sociétés hexagonales trouve éventuellement à s'exercer hors marché domestique<sup>1095</sup>.

En outre, les dispositions contenues dans les articles 233-32 et suivants du Code de

---

<sup>1093</sup> Articles 433-3 et 433-4 du Code monétaire et financier.

<sup>1094</sup> Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *op. cit.*, p. 136. À titre d'exemple et selon l'auteur, le retrait obligatoire s'assimile à un droit d'expropriation et parce qu'il touche au droit de la propriété ne peut être mis en œuvre indépendamment de la *lex societatis*.

<sup>1095</sup> *Ibid.*, p. 140.

commerce relatives aux mesures de défense que la société peut prendre pendant la période d'offre publique et qui sont susceptibles de faire échouer l'offre, sont applicables aux seules sociétés françaises, peu importe le lieu de cotation de leurs titres. Les juridictions françaises, ont donc compétence pour résoudre tout litige résultant de la mise en œuvre de ces mesures. Les dispositions susmentionnées sont donc d'application extraterritoriale probable de sorte qu'elles s'appliquent dans le cas d'une offre publique lancée sur les titres d'une société française cotés sur un ou plusieurs marchés étrangers.

En ce qui concerne le document d'offre, l'article 6 de la directive OPA prévoit que celui-ci est soumis à l'approbation préalable de l'autorité de contrôle compétente. En effet, la directive pose le principe de la détermination d'une seule autorité compétente pour le contrôle de l'offre et de la reconnaissance mutuelle par les autres autorités des États membres des documents d'offre visés par cette première<sup>1096</sup>. Une fois agréé par celle-ci, le document d'offre sera reconnu sous réserve de la traduction éventuellement exigée, dans tout autre État membre sur le marché duquel les titres de la société visée sont admis à la négociation, sans qu'il soit nécessaire d'obtenir l'approbation des autorités de contrôle de cet État membre<sup>1097</sup>.

Ainsi, dans le cas d'une société de droit français cotée sur Euronext et sur la bourse de Francfort, l'AMF sera l'autorité compétente pour viser le document d'offre. Le document ainsi visé sera reconnu par l'autorité allemande de contrôle des marchés financier (BaFin). Cette dernière ne peut exiger l'insertion d'informations complémentaires dans le document d'offre, que si ces informations sont propres au marché allemand et sont relatives aux formalités à remplir pour accepter l'offre et pour recevoir la contrepartie due à l'issue de l'offre ainsi qu'au régime fiscal auquel la contrepartie offerte aux détenteurs de titres sera soumise<sup>1098</sup>. Grâce au régime du passeport européen, le document d'information agréé par l'AMF produit ses effets en dehors du territoire français. En l'occurrence, sur le marché allemand sur lequel les titres de la société visée ont été admis à la négociation.

Si, dans l'exemple susmentionné, l'offrant est une société espagnole, la Commission nationale du marché des valeurs mobilières d'Espagne (CNMV) sera compétente pour approuver le prospectus lorsque l'offrant remet des titres en échange dans le cadre d'une offre publique d'échange

<sup>1096</sup> Didier MARTIN, «Les offres publiques internationales», *op. cit.*, p.18 ; Didier MARTIN et Florence HAAS, «la compétence internationale de l'autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *op. cit.*, p. 40.

<sup>1097</sup> Article 6 de la Directive OPA, *op. cit.*

<sup>1098</sup> Ibid., Article 6-2.

ou d'une offre publique mixte, conformément aux dispositions de la directive Prospectus qui pose le principe de l'approbation du prospectus par l'autorité compétente de l'État membre d'origine<sup>1099</sup>. Le prospectus profite du régime du passeport européen et sera reconnu par l'AMF sans que celle-ci n'ait à engager de procédure d'approbation et administrative à son égard, pour autant qu'elle reçoive la notification prévue à l'article 18 de la directive Prospectus<sup>1100</sup>. Il ne faut donc pas confondre l'autorité compétente pour approuver le document d'offre, l'AMF en l'occurrence, avec l'autorité compétente pour approuver le prospectus, la CNMV.

Tant le document d'offre que le prospectus produisent leurs effets en dehors du territoire de l'État qui les a visés. En mettant en œuvre le principe de l'État membre d'origine, le Règlement général de l'AMF précise que cette dernière est compétente pour viser le prospectus, lorsque l'émetteur a son siège statutaire en France et l'offre au public ou l'admission aux négociations sur un marché réglementé porte sur les titres financiers mentionnés au I de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier<sup>1101</sup>. Cette "compétence obligatoire" résultant du principe de l'État d'origine *«peut donc conduire à soumettre à l'AMF l'information diffusée par le prospectus, bien que le seul lien d'attache avec la France réside dans la localisation du siège statutaire de l'émetteur»*<sup>1102</sup>. L'AMF exerce sa compétence extraterritorialement pour contrôler, dans ce cas, des informations qui ne concernent pas nécessairement le marché soumis à sa supervision.

Si l'on se tourne ensuite vers d'autres dispositions boursières telles que celles concernant l'obligation d'information, on s'aperçoit que la compétence de l'AMF et le champ d'application du droit boursier français ne se limitent pas aux lignes géographiques. En raison de la domination dans les directives européennes, du principe de l'État d'origine, l'autorité de contrôle d'un État membre peut être compétente même lorsque son marché boursier n'est pas concerné. Ainsi, *«d'une part, l'AMF peut être compétente en tant qu'autorité de l'État d'origine, alors même que le marché français n'est pas concerné et d'autre part, l'AMF peut être compétente quand un marché réglementé d'un État de l'espace économique européen est visé»*<sup>1103</sup>. Dans le même contexte, lorsque l'émetteur a son siège statutaire en France, l'AMF est compétente et la réglementation française est

---

<sup>1099</sup> Article 13-1 de la Directive prospectus, *op. cit.*

<sup>1100</sup> *Ibid.*, Article 17-1.

<sup>1101</sup> Article 212-2 du Règlement générale de l'AMF

<sup>1102</sup> Aline TENENBAUM, «l'internationalisation des marchés financiers et la compétence des autorités en matière d'information : la disparition de l'exigence d'un lien territorial ?», in Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France VI, édition RB 2013, p 710.

<sup>1103</sup> *Ibid.*, p 709.

applicable aux rapports financiers contenant les informations comptables et financières périodiques et continues relatives à certains instruments financiers<sup>1104</sup>. Dans ce cas, l'AMF a une compétence obligatoire «*peu importe que les titres concernés soient admis sur un marché réglementé supervisé ou non par l'AMF dès lors qu'il s'agit d'un marché d'un État partie à l'Espace économique européen*»<sup>1105</sup>.

Il résulte de ce qui précède, qu'en raison de l'adoption des directives européennes qui tendent à harmoniser les dispositions boursières des États membres, le champ de compétence des autorités nationales et des lois nationales s'est élargi géographiquement pour couvrir, dans certaines conditions, des situations apparues sur les territoires des autres États membres. Certaines dispositions françaises trouvent donc à s'appliquer extraterritorialement, quand bien même l'opération est effectuée en dehors du territoire français. Cette application extraterritoriale est douce et ne soulève que rarement des conflits entre les autorités compétentes des États membres. Toutefois, en cas de désaccords entre celles-ci, eu égard à une situation transfrontalière, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) dispose d'un pouvoir de médiation à caractère juridiquement contraignant, lui permettant de régler les différends entre les autorités nationales compétentes<sup>1106</sup>.

### **C. L'extraterritorialité et la régulation des opérations boursières effectuées sur un marché étranger non-européen**

L'application du droit boursier français aux opérations effectuées sur un marché non français dépend de la localisation de ce marché : marché d'un État partie à l'EEE ou marché d'un pays tiers. Dans le premier cas, l'opération est soumise, comme vu précédemment, aux règles particulières issues des directives européennes et permettant une sorte d'application extraterritoriale que l'on a

---

<sup>1104</sup> Article 451-1 du Code monétaire et financier et article 222-1 du Règlement générale de l'AMF.

<sup>1105</sup> Aline TENENBAUM, «l'internationalisation des marchés financiers et la compétence des autorités en matière d'information : la disparition de l'exigence d'un lien territorial ?», *op. cit.*, p 710-711. L'auteur ajoute que «*la réglementation applicable par l'AMF sera pour l'essentiel française, ce qui fera coïncider les exigences de transparence avec celles, souvent intimement liées, résultant de la loi française en tant que lex societatis*».

<sup>1106</sup> Article 19 du Règlement (UE) N° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, Journal officiel de l'Union européenne L 331/84, 15.12.2010.

appelé l'application extraterritoriale douce. Seulement lorsque le marché est un marché d'un pays tiers, une comparaison s'impose entre l'application extraterritoriale du droit boursier français aux opérations financières effectuées à l'étranger et celle du droit américain.

Malgré la concordance des objectifs suivis par le droit américain et français, une divergence entre les moyens utilisés par les deux droits pour y arriver subsiste. Le droit américain adopte des critères de rattachement lui permettant de contrôler une opération effectuée en dehors des États-Unis, pour la simple raison que celle-ci affecte les intérêts des investisseurs américains. Une offre publique lancée par une société non américaine sur un marché non américain et visant les titres d'une société non américaine, peut être soumise aux dispositions américaines régissant les offres publiques et sera donc soumise à l'obligation d'enregistrement et au contrôle de la SEC, si les actionnaires américains détiennent plus de 10% des titres recherchés dans l'offre. Au contraire, le droit boursier français adopte une vision beaucoup plus restreinte. À titre d'exemple, contrairement au droit américain, le droit français ne s'applique pas à une offre publique visant une société étrangère cotée sur un marché d'un pays tiers sous prétexte que le nombre des investisseurs français possédant des titres de cette société atteint ou dépasse un certain chiffre. Cependant, certaines dispositions françaises tirées du Code du travail ou du Code de commerce peuvent être appliquées si la société qui lance l'opération est une société française. Prenons l'exemple d'une OPA/OPE lancée aux États-Unis par une société française sur les titres d'une société américaine. La société française constitue une filiale aux États-Unis qui va fusionner avec la société cible américaine. Les actionnaires de la société cible reçoivent alors des titres de la société française acquéreur en échange de leurs actions. À la suite de cette opération, la cible devient une filiale américaine de la société française. Pourrions-nous considérer que cette opération ayant pour objet principal l'émission d'une offre publique d'achat, fût-elle à l'étranger, est exonérée de certaines dispositions françaises telle que par exemple la consultation préalable du comité d'entreprise avant la signature du *«merger agreement»* et l'annonce concomitante de l'opération ?<sup>1107</sup> Joël GRANGÉ répond à cette interrogation en estimant que *«bien que l'OPA/OPE se déroule sur le territoire américain, on ne peut pas soutenir qu'elle soit un non-événement pour l'entité française car elle est susceptible d'avoir une incidence sur la marche générale de l'entreprise. Le comité d'entreprise de l'entité française doit donc être, sans aucun doute, informé et consulté»*<sup>1108</sup>.

---

<sup>1107</sup> Cette exemple est pris de l'étude faite par Joël GRANGÉ sur «La résistance de la norme nationale française à la norme nationale étrangère», La Semaine Juridique Social n° 17-18, 3 Mai 2016, p. 1154.

<sup>1108</sup> Ibid., p. 1154.

En effet, comme nous l'avons vu précédemment, le critère du marché occupe une place très importante dans les réglementations boursières françaises. Pour cette raison, le droit français considère en principe que l'opération effectuée sur un marché étranger est soumise au droit étranger (application de la loi du marché). Ainsi, la COB a considéré que *«lorsqu'une offre publique d'achat ou d'échange ouverte principalement hors de France concerne aussi des actionnaires français, l'offre sort du champ de compétence du CMF et le règlement n°89-03 de la Commission ne s'applique pas»*<sup>1109</sup>. On peut, par conséquent, logiquement déduire que l'opération effectuée sur un marché d'un pays tiers entre des parties non françaises, sort du champ d'application du droit français. Le Tribunal de première instance des Communautés européennes a confirmé ce principe en considérant que le règlement n° 4064/89 n'était pas applicable à une opération de concentration, *«dès lors que celle-ci concernait des activités économiques menées sur le territoire d'un pays tiers, la république d'Afrique du Sud, et qu'elle aurait été approuvée par les autorités de ce pays. Le règlement ne s'appliquerait qu'aux opérations de concentration effectuées dans la Communauté»*<sup>1110</sup>. En effet, comme le confirme la jurisprudence de la CJCE, l'exercice par la Communauté européenne de ses compétences est couvert par le principe de territorialité, principe universellement reconnu en droit international public<sup>1111</sup>. Par conséquent, les autorités compétentes ne devraient pas interpréter les normes boursières en méconnaissance de ce principe, pour exercer une compétence extraterritoriale.

Lorsque l'investisseur français prend l'initiative d'effectuer une opération sur un marché étranger, il engage sa propre responsabilité : le droit français ne s'applique pas à l'opération<sup>1112</sup>. De même, un intermédiaire étranger est libre de fournir des services financiers à l'étranger, même à des investisseurs français sans être soumis aux dispositions du droit français. Ainsi, la gestion de portefeuille pour le compte d'un investisseur français et le conseil en investissements financiers ne

---

<sup>1109</sup> COB, «Obligations d'information du public français lorsqu'une offre publique d'achat ou d'échange est soumise à un droit étranger», Bulletin COB n° 357, Mai 2001, p. 112. Dans un tel cas, la société initiatrice de l'offre est dispensée d'établir une note d'information visée par l'autorité boursière française à l'intention des actionnaires français. Néanmoins, pour assurer un traitement équitable aux porteurs français d'actions et pour respecter le principe d'équivalence d'information en France et à l'étranger, ladite autorité demande que soient publiées des informations sur l'opération elle-même et sur la société cible.

<sup>1110</sup> Tribunal de première instance des Communautés européennes, 5<sup>ème</sup> Chambre élargie, Arrêt du 25 mars 1999, Affaire n° T-102/96, Gencor Ltd c/ Commission des Communautés européennes, Rec. p. II - 753, point 49.

<sup>1111</sup> CJCE, 27 septembre 1988, Ahlström Osakeyhtiö e.a./Commission, 89/85, 104/85, 114/85, 116/85, 117/85 et 125/85 à 129/85, Rec. p. 5193, point 18. Voir dans le même sens, CJCE, 24 novembre 1992, Poulsen et Diva Navigation, C-286/90, Rec. p. I-6019, point 9).

<sup>1112</sup> Voir dans ce sens : Hervé SYNDET et Aline TENENBAUM, *Instruments financiers*, Dalloz janvier 2009.

relèvent pas de la loi française si le service est rendu hors du territoire français<sup>1113</sup>.

Dans le cas où l'investisseur français est sollicité par un intermédiaire étranger non-résident en France pour réaliser une opération sur un marché étranger, ledit intermédiaire doit obligatoirement respecter certaines règles françaises liées au démarchage. En droit américain, une telle communication avec un investisseur américain est considérée comme une offre adressée à un résident des États-Unis, qui doit être enregistrée auprès de la SEC et sera soumise aux réglementations américaines des offres publiques. Il en va autrement en droit français. La prise de contact avec un résident français dans l'objectif de l'encourager à effectuer une opération sur un marché étranger, n'est pas considérée comme une offre et l'opération n'est donc pas soumise à l'obligation d'enregistrement. L'opération reste soumise au droit du marché mais l'intermédiaire étranger doit respecter les règles de démarchage prévues par la réglementation boursière française.

Par conséquent, les opérations effectuées sur un marché d'un pays tiers, entre des parties non françaises, ne rentrent pas dans le champ de compétence du droit boursier français. Également n'y entre pas, les opérations effectuées sur un marché étranger par un investisseur français. On peut ajouter aussi, en principe, les opérations réalisées à l'étranger par un intermédiaire ou un émetteur français. En effet, l'AMF a considéré que *«la réglementation française n'a pas lieu de s'appliquer lorsque les conseils sont exclusivement fournis à des personnes résidant à l'étranger, à moins que ces personnes ne se déplacent sur le territoire français pour recevoir lesdits conseils ; hormis ce dernier cas, il appartient au conseiller de respecter la réglementation étrangère, notamment celle du pays où réside son client, susceptible de s'appliquer à sa prestation»*<sup>1114</sup>. Non seulement une telle activité ne rentre pas dans le champ de compétence de la réglementation française, mais, de surcroît, l'intermédiaire doit respecter les réglementations locales du pays de résidence de son client qui sont applicables à la prestation de service.

Similairement, l'émission d'obligations étrangères est soumise à la loi de la bourse. Ainsi, lorsqu'une société française place un emprunt obligatoire au Japon, *«l'émission est entièrement*

<sup>1113</sup> L'exemple est pris de l'étude faite par Jean STOUFFLET et Emmanuelle BOURETZ dont le titre est le suivant : «marchés d'instruments financiers en droit international. – Statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers . – Conflits d'autorités et conflits de lois», JurisClasseur international, Fascicule n°566-30, 2012.

<sup>1114</sup> AMF, «Position – recommandation AMF – Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers, DOC-2006-23, 22 septembre 2006, modifiée le 21 janvier 2014, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.



*soumise au régime du marché de l'emprunt (c'est donc le critère de la loi du marché)*»<sup>1115</sup>. Dans le cas d'une offre publique visant les titres d'une société de droit français qui n'est pas cotée en France, l'AMF ne sera en aucun cas l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre, que la société soit cotée sur un marché d'un État partie à l'accord sur l'EEE ou sur un marché d'un pays tiers<sup>1116</sup>. Seules les questions relevant du droit des sociétés et de l'information du personnel seront réglées par le droit français. L'opération elle-même échappe à l'empire du droit français et est donc soumise au droit du marché.

En dernier lieu, reste le cas concernant les opérations réalisées sur un marché d'un pays tiers sur les titres d'une société de droit étranger cotée à la fois sur ledit marché et sur le marché français. La pratique montre que l'AMF reconnaît la compétence de l'autorité du marché pour le contrôle de l'opération, mais garde simultanément certaines compétences fondées sur un critère territorial en considérant que les titres de la société étrangère sont également cotés en France<sup>1117</sup>. C'est le cas des dispositions d'ordre public économique qui s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français<sup>1118</sup>, telles que celles concernant les informations données au public. L'AMF a le pouvoir de contrôler le caractère exact, précis, sincère et non trompeur de l'information donnée au public en vue d'opérations sur un marché d'un pays tiers<sup>1119</sup>. Lorsque l'offre est lancée sur un marché étranger sans qu'il soit prévu d'offre subsidiaire en France, l'autorité boursière française demande, pour assurer un traitement équitable aux porteurs français d'actions, et pour respecter le principe d'équivalence d'information, que soient publiées des informations sur l'opération elle-même et sur la société cible. Ainsi, pour garantir un traitement équivalent entre tous les actionnaires, des informations concernant les principaux traits de l'opération et la procédure facultative de cession des titres ont été mises à la disposition du public français lors de l'offre publique d'échange lancée aux États-Unis (il n'a pas été prévu d'offre subsidiaire en France en raison du nombre marginal des titres détenus par les porteurs français "environ 45.000 titres") par la banque Chase Manhattan Corporation, société cotée à l'époque de l'offre à la bourse de New York sur les actions de la banque JP Morgan, société cotée à l'époque de l'offre à New York et à Paris<sup>1120</sup>.

<sup>1115</sup> Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, *Droit financier, op. cit.*, p. 1219.

<sup>1116</sup> Emmanuelle BOURETZ, «Autorité compétente et loi applicable aux opérations boursières : l'exemple des offres publiques transfrontières, Conflits de lois et régulation économique», *op. cit.*, p. 108.

<sup>1117</sup> COB, «Offres de la Central Eastern Trust Corporation et de la Banque d'épargne de Montréal sur les actions du Crédit Foncier Franco-Canadien», Rapport annuel de la COB 1978, p. 88.

<sup>1118</sup> CA Paris, 1<sup>re</sup> ch., Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, *op. cit.*

<sup>1119</sup> Article 251-1 du Règlement générale de l'AMF.

<sup>1120</sup> COB, «Obligations d'information du public français lorsqu'une offre publique d'achat ou d'échange est soumise à un

Par ailleurs, il peut arriver que les deux autorités se déclarent compétentes, en particulier, en l'absence d'une convention régulant les conflits de compétence entre les deux pays. Lorsque l'initiateur lance une offre publique sur les titres d'une société étrangère cotée en France et sur le marché du pays du siège social qui n'appartient pas à l'EEE, l'AMF peut se déclarer compétente si, par exemple, les réglementations boursières du siège de la société ne connaissent pas le système d'offre publique. Dans un tel cas, les règles applicables dans l'État du siège social pourront se cumuler avec les règles françaises. Il sera alors nécessaire pour l'initiateur de mener parallèlement deux procédures tout en respectant l'égalité entre actionnaires, notamment dans l'information qui leur est délivrée<sup>1121</sup>.

Il résulte de ce qui précède, que l'extension de l'application du droit boursier français aux opérations boursières transfrontalières est beaucoup plus limitée que celle de son homologue américain. La pratique des autorités américaines montre une réelle volonté de contrôler des opérations à caractère majoritairement extraterritorial. C'est ainsi que celles-ci ont confirmé à maintes reprises leur compétence et l'application du droit américain à l'égard de situations connues sous le nom de «*Foreign Cubed*» *Class Actions*. Tout en adoptant les mêmes objectifs, à savoir assurer la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés boursiers, le droit boursier français ne prétend pas avoir le même champ d'application. Il vise à contrôler principalement les opérations effectuées sur le marché français et dans certaines mesures, grâce à une harmonisation mise en place au niveau européen, certaines opérations réalisées sur des marchés appartenant aux États membres. Également, le droit français ne tente pas de contrôler des opérations effectuées sur les marchés des pays tiers même lorsque celles-ci sont effectuées par une personne française, physique ou morale.

---

droit étranger», *op. cit.*, p. 112. Cette solution a été également adoptée par la COB lors de l'augmentation de capital de la société Lafarge réalisée en vue de financer l'acquisition de la société britannique Blue Circle. En effet, l'offre publique d'achat sur les titres Blue Circle n'était pas ouverte en France, et aucun prospectus décrivant l'opération n'a été établi à l'intention des actionnaires français. Pour garantir néanmoins l'équivalence d'information sur les différents marchés, il a été demandé à la société Lafarge d'introduire dans la note d'opération relative à l'augmentation de capital un grand nombre d'informations concernant la société cible. Voir le même Bulletin COB n° 357 Mai 2001, p. 112.

<sup>1121</sup> Commentaire de l'article 231-1 du RG de l'AMF, Règlement général de l'AMF commenté et textes liés, LexisNexis, 2013, p. 184.



## **Chapitre 2. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre jeu de puissance et opportunité de rapprochement**

Il est manifeste, qu'en raison de la globalisation et de l'interconnexion des marchés boursiers, le droit boursier américain a joué une influence très importante sur des transactions transfrontalières, que celles-ci aient une répercussion directe ou indirecte sur l'économie américaine. Le régulateur américain se présente donc comme le policier du monde. Cela peut, selon toute vraisemblance influencer les intérêts des sociétés et des investisseurs européens. L'Europe a, à plusieurs reprises, exprimé ses mécontentements concernant les pratiques extraterritoriales des États-Unis. En raison de la puissance économique qu'elle occupe aujourd'hui<sup>1122</sup>, l'Union européenne est devenue un partenaire de plus en plus indispensable sur la scène internationale. Comme le signale l'ancien président de la Commission européenne José Manuel Barroso : *«si, aujourd'hui, les États-Unis écoutent davantage l'Europe, c'est, à mon sens parce que, nous avons fait ce qu'il fallait pour qu'il vaille la peine de nous écouter. Si les États-Unis voient de plus en plus dans les relations transatlantiques un moyen d'agir ensemble pour promouvoir la démocratie et la liberté, c'est parce que nous avons montré que nous pouvions obtenir des résultats sur la scène mondiale»*<sup>1123</sup>. L'application extraterritoriale du droit américain est une occasion de dialogue transatlantique. Ce qui permet à l'Union européenne et aux États-Unis d'entretenir aujourd'hui des relations économiques étroites, et également tenir des sommets présidentiels à intervalles réguliers dans l'objectif de renforcer et de promouvoir la coopération transatlantique.

### **Section 1. L'application extraterritoriale : un révélateur de la domination d'une puissance économique**

*«Les USA sont clairement passé du soft law ... au hard law, avec le souci d'imposer leur règles juridiques et commerciales adossées à un système juridique redoutable, quitte à générer des*

---

<sup>1122</sup> l'UE a aujourd'hui une puissance économique incontestable : premier investisseur et premier récepteur d'investissements au monde ; premier importateur et exportateur ; premier PIB mondial ; et 500 millions de consommateurs.

<sup>1123</sup> Commission Européenne, *L'Union européenne et les États-Unis : Des partenaires mondiaux, des responsabilités mondiales*, juin 2006, en ligne : [http://eeas.europa.eu/us/docs/infopack\\_06\\_fr.pdf](http://eeas.europa.eu/us/docs/infopack_06_fr.pdf).

*distorsions manifestes de concurrence, pour mieux s'en affranchie quand il s'agit de leurs intérêts propres. Cette guerre asymétrique, dont l'extraterritorialité du droit en est désormais l'arme principale, est aujourd'hui une nouvelle conflictualité dont le Department of Justice (DOJ) en est le bras armé»<sup>1124</sup>. En matière boursière, l'influence des États-Unis, comme plus grande puissance économique dans le monde, sur les marchés boursiers mondiaux leur a donné la capacité d'imposer leurs lois et pratiques aux autres nations. Les dispositions anti-fraude constituent l'exemple parfait de l'application extraterritoriale extensive des lois boursières américaines.*

### **Paragraphe 1. Les États-Unis : une superpuissance qui impose ses règles aux marchés boursiers mondiaux**

À l'instar de la France, les États-Unis ont adopté, comme nous l'avons vu précédemment, le principe de territorialité des lois boursières. En dépit de l'existence d'une présomption de territorialité en matière de compétence, l'application extraterritoriale est reconnue en droit international. Depuis l'arrêt Lotus de la Cour Permanente de Justice Internationale (CPJI) concernant les compétences d'un État en droit international, les États disposent d'une large liberté pour exercer leurs compétences extraterritoriales à l'égard des personnes, des biens et des actes situés hors de leur territoire<sup>1125</sup>. Toutefois, la compétence normative extraterritoriale est soumise à certaines limites<sup>1126</sup>. Tant que la compétence extraterritoriale est limitée, se pose la question de savoir comment les États-Unis comprennent-ils cette notion et la mettent en pratique ? Autrement dit, les États-Unis conçoivent-ils leur compétence de manière extensive ou au contraire restrictive ?

---

<sup>1124</sup> SYNFIGE, «L'extraterritorialité ou l'extension du domaine de la lutte», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 5.

<sup>1125</sup> Affaire du Lotus, Cour permanente de justice internationale, *op. cit.*

<sup>1126</sup> Brigitte STERN, «Quelques observations sur les règles internationales relatives à l'application extraterritoriale du droit», In *Annuaire français de droit international*, édition du CNRS, volume 32, 1986. pp. 16 et s. Voir également l'arrêt Lotus qui a considéré que «*la limitation primordiale qu'impose le droit international à l'État est celle d'exclure - sauf l'existence d'une règle permissive contraire - tout exercice de sa puissance sur le territoire d'un autre État. Dans ce sens, la juridiction est certainement territoriale ; elle ne pourrait être exercée hors du territoire, sinon en vertu d'une règle permissive découlant du droit international coutumier ou d'une convention.*

*Mais il ne s'ensuit pas que le droit international défend à un État d'exercer, dans son propre territoire, sa juridiction dans toute affaire où il s'agit de faits qui se sont passés à l'étranger et où il ne peut s'appuyer sur une règle permissive du droit international».*

L'examen des textes des lois boursières et des décisions judiciaires en la matière, montrent que les autorités américaines s'intéressent à réglementer et contrôler les marchés locaux. Ce qui les a conduits à adopter, jusque dans les années soixante, une approche restrictive du champ d'application extraterritoriale du droit boursier. Dans ce cadre, une présomption contre l'application extraterritoriale a été établie et appliquée dans le domaine boursier et dans d'autres domaines. Ainsi selon cette présomption, en l'absence d'une indication claire du Congrès, une loi s'applique de manière territoriale.

Au cours des dernières décennies, malgré l'existence de cette présomption, une nouvelle approche s'est développée en faveur de l'extension du champ d'application du droit boursier au-delà des frontières américaines. Plusieurs facteurs ont conduit à cette évolution. Premièrement, des voix ont appelé à une expansion du champ d'application des lois américaines (en général), et en particulier des lois boursières. En effet, les textes de lois ont été rédigés dans des termes pouvant recevoir des interprétations larges et libérales. À titre d'exemple, le concept d'*interstate commerce*<sup>1127</sup> a été interprété au sens large pour inclure non seulement les transactions entre les États fédéraux mais aussi entre les États-Unis et un État étranger. Parce que plusieurs dispositions<sup>1128</sup> utilisent le terme «*interstate commerce*», ces dispositions peuvent être appliquées aux opérations présentant des rattachements sans importance avec les États-Unis. Cela donne aux lois américaines une portée vaste. Comme a pu l'exprimer un auteur : «*Because many of the significant provisions of U.S. securities laws are interrelated with the term "interstate commerce," which includes commerce or communication between any foreign country and any state, an argument can be made that U.S. securities laws can apply to any transaction with "one end" in the United States. Thus, theoretically and in practice, the reach of U.S. securities laws is very far*»<sup>1129</sup>.

En outre, dans l'état actuel de l'économie mondiale, une opération boursière peut être liée à divers marchés boursiers. C'est pourquoi plusieurs États peuvent se réclamer compétents à propos d'une même opération transfrontalière. En effet, en raison de la globalisation financière, quelque

---

<sup>1127</sup> The Commerce Clause (Interstate Commerce Clause) se réfère à l'article 1, section 8- 3 de la Constitution des États-Unis, qui donne au Congrès le pouvoir "de réglementer le commerce avec les nations étrangères, entre les divers États, et avec les tribus indiennes."

<sup>1128</sup> À titre d'exemple, la loi *Securities Act* de 1933 qui a été adoptée en vertu de l'*interstate commerce clause* de la Constitution exige, que toute offre ou vente de titres utilisant les moyens et les instruments du commerce inter-étatique doit être enregistrée en vertu de la loi de 1933, à moins qu'il existe une exemption d'enregistrement en vertu de la loi.

<sup>1129</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p.103-104.

soit le critère adopté par un État pour appliquer ses lois, il y a de forte possibilité que celles-ci soient appliquées en partie, directement ou indirectement, de manière extraterritoriale. Les critères adoptés par les autorités compétentes américaines, comme nous le verrons plus loin, ont facilement permis aux États-Unis d'assurer leur compétence à l'égard des opérations transnationales fondamentalement étrangères<sup>1130</sup>.

Il est nécessaire dans l'intérêt des États, qu'ils exercent leurs compétences à l'égard des activités effectuées en dehors de leurs frontières. Alors que les territoires des États sont limités, les exigences fondamentales et les intérêts vitaux des nations ne sont pas toujours mesurés en conformité avec les connexions territoriales<sup>1131</sup>. La protection des intérêts américains est assurée, effectivement, par l'influence grandissante des États-Unis en tant que plus grande puissance économique dans le monde. «*L'économie américaine est celle d'un géant qui dépasse en taille et en poids tous les autres pays du globe*»<sup>1132</sup>, écrit un auteur. Dans le même contexte, Edmond Tavernier souligne que «*les États-Unis font passer leur intérêt en premier et savent utiliser leur puissance s'ils veulent obtenir quelque chose. Il s'agit ici de la loi du plus fort*»<sup>1133</sup>. Ainsi, cette prééminence leur a donné la capacité d'imposer leurs lois et pratiques aux autres nations.

Ces facteurs, et bien d'autres, ont contribué incontestablement à l'augmentation des cas d'application des lois boursières américaines de manière extraterritoriale. Les autorités américaines ont donc appliqué les dispositions boursières aux opérations qui se déroulent dans d'autres pays (et parfois de manière agressive) citant comme argument la nécessité de protéger les intérêts des investisseurs et l'intégrité des marchés américains. Historiquement, les États-Unis est le pays le plus agressif en matière d'application extraterritoriale de ses lois<sup>1134</sup>. Cette application est fortement

---

<sup>1130</sup> Kenneth DAM a considéré que «*ower laws, and important national interests, require us to reach many transactional activities in certain ways. For exemple, the legal regime of antitrust and securities and commodities market regulation could be undermined if transactions across borders were beyond the reach of our legal system*», Kenneth DAM, «Economic and political aspects of extraterritoriality», *The international lawyer*, Vol. 19, n° 3 : 887-1985, p. 888.

<sup>1131</sup> David H. SMALL, «Managing Extraterritorial Jurisdiction Problems: The United States Government Approach», *op cit.*, p. 301.

<sup>1132</sup> Benoît Richard, «États-Unis : les dessous économiques d'une superpuissance», 07/09/2006, en ligne : [https://www.scienceshumaines.com/etats-unis-les-dessous-economiques-d-une-superpuissance\\_fr\\_14788.html](https://www.scienceshumaines.com/etats-unis-les-dessous-economiques-d-une-superpuissance_fr_14788.html). D'après M. Richard, s'il est un secteur qui résume et symbolise à la fois l'hégémonie américaine, c'est bien celui de l'économie. En la matière, les États-Unis sont un géant qui dépasse, par la taille et par le poids, tous leurs concurrents.

<sup>1133</sup> Citation tirée de l'article de Chantal MATHEZ DE SENGER, «Comment les États-Unis imposent leurs lois», *Bilan*, 30 Septembre 2012, en ligne : <http://www.bilan.ch/economie-exclusif/comment-les-etats-unis-imposent-leurs-lois>.

<sup>1134</sup> David M. GOMEZ, «Extraterritoriality in Competition Law and Globalization: Square Peg in a Round Hole?», *op.*

critiquée par d'autres pays, elle est considérée comme étant une forme d'impérialisme juridique et économique<sup>1135</sup>. Les États-Unis ne cherchent pas seulement à appliquer leurs lois de manière expansive<sup>1136</sup> mais essaient aussi de créer un système mondial construit principalement sur leurs règles et sur leurs lois. Une telle approche a créé une véritable concurrence entre les États-Unis d'une part et le reste du monde d'autre part (et en particulier l'Europe qui représente aujourd'hui l'une des rares puissances économiques capables de faire face à l'hégémonie américaine) en matière d'établissement de normes internationales<sup>1137</sup>.

### A. L'extraterritorialité du droit boursier américain : une tutelle de fait

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis s'annoncent comme le nouveau *leadership*. La période d'*american dream* a commencé<sup>1138</sup>. Les États-Unis deviennent la superpuissance mondiale. La domination américaine commence militairement, politiquement et économiquement, et puis plus récemment prend la forme d'une domination juridique<sup>1139</sup>.

---

*cit.*, p. 17 and 47.

<sup>1135</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p.104.

<sup>1136</sup> Dans ce contexte, Renaud GIRARD souligne qu' «*Aujourd'hui on assiste au privilège exorbitant de la justice américaine qui prétend appliquer sa loi au monde entier*», Renaud GIRARD, «La France doit cesser d'être le caniche des États-Unis», *Le figaro*, 31/07/2015, en ligne : <http://www.lefigaro.fr/vox/monde/2015/07/31/31002-20150731ARTFIG00353-renaud-girard-la-france-doit-cesser-d-etre-le-caniche-des-etats-unis.php>.

<sup>1137</sup> Certains auteurs parlent d'une guerre des droits en estimant qu'il est «*légitime de s'interroger pour savoir si le droit n'est-il pas à son tour devenu depuis quelques années un des champs de bataille de la guerre économique, après en avoir été une des composantes majeures ?*», DE MAISON ROUGE Olivier, «La géopolitique du droit, l'autre champ de bataille de la guerre économique», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 10.

<sup>1138</sup> Le XX<sup>e</sup> siècle est décrit par le professeur Serge SUR comme un *siècle américain*, Serge SUR, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au début du XXI<sup>e</sup> siècle*, *op. cit.*, p. 20.

<sup>1139</sup> Hervé JUVIN explique cette domination par les termes suivant : «*Snowden a révélé un système de pouvoir réellement impérial, qui tend à assurer de fait un empire mondial américain. Nous sommes face au premier nationalisme global. Le point crucial est l'association manifeste d'une surpuissance militaire, d'une surpuissance d'entreprise, et d'un universalisme provincial - une province du monde se prend pour le monde et veut imposer partout son droit, ses normes, ses règles, ses principes, en recrutant partout des complices*», Hervé JUVIN, «L'union européenne, une entreprise à décerveler les peuples», *Le figaro*, 26/06/2015, en ligne : <http://www.lefigaro.fr/vox/monde/2015/06/26/31002-20150626ARTFIG00300-herve-juvin-l-union-europeenne-une-entreprise-a-decerveler-les-peuples.php>.



Aujourd'hui, la prééminence américaine passe aussi par le droit<sup>1140</sup> et trouve dans l'extraterritorialité son outil.

## 1. Les États-Unis : de la domination politique et économique à la domination juridique

En raison du rôle de leader joué par les États-Unis, le droit boursier américain a une influence très importante sur les réglementations boursières à l'échelle mondiale. La puissance et la prédominance des États-Unis sont aujourd'hui beaucoup plus importantes que ce qu'elles étaient dans les années trente du siècle dernier, lorsque les plus importantes lois américaines relatives aux marchés financiers ont été adoptées. À cette époque, le principe de territorialité jouait un rôle important dans le domaine des relations internationales. L'application extraterritoriale des lois posaient de réelles craintes, quant à la création de conflits avec les autres pays. Cependant, l'influence croissante des États-Unis, ainsi que la diminution de l'importance des facteurs régionaux face à une globalisation accrue des marchés financiers, ont réduit de manière significative ces craintes. Aujourd'hui, les États-Unis ont une influence diplomatique, militaire, culturelle, économique et juridique considérable au niveau mondial<sup>1141</sup>. Ils occupent incontestablement par leur comportement la place de première puissance mondiale.

Les États-Unis exploitent donc leur force et supériorité économique pour s'imposer sur la scène internationale en tant que policier des marchés financiers mondiaux ou par d'autres termes comme «*global watchdog*»<sup>1142</sup>. C'est une sorte de «*mainmise judiciaire*» sur les échanges mondiaux

---

<sup>1140</sup> Alain JUILLET considère que : «Le juridique est devenu un élément clé pour imposer le leadership américain au niveau mondial», Alain JUILLET, «L'affaire Volkswagen relève d'une guerre économique menée par tous les moyens possibles», *Franceinfo*, 23/09/2015, en ligne : [http://www.francetvinfo.fr/economie/automobile/volkswagen/l-affaire-volkswagen-releve-d-une-guerre-economique-menee-par-tous-les-moyens-possibles\\_1096127.html](http://www.francetvinfo.fr/economie/automobile/volkswagen/l-affaire-volkswagen-releve-d-une-guerre-economique-menee-par-tous-les-moyens-possibles_1096127.html)

<sup>1141</sup> Voir dans ce sens, Serge SUR, *Relations internationales*, Montchrestien 6<sup>e</sup> édition 2011, p. 284 et s.

<sup>1142</sup> Ce terme est utilisé par John D. KELLY dans son article «Let there be fraud (abroad) : A proposal for a new U.S. Jurisprudence with regard to the extraterritorial application of the anti-fraud provisions of the 1933 and 1934 securities acts», *Law & Policy in International Business*, Vol. 28 : 477-1997, p. 495. Certains auteurs considèrent que la limitation du champ d'application du droit boursier américain menée dans l'arrêt Morrison de 24 juin 2010 a été adoptée dans cet esprit : renforcer le rôle de *leadership* joué par les États-Unis. Ainsi, les Professeurs MASTOR et RAPP soulignent que : «Si l'arrêt rendu par la Cour suprême le 24 juin 2010 a un intérêt et une vertu, c'est précisément dans sa propre portée «extraterritoriale», la cour ouvrant la voie aux juridictions suprêmes des autres États et se posant, par là-même,

via leur domination financière<sup>1143</sup>. Il ne faut pas oublier qu'ils bénéficient d'un appui politique solide sur beaucoup de pays qui leur permet d'exercer, si nécessaire, un poids considérable sur les gouvernements de ces pays pour défendre leurs intérêts, et que dans certains cas, ceux-ci peuvent être défendus et protégés militairement. Tous les moyens peuvent être utilisés pour assurer la domination des États-Unis<sup>1144</sup>, comme en témoigne la signature le 4 février 2016 du traité multilatéral de libre échange (accord de partenariat transpacifique ou TPP, dont les États-Unis s'en sont retirés le 23 janvier 2017). Ce traité, inspiré du droit américain, est destiné principalement à contrebalancer l'influence grandissante de la Chine en Asie Pacifique et à assurer définitivement la domination des États-Unis dans cette région. Ici, la domination est assurée par la signature d'un accord multilatéral. Comme l'a dit le président Obama, «*si ce n'est pas nous qui fixons les règles, ce sera la Chine qui le fera*»<sup>1145</sup>.

En tant que plus grande puissance économique, les États-Unis dominent le monde, grâce à leur supériorité dans les domaines politique, économique, technologique et militaire. Ce pays se permet par conséquent, d'agir comme le seul gendarme du monde qui a le devoir de montrer qu'il est responsable de la protection des autres pays et qu'il est prêt à protéger les intérêts des investisseurs et l'intégrité des bourses à l'échelle mondiale. Le problème réside, en partie, dans le fait que les États-Unis déterminent ces intérêts et ce qui peut les menacer selon leurs propres normes. Alors qu'il est clair que tous les pays n'adoptent pas les mêmes politiques législatives et ne partagent pas les mêmes priorités économiques. En outre, une telle attitude signifie, pour les États-Unis, que les autres pays ne sont pas en mesure de protéger leurs marchés et demandent ainsi l'aide des autorités américaines. Or cela n'est pas vrai. Rien ne permet de conclure que la France ou le Japon, par exemple, ne sont pas en mesure de protéger les intérêts des parties intervenant sur leurs marchés.

---

*en tant que juridiction supérieure de la première puissance économique et politique du moment, en une sorte de régulateur mondial par la valeur exemplaire de sa position», Wanda MASTOR et Lucien RAPP, «Wall Street 2 : vers la fin de la présomption de l'extraterritorialité du droit boursier américain ?», Revue de droit constitutionnel appliqué, octobre-décembre 2010, p. 478.*

<sup>1143</sup> SYNFIGE, «L'extraterritorialité ou l'extension du domaine de la lutte», *op. cit.*, p. 5.

<sup>1144</sup> Voir par exemple Alain JUILLET, «L'affaire Volkswagen relève d'une guerre économique menée par tous les moyens possibles», *op. cit.*, soulignant que «*Tous les moyens sont utilisés, à commencer par l'arme juridique pour tuer l'adversaire. En France, on a déjà vu cela. Rappelez-vous de l'affaire de la BNP*».

<sup>1145</sup> Jean-Paul BAQUIAST, «Le crash boursier chinois et la relance du projet américain de Trans-Pacific Partnership (TPP)», 8 juil. 2015, en ligne : <https://blogs.mediapart.fr/jean-paul-baquiast/blog/080715/le-crash-boursier-chinois-et-la-relance-du-projet-americain-de-trans-pacific-partnership-tpp>.

Cette politique expansionniste a augmenté le mécontentement des autres pays<sup>1146</sup>. Des auteurs décrivent les États-Unis d'ores et déjà comme «*un État voyou*»<sup>1147</sup>. Certains États essaient d'y répondre politiquement ou juridiquement<sup>1148</sup> (en édictant des lois de blocage par exemple, ou en présentant des *amicus curiae* comme il est arrivé dans l'affaire Morrison). D'autres essaient d'appliquer leurs lois extraterritorialement pour tenir compte de l'application extraterritoriale du droit américain ou pour essayer d'harmoniser leurs lois avec les lois américaines.

Incontestablement, les États-Unis agissent dans un esprit fort, capable d'imposer leurs lois sur tout comportement contraire à leurs lois, même si ce comportement intervient sur des marchés étrangers. La puissance des États-Unis «*réside aujourd'hui dans la capacité à dire le droit et à faire appliquer ce droit*», explique Hervé JUVIN<sup>1149</sup>. Ils justifient leur extraterritorialité au motif que l'interconnexion des marchés boursiers rend toute fraude commise sur une place étrangère susceptible d'affecter négativement les marchés américains. L'extraterritorialité est donc imposée dans ce cas par le pouvoir ou la pression politique ou économique. La domination américaine passe par voie de conséquence, également par le droit. Fruit du pouvoir politique et économique de l'hyperpuissance, la suprématie juridique américaine en devient à son tour l'outil<sup>1150</sup>.

---

<sup>1146</sup> Nous pouvons citer à titre indicatif certaines raisons de ce mécontentement signalées par la doctrine : alors que les États-Unis, en appliquant leurs lois extraterritorialement, interfèrent dans les affaires internes des autres pays, il n'est pas certain que les autres États souhaitent supporter les coûts de la régulation. Il y a des États qui critiquent le besoin d'une régulation pour les marchés financiers. D'ailleurs, certains États tolèrent certains types de fraude pour encourager les émetteurs à investir sur leurs marchés. Et même si certains États partagent les mêmes soucis que les États-Unis, il n'est pas certain qu'ils acceptent que ces derniers participent à la prévention des fraudes sur leurs marchés. Plusieurs pays sont sensibles à leurs souverainetés et critiquent l'expansion de la compétence américaine. De plus, il semble que les autres pays ont réagi plutôt négativement aux affirmations américaines extraterritoriales de compétence.

<sup>1147</sup> Huw JONES, «L'extraterritorialité, nouvelle menace pour le secteur financier», Les Echos Bourse, 06/02/2012, en ligne : [http://lexpansion.lexpress.fr/actualites/2/actualite-economique/l-extraterritorialite-nouvelle-menace-pour-le-secteur-financier\\_1461629.html](http://lexpansion.lexpress.fr/actualites/2/actualite-economique/l-extraterritorialite-nouvelle-menace-pour-le-secteur-financier_1461629.html).

<sup>1148</sup> Pour de plus ample information sur la contestation de l'hégémonie américaine, voir Serge SUR, *Relations internationales*, op. cit., p. 146 et s.

<sup>1149</sup> Hervé JUVIN, «L'imperium normatif et juridique américain et le système de financement du Department of Justice», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

<sup>1150</sup> Emmanuel ROSENFELD et Jean VEIL, «Le droit, vecteur de la puissance américaine», *Le Monde*, 13.02.2004, en ligne : [http://www.lemonde.fr/societe/article/2004/02/13/le-droit-vecteur-de-la-puissance-americaine-par-emmanuel-rosenfeld-et-jean-veil\\_352804\\_3224.html#cbO1dgZYpEjOv2Mx.99](http://www.lemonde.fr/societe/article/2004/02/13/le-droit-vecteur-de-la-puissance-americaine-par-emmanuel-rosenfeld-et-jean-veil_352804_3224.html#cbO1dgZYpEjOv2Mx.99).

## 2. L'extraterritorialité : un outil de domination à but réglementaire

Cette application extraterritoriale du droit boursier est un mécanisme de régulation utilisé par les États-Unis pour contrôler les activités économiques intéressant l'économie américaine, pour répondre aux exigences de l'économie mondiale nécessitant une approche réglementaire qui est en mesure de fonctionner au niveau mondial et pour inciter les autres pays à ajuster leurs réglementations boursières avec celles des États-Unis. Les États-Unis ont pris conscience que le marché avait besoin de règles, que la domination économique et juridique coûte moins cher que les opérations militaires ; le marché est donc «*devenu le lieu mythique qui gouverne l'action politique et juridique des États de la planète*», et en particulier les États-Unis<sup>1151</sup>.

L'utilité de l'application extraterritoriale des dispositions boursière est donc enracinée dans l'esprit des autorités américaines. Les objectifs qui favorisent l'édiction de règles américaines extensives ne sont pas négligeables. Comme l'a noté un auteur, «*through the application of its laws extraterritorially, a country might attempt to force the rest of the world to comply with its laws as the global standard*»<sup>1152</sup>. Il ne fait aucun doute que cette approche expansionniste du champ d'application du droit américain vise à américaniser les réglementations boursières régissant les marchés mondiaux, ou en d'autres termes, à créer des normes internationales en matière boursière fondées sur l'exemple américain. Ainsi, «*la loi américaine a vocation à remplacer les régulations internationales*»<sup>1153</sup>. L'approche américaine essaie donc de développer une «*general process of Americanization in legal thinking*»<sup>1154</sup>. On constate une domination du droit américain dans l'établissement d'un ordre juridique mondial. Ainsi un auteur a écrit : «*le droit américain est, comme l'économie américaine, le phare qui commande la circulation des normes juridiques dans l'ordre international*»<sup>1155</sup>.

De surcroît, les juges sont conscients que la concentration, aux États-Unis, des litiges internationaux apporte des bénéfices au système américain. Les contentieux transnationaux menés

---

<sup>1151</sup> Laurence BOY, «L'abus de pouvoir de marché : contrôle de la domination ou protection de la concurrence ?», *Revue internationale de droit économique*, 2005/I, p. 27.

<sup>1152</sup> Stephen J. CHOI, «Assessing Regulatory Responses to Securities Market Globalization», *op. cit.*, p. 642.

<sup>1153</sup> Serge SUR, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au début du XXI<sup>e</sup> siècle*, *op. cit.*, p. 18.

<sup>1154</sup> Ugo MATTEI, «A theory of imperial law : A study on U.S hrgemony and the latin resistance», *Indiana Journal Of Global Legal Studies*, Vol. 10:383-2003.

<sup>1155</sup> Alan B. MORRISON, «Fundamental of american law», Note bibliographique de Joël Monéger, *Revue internationale de droit comparé*, année 1997, Volume 49, N° 3, p. 743.

par la SEC, le DOJ ou par des parties privées sont des moyens utilisés par les États-Unis pour atteindre un but réglementaire. Ainsi, on peut parfois lire sous les plumes des juges américains des attendus faisant valoir, hors tout principe de compétence, l'intérêt qu'il y a pour les États-Unis à être une grande place du droit des affaires internationales<sup>1156</sup>. Alors que dans une situation transnationale, plusieurs États peuvent se déclarer compétents, l'efficacité des procédures fait des États-Unis la cible la plus importante des plaintes internationales à propos de l'extraterritorialité. Ces litiges transnationaux sont en bref, comme il l'a noté un auteur, «*the product of intentional hegemonic behavior of the United States*»<sup>1157</sup>.

Les dispositions anti-fraude en sont un exemple. Il est reconnu en droit américain que ces dispositions peuvent être appliquées extraterritorialement pour prévenir la fraude sur les marchés mondiaux. Mais elles sont aussi probablement utilisées pour inciter les autres pays à adopter des dispositions semblables. Par exemple, un État peut considérer qu'il est dans son intérêt de ne pas réprimer certains comportements dans l'objectif d'attirer des investissements étrangers sur ses marchés. L'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude américaines va peut-être obliger cet État à aligner ses dispositions liées à la prévention de la fraude sur celles des États-Unis, ne voulant pas que des transactions effectuées sur ses marchés soient soumises à la surveillance et au contrôle des autorités américaines.

Les États-Unis mènent, dans le domaine des marchés financiers, une politique impérialiste. Les autorités fédérales américaines (SEC, OFAC, IRS, etc) se meuvent, comme le note un auteur, dans un système de pensée impérialiste considérant que «*l'application universelle du droit américain au reste du monde comme un minimum vital, Rome ayant toujours été entourée de barbares*»<sup>1158</sup>. Les États-Unis considèrent que la soumission aux dispositions américaines renforce l'évolution du système économique mondial, renforce la production de richesses et crée de bonnes relations au niveau international<sup>1159</sup>. Du point de vue américain, leur intervention, en matière

---

<sup>1156</sup> Emmanuel ROSENFELD et Jean VEIL, «Le droit, vecteur de la puissance américaine», *op. cit.*

<sup>1157</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Transnational regulatory litigation», *op. cit.*, p. 304.

<sup>1158</sup> Matthieu DUBERTRET, «Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge», *Revue de droit bancaire et financier*, juillet-août 2010, p. 33.

<sup>1159</sup> Voir à titre d'exemple Merritt B. FOX qui considère que «*when a foreign firm's management voluntarily chooses to be bound by the U.S. disclosure and fraud-on-the-market liability regime, the expected economic gain to the world is unambiguously positive. Providing foreign issuers the option to be subject to the U.S. regime will therefore enhance global economic welfare. These gains in global economic welfare will likely be enjoyed primarily abroad. If the foreign*

boursière est primordiale pour réguler les marchés mondiaux, en particulier dans les pays en développement et les pays pauvres qui ne sont pas en mesure de supporter le fardeau de la réglementation et qui n'ont pas encore testé les défis de l'économie mondiale. Une telle intervention est, toujours selon le point de vue américain, nécessaire car elle aide à résoudre un problème qui concerne la communauté internationale dans son ensemble<sup>1160</sup>.

## **B. La domination du droit boursier américain comme relation asymétrique entre centre et périphérie**

Aujourd'hui, les États-Unis constituent le lieu le plus attractif pour les opérateurs boursiers et le plus dynamique en ce qui concerne la formation des règles juridiques. Le système américain a, en effet, un impact considérable tant sur le droit boursier européen et français que sur les entreprises européennes. Il peut être décrit comme un noyau qui exerce une forte attraction et influence sur les autres systèmes juridiques.

### **1. Une forte influence du droit boursier américain sur le droit boursier français et européen**

Les marchés financiers américains représentent à l'heure actuelle les marchés les plus importants dans le monde. Ils détiennent, de très loin, la plus grande capitalisation boursière mondiale (49% pour NYSE Euronext US et 17% pour NASDAQ OMX en 2013. En 2014, les deux bourses américaines ont ensemble une capitalisation boursière supérieure à celles des dix marchés

---

*issuer chooses to be subject to the U.S. disclosure and liability regime at the time it goes public, for example, the company's entrepreneurs and the home country's labor force will enjoy most of the gains. Still, the United States can benefit from offering to foreign issuers the option of being subject to this regime. A practice that helps develop the global system of finance and promotes overall global wealth generation will also promote good economic relations abroad and create the potential for reciprocity in other matters. It also serves the cosmopolitan values of the many Americans who have concern for the welfare of persons living outside the United States», Merritt B. FOX, «Securities Class Actions Against Foreign Issuers», *op. cit.*, p. 1211-1212.*

<sup>1160</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Transnational regulatory litigation», *op. cit.*, p 271.

suivants combinés<sup>1161</sup>) et leurs sociétés caracolent en tête (11 sur 15) du classement des plus grandes capitalisations mondiales<sup>1162</sup>. Les États-Unis ont réussi à faire de leurs marchés financiers le centre le plus important de transactions boursières, et leurs lois un exemple et un modèle à suivre par les autres États. En tant que marchés les plus importants, il est logique qu'ils exercent une influence sur les autres marchés<sup>1163</sup>. La globalisation favorise davantage l'impact de la réglementation américaine sur les réglementations boursières des autres pays<sup>1164</sup>. Cet impact est clair, à la fois en termes de formation des institutions et en termes de formation des lois<sup>1165</sup>. L'application extraterritoriale est donc utilisée comme mécanisme permettant de centrer les systèmes financiers mondiaux autour du système américain. Ce centre utilise l'extraterritorialité pour dominer la formation des institutions et des règles.

*«L'ordre juridique mondial est en train de changer à l'initiative des États-Unis»<sup>1166</sup>. La zone d'influence des lois américaines est universelle. Ainsi, un auteur s'est demandé si la conception*

---

<sup>1161</sup> World federation of exchanges, «Statistics Definitions», *WFE*, available at: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/statistics-definitions>. Voir également : BINCK, «Formation Bourse : les principales bourses mondiales», *BINCK*, en ligne : <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/les-principales-bourses-mondiales>.

<sup>1162</sup> Les Echos, «une très nette domination américaine», *Les Echos*, le 18 février 2014, en ligne : <http://investir.lesechos.fr/actionnaires/bourse-pratique/fonctionnement-de-la-bourse/les-principales-bourses-mondiales/conclusion-une-tres-nette-domination-americaine-952202.php>.

<sup>1163</sup> Pour plus d'informations sur l'influence de l'application extraterritoriale des droits boursiers des puissants pays sur les marchés des pays en voie de développement, voir : Asia Pacific Regional Committee (APRC) of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *APRC Roadmap*, 23 March 2015, available at : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD481.pdf>.

<sup>1164</sup> Comme l'a exprimé un auteur, la mondialisation est «une sorte d'organisation monadique lorsque c'est de la régulation américaine que se structurent les règles et les institutions, lorsque c'est la régulation américaine qui coule ensuite sur des systèmes objectivement dominés», Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Exemple de régulation et de contrôle étrangers», *Petites affiches*, 17 septembre 2001 n° 185, p. 34.

<sup>1165</sup> D'après la professeur FRISON-ROCHE, «le plus souvent, désormais, dans cette sorte d'universalisme institutionnel que le droit américain porte, les autorités de régulation américaine viennent faire leur enquête dans les pays tiers, et imposent leurs propres procédures. A ce stade des observations, on serait donc tenté de dire que les puissances publiques localisées sont au mieux le relais de la seule puissance publique financière originale, sont au pire neutralisées par elle. On serait alors tenté de réduire la description à une simple monadologie». Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *Petites affiches*, 13 juillet 2000 n° 139, p. 26.

<sup>1166</sup> Citation tiré de l'article d'Alexandre MOUSTAFA, «Ces lois américaines qui font frémir les entreprises françaises», *op. cit.*, p. 14.

financière a elle-même un sens, compte tenu de la domination écrasante du marché américain<sup>1167</sup>. D'autres auteurs ont révélé que les innovations majeures du droit français depuis 1945 proviennent des États-Unis<sup>1168</sup>. La professeure Bénédicte FRANÇOIS note que «*souvent, les transformations outre-Atlantique ont précédé celles qui allaient s'imposer au Vieux Continent*»<sup>1169</sup>. Prenons par exemple le droit boursier français. Ce dernier est fortement influencé par le droit boursier américain. La formation de la COB qui a été conçu à l'image de la SEC reflète clairement cette influence. Le projet de fusion de deux anciennes autorités boursières en une seule est inspiré de l'exemple américain<sup>1170</sup>. D'ailleurs, il suffit d'aller sur le site internet de la Commission pour constater du nombre de pages présentés en anglais et non traduites en français, et de considérer les réunions des services de la Commission proposées rapidement en anglais<sup>1171</sup>. Un auteur a noté que «*La COB a très tôt pris la mesure du fait que l'anglais est devenu la langue de la finance internationalisée [...]. Remarquons enfin que l'AMF communique largement en anglais à travers son site internet et ses publications spécialisées (newsletters thématiques). Cet effort est plus marqué que dans le cas des autres autorités de régulation françaises*»<sup>1172</sup>. De même, il faut simplement feuilleter les pages des revues juridiques pour s'apercevoir de la quantité des expressions prises de la loi américaine (mix and match offer, poison pills, hedge fund, swap, warrant, crowdfunding, whistleblowing, etc.).

De même, de nombreuses règles juridiques sont tirées du droit américain comme, à titre indicatif, celles qui gouvernent les alertes sur résultats. Les inventions françaises sont souvent des répliques des innovations américaines ; les délits d'initié, la réorganisation des obligations d'information ont été «copiés» des dispositions américaines<sup>1173</sup>. En outre, comme le souligne le professeur Annick MASOUNAVE, certaines dispositions de la loi Sapin 2 en matière de répression des crimes et délits financier tirent leur influence du modèle américain. De plus, «*le pendant pénal*

---

<sup>1167</sup> Alain VIANDIER, «L'Europe et le droit des valeurs mobilières», *Bulletin Joly Sociétés*, 01 juin 1991 n° 6, p. 575.

<sup>1168</sup> Emmanuel ROSENFELD et Jean VEIL, «Le droit, vecteur de la puissance américaine», *op. cit.*

<sup>1169</sup> Bénédicte FRANÇOIS, «Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe», in *Les défis actuels du droit financier*, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 104.

<sup>1170</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Exemple de régulation et de contrôle étrangers», *op. cit.*, p. 34.

<sup>1171</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *op. cit.*, p. 26.

<sup>1172</sup> Hugues BOUTHINON-DUMAS, «La défense de la place financière par le régulateur boursier», in *Les défis actuels du droit financier*, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 45-46. Il y a lieu de noter que le professeur BOUTHINON-DUMAS inscrit cet effort dans le cadre de la contribution du régulateur boursier français à rendre la place financière française plus compétitive.

<sup>1173</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Exemple de régulation et de contrôle étrangers», *op. cit.*, p. 34.



de la composition administrative, la convention judiciaire d'intérêt public, s'inspire de la procédure de *deferred prosecution agreement (DPA) américaine*<sup>1174</sup>. Parfois, certaines règles sont imposées par les autorités américaines sur les autorités locales, comme en témoigne le *Memorandum of Understanding* signé entre les États-Unis et la Suisse qui a conduit à l'inclusion des délits d'initiés dans le code pénal suisse. Cette action a été très critiquée car considérée comme une «*lex americana*», précise un auteur<sup>1175</sup>.

Les directives européennes sont elles-même influencées par le système américain. Il suffit d'observer la manière dont les règlements communautaires sont rédigés pour remarquer l'existence de pages et de pages de considérations et de définitions qui précèdent les textes des règlements, ce qui indique l'influence du système anglo-saxon<sup>1176</sup>. En matière de procédures, l'influence est également importante et l'adoption en droit français (ainsi que dans les droits de plusieurs États membres de l'UE) de l'action de groupe à l'image de *class action* américaine en est un exemple illustratif.

L'influence du droit boursier américain est donc significative sur le droit boursier français et européen, ce qui permet de s'interroger : y-a-t-il vraiment une politique financière française indépendante ? Un auteur a pu écrire dérisoirement : «*il y a comme une sorte d'ironie du sort dans la jurisprudence du Conseil d'État qui a exigé non seulement le résumé en français des documents d'information diffusés sur le marché et initialement rédigés dans l'Esperanto financier, c'est-à-dire en anglais, mais encore leur traduction intégrale. En effet, l'autonomie du droit national ne peut presque plus prendre que la forme de cet hommage à la langue française*»<sup>1177</sup>.

Sans doute, la puissance et la prééminence américaine ne sont pas les seules raisons de propagation du système américain. Ses expressions, procédures et normes sont pragmatiques, pratiques et convenables au monde des affaires, mais aussi facile à comprendre par les utilisateurs du droit tel que le montre l'exemple de l'AG. Ce point est sensible et peut être l'une des critiques la

---

<sup>1174</sup> Annick MASOUNAVE, «La France adopte le principe du "non bis in idem"», L'AGEFI, 16/06/2016, en ligne : <http://www.agefi.fr/>.

<sup>1175</sup> Chantal MATHEZ DE SENGER, «Comment les États-Unis imposent leurs lois», *op. cit.*

<sup>1176</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *op. cit.*, p. 26.

<sup>1177</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Exemple de régulation et de contrôle étrangers», *op. cit.*, p. 34.

plus adressée au droit français. Certaines dispositions françaises peuvent être rigides et certains termes sont complexes et difficiles à expliquer comme par exemple l'ancienne notion d'appel public à l'épargne.

## 2. Une forte influence du droit boursier américain sur les entreprises européennes

N'essayant pas seulement d'appliquer leurs lois boursières aux activités américaines de sociétés étrangères et aux activités étrangères de sociétés américaines, mais aussi aux activités étrangères de sociétés étrangères tant qu'elles peuvent affecter les intérêts des investisseurs américains ou les marchés américains, les États-Unis ont, pendant longtemps, constitué une menace pour les sociétés multinationales cotées en bourse. «*Si une entreprise a un demi-doigt de pied aux États-Unis, ceux-ci considèrent qu'elle est soumise à la justice américaine*», explique Karine BERGER<sup>1178</sup>. De nombreuses entreprises françaises et européennes, telles que la banque BNP-Paribas, Alstom, Crédit agricole, Total, la Commerzbank et HSBC, la Deutsche Bank, Volkswagen, ont été les cibles d'amendes colossales récemment imposées par des autorités américaines<sup>1179</sup>.

En effet, les grandes entreprises ont un impact de plus en plus significatif sur les marchés où leurs titres sont négociés et donc sur les économies nationales. Par exemple, la faillite d'une société multinationale a des effets négatifs sur tous les marchés financiers sur lesquels ses titres sont cotés. Les États-Unis tentent, pour réduire de tels effets, d'appliquer extraterritorialement à ces entreprises, leurs lois.

---

<sup>1178</sup> Citation tirée de l'article de Pascal RICHÉ, «Enquêtes, sanctions, chantages... Comment les États-Unis ciblent les entreprises européennes», *L'OBS*, 05 octobre 2016, en ligne : <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20161005.OBS9407/enquetes-sanctions-chantages-comment-les-etats-unis-ciblent-les-entreprises-europeennes.html>.

<sup>1179</sup> Assemblée Nationale, *Extraterritorialité des lois américaines : synthèse des travaux de la mission*, 5 octobre 2016, en ligne : [http://www2.assemblee-nationale.fr/static/14/missions\\_info/extraterritorialite/synthese.pdf](http://www2.assemblee-nationale.fr/static/14/missions_info/extraterritorialite/synthese.pdf). Voir également, Pierre LELLOUCHE et Karine BERGER, *Rapport d'information sur l'extraterritorialité de la législation américaine*, *op. cit.* Jean-Michel QUATREPOINT considère que l'extraterritorialité du droit américain «devient un extraordinaire business qui profite d'abord aux Américains». Elle permet «l'auto-alimentation du système judiciaire américain», Jean-Michel QUATREPOINT, «Une offensive judiciaire globale», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

Ainsi, le droit boursier américain a un impact significatif sur les sociétés qui participent à l'économie américaine, indépendamment du fait que leurs titres soient négociés ou non aux États-Unis. Quant aux sociétés dont les titres sont négociés sur des marchés américains, elles sont soumises aux lois américaines, qui sont parfois plus exigeantes que les lois de leur pays d'origine. Ces dernières sont soumises aux dispositions liées aux questions boursières telles que par exemple, l'obligation d'enregistrement auprès de la SEC, l'obligation de divulgation d'informations et de *reporting* etc... Ces sociétés, sont également soumises aux dispositions de la loi *Sarbanes-Oxley* qui s'appliquent aux sociétés américaines et aux sociétés étrangères et dont certaines dispositions ont un impact sur la structure de la société, telles que par exemple, les questions liées à la gouvernance d'entreprise et au contrôle des comptes. Certaines dispositions marginalement liées au droit boursier sont également applicables à ces sociétés, comme par exemple les dispositions d'anti-corruption. Nous pourrions penser que confrontées à toutes ces dispositions complexes et rigides, les sociétés préféreraient coter leurs titres sur les bourses européennes. Toutefois, cette possibilité rencontre des difficultés. Dans beaucoup de pays, compte tenu des traditions établies et de l'influence culturelle américaine, la position commerciale des bourses américaines est beaucoup plus forte que celle des bourses continentales<sup>1180</sup>.

Le droit américain a également un impact sur les sociétés enregistrées aux États-Unis qui exercent des activités à l'étranger et parfois sur des sociétés non enregistrées qui n'exercent aucune activité aux États-Unis. Dans certains cas, des entreprises étrangères peuvent se trouver sanctionnées pour des opérations tout à fait légitimes, conformément à la loi du marché étranger sur lequel elles ont eu lieu<sup>1181</sup>. Il ne fait aucun doute que la politique de sanction utilisée par les autorités

---

<sup>1180</sup> Sénat, La bataille des centres de décision : promouvoir la souveraineté économique de la France à l'heure de la mondialisation (annexes, auditions et études) ; Rapport d'information de M. Christian GAUDIN, fait au nom de la mission commune d'information centre de décision économique N° 347 ; 22 juin 2007, en ligne : <https://www.senat.fr/notice-rapport/2006/r06-347-1-notice.html>.

<sup>1181</sup> Laurent MARTINET, «Comment les Américains imposent leur loi à BNP Paribas», *L'Expansion – L'Express*, 30/05/2014, en ligne : [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/comment-les-americains-imposent-leur-loi-a-bnp-paribas\\_1547591.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/comment-les-americains-imposent-leur-loi-a-bnp-paribas_1547591.html). M. MARTINET s'étonne de voir comment la justice américaine peut sanctionner des opérations effectuées à l'étranger par une entité étrangère. La possible condamnation est dans un autre domaine que le domaine boursier mais peut expliquer les dommages qui peuvent frapper les entreprises américaines de l'application extraterritoriale du droit américain. La justice américaine demande près de 10 milliards de dollars à la banque française BNP Paribas pour avoir conclu des transactions en dollars avec des pays sous embargo américain entre 2002 et 2009. BNP Paribas pourrait avoir à payer 7 milliards d'euros d'amende aux États-Unis pour des transactions tout à fait légales en France et en Europe.

américaines est une politique très efficace pour soumettre les entreprises étrangères aux dispositions américaines. Aucune entreprise ne voudrait se voir sanctionnée par l'autorité du plus important marché boursier mondial. Le retrait de titres de la négociation du marché américain, même temporaire, a sans doute des effets désastreux sur la société. Ainsi les sociétés non-cotées ne veulent être, elles aussi, exposées à une condamnation du régulateur américain, une telle punition affecte inévitablement l'image et la compétitivité de la société. En outre, l'ampleur des montants des peines promulguées, qui sont la conséquence logique des procédures américaines permettant de rassembler un grand nombre de demandes des plaignants en une seule demande, a un objectif publicitaire, celui d'envoyer un message d'avertissement aux autres sociétés : si elles violent les dispositions américaines, elles seront soumises à la même peine.

Les entreprises européennes ne sont pas à l'abri des effets extraterritoriaux du droit boursier américain<sup>1182</sup>. Hervé JUVIN explique que : *«l'application extra-territoriale du droit américain a détruit des entreprises françaises (Alcatel et Alstom notamment), elle a permis d'extorquer des milliards d'euros à des entreprises européennes»*<sup>1183</sup>. L'extraterritorialité du droit américain peut paralyser les initiatives européennes étant donné que *"les entreprises européennes sont incitées à ne plus prendre aucun risque. Alors que l'Europe se refuse à prendre elle-même des sanctions extraterritoriales, elle n'a d'autres choix que de respecter ces sanctions extraterritoriales quand elles sont prises par les États-Unis"*<sup>1184</sup>. Un auteur a souligné qu' *«Aujourd'hui les entreprises françaises craignent d'agir par peur de s'attirer les foudres de la justice américaine. Elles*

<sup>1182</sup> Voir dans ce sens, ATTAC, «Extra-territorialité du droit américain : L'indispensable étude d'Hervé Juvin», 19 août 2016, en ligne : <https://local.attac.org/13/laciotat/geopolitique/article/extra-territorialite-du-droit> ; SPUTNIK, «Comment l'extraterritorialité des lois américaines frappe l'économie française», 12 octobre 2016, en ligne : <https://fr.sputniknews.com/france/201610121028160803-extraterritorialite-lois-americaines-frappe-france/>.

<sup>1183</sup> Hervé JUVIN, [«DÉBAT】 Extraterritorialité du droit US avec Hervé Juvin et Christian Dargham», *Youtube*, 8 mars 2016, en ligne : <https://www.youtube.com/watch?v=8RdW5AXvaTc>.

<sup>1184</sup> Sénat, La France et l'Iran : des relations économiques et financières à reconstruire, rapport d'information n° 605 (2013-2014) de M. Philippe MARINI, Mme Michèle ANDRÉ, MM. Jean-Claude FRÉCON, Aymeri de MONTESQUIOU, Philippe DALLIER et Gérard MIQUEL, fait au nom de la Commission des finances, 11 juin 2014, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/r13-605/r13-60514.html>. Voir dans le même sens, Hervé JUVIN, «L'imperium normatif et juridique américain et le système de financement du Department of Justice», *op. cit.* Hervé JUVIN illustre l'ampleur du phénomène de paralysie en expliquant que *«Nous en sommes au point que des PME agro-alimentaires bretonnes ne peuvent pas trouver un euro de crédit pour des opérations en Russie parfaitement légales, y compris au vu de la politique de sanctions, tout simplement parce que les banques françaises, échaudées par ce qui leur est arrivé, considèrent trop dangereux d'accorder cent mille euros ou un million d'euros de crédit à une entreprise bretonne qui a des marchés en Russie, qui est prête à s'y implanter»*.

regrettent que l'UE et ses États membres aient été incapables de les protéger le moins du monde»<sup>1185</sup>. Cette application extraterritoriale pousserait peut-être les entreprises européennes à aller vers le régulateur américain pour négocier des arrangements. Les États-Unis trouvent ainsi leur objectif cristallisé. Ils cherchent à devenir le législateur mondial des règles boursières. Cela crée une controverse juridique puisque l'Europe, et la France en particulier, n'acceptent pas un concept vaste et extensif de l'extraterritorialité. Cependant, en considérant ces énormes sanctions, le rôle de la propagande de ces dernières et son impact sur les entreprises européennes<sup>1186</sup>, les conflits qui en résultent se résolvent selon «le critère du rapport de force»<sup>1187</sup>. Ces entreprises craignent davantage l'autorité américaine que les autorités européennes ; elles «s'y plient car elles ont besoin de l'accès au marché américain»<sup>1188</sup>. Dans ce contexte on peut citer l'exemple des procédures *pre-trial discovery*. Le transfert d'informations d'ordre économique ou personnel vers les États-Unis est soumis au respect des dispositions européennes et françaises, y compris de la convention de La Haye du 18 mars 1970 sur l'obtention des preuves à l'étranger en matière civile et commerciale. Généralement, le transfert d'informations dans le cadre des procédures *pre-trial discovery* n'est autorisé par la France que «si les documents sont limitativement énumérés dans la commission rogatoire et ont un lien direct et précis avec l'objet du litige»<sup>1189</sup>. Souvent, les juridictions américaines demandent aux sociétés européennes et françaises (parfois à des sociétés qui ont peu de contact avec les États-Unis) de fournir des informations dans le cadre des procédures *pre-trial discovery* en ignorant lesdites dispositions. Les autorités américaines considèrent que le recours à la convention de La Haye est compliqué, long et coûteux, et pour cette raison, il ne constitue qu'une option pour le juge américain, sauf dans certains cas liés à la souveraineté des États<sup>1190</sup>. Le juge américain a, à plusieurs reprises, rejeté la demande des entreprises françaises d'être exemptées de communication des documents en se fondant sur la loi de blocage de 1968<sup>1191</sup>. Les entreprises

<sup>1185</sup> Renaud GIRARD, «La France doit cesser d'être le caniche des États-Unis», *op. cit.*

<sup>1186</sup> La condamnation de la banque française BNP Paribas par les États-Unis en juin 2014 pour violation de l'embargo américain contre Cuba, l'Iran et le Soudan est un parfait exemple. Michel Rocard considère que, en prononçant cette sanction, les États-Unis est coupables d'abus de pouvoir, Michel ROCARD, «Affaire BNP : les États-Unis coupables d'abus de pouvoir», *Le Monde*, en ligne : <http://www.lemonde.fr/>.

<sup>1187</sup> Bernard AUDIT, «Rapport de synthèse», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

<sup>1188</sup> Laurent MARTINET, «Comment les Américains imposent leur loi à BNP Paribas», *op. cit.*

<sup>1189</sup> HCCH, *Déclaration/Réserves/Notification, Déclaration faite par la France le 19 janvier 1987 en application de l'article 23 de la convention de La Haye du 18 mars 1970 sur l'obtention des preuves à l'étranger en matière civil et commercial*, HCCH, en ligne : <https://www.hcch.net/fr/instruments/conventions/status-table/notifications/?csid=501&disp=resdn>.

<sup>1190</sup> Hubert DE VAUPLANE, «Les entreprises européennes face à l'extraterritorialité du droit américain», *op. cit.*, p. 82.

<sup>1191</sup> Voir la décision intéressante du Tribunal de *Eastern District of New York* dans l'affaire *Strauss v. Credit Lyonnais, S.A.*, 249 F.R.D. 429 (E.D.N.Y. 2008) ; voir également *In re Air Cargo Shipping Services Antitrust Litig.*, No. 06-MD-

européennes acceptent de se soumettre aux ordres desdites juridictions, sous peine d'interdiction possible de l'exercice de leurs activités sur le territoire américain<sup>1192</sup>. Comme a pu le noter un auteur, «pour les sociétés européennes, les menaces américaines sont le plus souvent perçues sous la forme d'un chantage puisque si elles ne défèrent pas aux injonctions de l'administration américaine, elles risquent de se faire condamner lourdement par les juridictions américaines, peu importent les dispositions de leur droit national et, en particulier l'incrimination de la violation du secret professionnel. Sans protection, celles-ci sont alors souvent au bon vouloir des États-Unis»<sup>1193</sup>.

Il est certain que les États-Unis ont réussi à faire de l'extraterritorialité des lois boursières un moyen pour protéger leur intérêts économiques à l'étranger, pour dominer, imposer leur politique et pour propager une culture juridique dans le domaine boursier fondée sur l'exemple américain. Aujourd'hui, il existe certaines puissances économiques capables de faire face à l'hégémonie américaine. Néanmoins, elles ne sont pas en mesure de constituer une réelle menace pour les États-Unis. L'influence croissante des États-Unis, reflète le déclin du rôle joué par l'Europe en général et par la France en particulier. En l'absence d'un véritable concurrent du système américain, il est certain que l'influence française décline, non seulement en matière culturelle et économique mais aussi juridique. Notamment en ce dernier domaine, la France se laisse influencer peu à peu par la culture juridique anglo-saxonne sous la forme américaine.

## **Paragraphe 2. Les dispositions anti-fraude américaines : un symbole de la domination et de la suprématie juridique de l'hyperpuissance**

La prééminence économique américaine est accompagnée d'une application extraterritoriale

---

1775, 2010 WL 1189341 (E.D.N.Y. Mar. 29, 2010) ; In re Global Power Equipment Group Inc., 418 B.R. 833 (Bankr. D. Del. 2009).

<sup>1192</sup> Professeur DE VAUPLANE explique que le risque pour les entreprises européennes est double : «soit de se laisser impressionner par le contexte judiciaire américain et donc de transiger plus cher que les sociétés américaines (20 à 30 % de plus selon les estimations) ; soit à l'opposé de ne pas intégrer ce contexte judiciaire et de se faire lourdement sanctionner par le juge», Hubert DE VAUPLANE, «Les entreprises européennes face à l' extraterritorialité du droit américain», *op. cit.*, p. 83.

<sup>1193</sup> Matthieu DUBERTRET, «Procédures américaines de *discovery* – Le transfert d'information d'ordre économique ou à caractère personnel», *Banque & Droit* N° 129 janvier-février 2010, p. 5.

du droit américain. Cette application ne reste pas sans objections de la part des autres États. En effet, ceux-ci ont des systèmes de régulation des conflits boursiers, qui peuvent être différents tant au niveau des dispositions de la loi qu'au niveau procédural. Imposer le droit américain par force peut soulever des problèmes avec les autres souverainetés. Prenons l'exemple d'une société japonaise cotée aux États-Unis. Les titres de la société japonaise étant négociés sur les marchés américains, il est logique que le Congrès ait la compétence pour réguler les aspects concernant le droit boursier. Cependant, lorsque le Congrès tente de régler des questions liées au droit des sociétés, telles que le contrôle des relations de travail au sein des sociétés étrangères cotées, ou encore celle concernant le gouvernement d'entreprise. Cela interfère avec les pouvoirs d'autre souveraineté, en l'occurrence, l'autorité japonaise. L'application de la loi SOX est à ce titre, un exemple des effets extraterritoriaux d'une loi américaine.

En pratique, il semble que la problématique ne figure pas au niveau législatif puisque, depuis l'arrêt Lotus, les législateurs des différents États ont le pouvoir d'édicter des normes extraterritoriales<sup>1194</sup>. Le souci réside dans l'interprétation et l'application de ces normes par les juridictions américaines. Les lois de 1933 et 1934 sont silencieuses à propos de leur application extraterritoriale. L'article 30(b) de la loi de 1934 interdit l'application extraterritoriale de la loi en considérant que les dispositions de la loi ne doivent pas être applicables à une personne dès lors qu'elle effectue des transactions boursières en dehors des US. Certaines exceptions sont prévues par ce même article 30(b) et (a). Malgré l'interdiction générale de l'application extraterritoriale prévue dans l'article 30(b) les cours appliquent la loi de 1934 de manière extraterritoriale.

L'examen des décisions des juridictions américaines montre que la question de l'extraterritorialité du droit boursier américain est traitée de manière inconsistante. Ces juridictions ont adopté une approche restreinte du champ d'application du droit américain en adoptant la présomption contre l'extraterritorialité. Cette présomption ne constitue pas une restriction du

---

<sup>1194</sup> Les juridictions américaines considèrent que le Congrès a le pouvoir d'édicter des normes extraterritoriales même lorsque celles-ci sont contraires aux principes du droit international. Ainsi la Cour suprême a estimé que « *"the United States may violate international law principles" if Congress enacts federal statutes that conflict with international law* », in *United States v. Howard-Arias*, 679 F.2d 363, 371-72 (4th Cir. 1982). Voir également : *United States v. Pinto-Mejia*, 720 F.2d 248, 259 (2d Cir. 1983) considérant que : « *Congress "may legislate with respect to conduct outside the United States, in excess of the limits posed by international law"* » ; *The Nereide*, 13 U.S. (9 Cranch) 388, 3 L. Ed. 769 (1815) (Marshall, C.J.) : « *while courts are "bound by the law of nations which is a part of the law of the land," Congress may "manifest [its] will" to apply a different rule "by passing an act for the purpose"* » ; *McCulloch v. Sociedad Nacional de Marineros de Honduras*, 372 U.S. 10, 83 S. Ct. 671, 9 L. Ed. 2d 547 (1963) : « *Congress may enact laws superseding "the law of nations" if "the affirmative intention of the Congress [is] clearly expressed"* ».

pouvoir de légiférer du Congrès, mais plutôt un moyen d'interprétation des lois américaines<sup>1195</sup>. Toutefois, cette approche a été ensuite oubliée au profit d'une interprétation plus libérale, permettant aux différentes lois américaines de s'appliquer extraterritorialement. Cette fluctuation a marqué la jurisprudence américaine pendant le siècle dernier et le début de 21ème siècle, et il a fallu que la Cour Suprême intervienne à plusieurs reprises pour re-encadrer l'interprétation expansive des tribunaux. Récemment, la plus haute juridiction américaine est revenue sur cette question dans l'affaire Morrison en adoptant une notion stricte de la présomption contre l'extraterritorialité. Cependant, la problématique continue puisque la loi Dodd-Frank et certains tribunaux de première instance n'adhèrent pas à une interprétation stricte de la présomption. Ainsi, la problématique de l'extraterritorialité du droit boursier américain n'est pas résolue avec l'arrêt Morrison et continue de susciter des interrogations.

### **A. L'extension vaste et incohérente de la compétence juridictionnelle américaine avant l'arrêt Morrison**

Malgré la présence de la présomption contre l'extraterritorialité, les juridictions américaines ont appliqué le droit américain de manière extraterritoriale pour couvrir des opérations effectuées sur des marchés étrangers. Parmi les différentes *anti-fraud provisions*, l'article 10(b) de la loi *Exchange Act* joue un rôle primordial<sup>1196</sup>. En effet, les transactions exemptées de certaines dispositions anti-fraude américaines, telles que le *private placement* et les transactions effectuées conformément à *Regulation S*<sup>1197</sup>, qui sont exemptées de dispositions anti-fraude contenues dans l'article 11 et 12(a)(2)<sup>1198</sup> de la loi *Securities Act*, restent soumises à l'article 10(b) et la règle 10b-5. La Cour Suprême a considéré que «*The section [10(b)] was described rightly as a "catchall" clause*

<sup>1195</sup> *Blackmer v. United States, op. cit.* : «*While the legislation of the Congress, unless the contrary intent appears, is construed to apply only within the territorial jurisdiction of the United States, the question of its application [...] is one of construction, not of legislative power.*».

<sup>1196</sup> L'article 10(b) et la Règle 10(b)-5 constituent la base légale principale pour poursuivre un grand nombre de comportements frauduleux impliquant des instruments financiers. Ils s'appliquent non seulement aux offres publiques, mais aussi aux ventes privées de titres et aux activités de négociation, voir Peter J. MEYER, Supreme Court Expands the Reach of the Securities Fraud Statute, *Gardner Carton & Douglas*, June 2002, en ligne sur : <https://www.google.fr/>.

<sup>1197</sup> *Regulation S* fournit une exemption de l'obligation d'enregistrement de l'article 5 de la loi *Securities Act* de 1933 pour les offres publiques faites à l'extérieur des États-Unis tant par des émetteurs américains qu'étrangers.

<sup>1198</sup> L'article 11 s'applique uniquement aux fraudes relatives à la déclaration d'enregistrement et l'article 12(a)(2) s'applique aux fraudes touchant les prospectus concernant une offre publique présentée en vertu de l'article 5 de la loi *Securities Act*.



to enable the Commission "to deal with new manipulative [or cunning] devices."»<sup>1199</sup>. Selon les termes de cet article, «it shall be unlawful for any person [...] to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered»<sup>1200</sup>. L'application de l'article 10(b) n'est donc pas limitée aux transactions réalisées sur un marché américain. Il n'y a donc pas d'exemption générale de l'article 10(b).

La complexité des litiges impliquant l'article 10(b) et la règle 10b-5 découle essentiellement de l'ampleur et l'imprécision de la loi et la règle<sup>1201</sup>. Littéralement lus, les deux textes sont incontestablement vagues et «*far-reaching*»<sup>1202</sup>. Ni l'un ni l'autre ne précisent les actes qui peuvent être considérés comme «*manipulative or deceptive device or contrivance*», autrement dit, aucune précision n'est apportée à propos des actes susceptibles de violer l'article ou la règle. De surcroît, contrairement aux *registration requirements*, la SEC n'a pas clarifié la portée de l'article 10(b) à l'extérieur des États-Unis. La question qui se posait était donc de savoir dans quelle mesure l'article 10(b) s'étendait, pour couvrir des transactions effectuées sur des marchés étrangers. En d'autres termes, quelle est la portée extraterritoriale de l'article 10(b) et de la règle 10b-5 ?

Sans aucune indication de la SEC ou de la Cour Suprême, les juridictions inférieures ont essayé de traiter la question de l'extraterritorialité au cas par cas. Elles essayaient de discerner les éléments de rattachements étrangers et locaux de chaque cas pour déterminer si l'article 10(b) était applicable<sup>1203</sup>. La compétence est confirmée lorsqu'il y a une nécessité de protéger les investisseurs et les marchés américains. Pour cela, elles ont appliqué deux critères : *the conduct test* et *the effects test*. Ces deux critères ont été appliqués de manière extensive allant jusqu'à couvrir, dans certains cas, des opérations boursières ayant très peu de contacts avec les États-Unis (les *foreign-cubed calss actions*). Cela a généré une insécurité juridique pour les opérateurs boursiers, surtout pour ceux qui opèrent sur des marchés non-américain, en raison de leur incapacité à savoir dans quels cas l'article 10(b) leur est applicable<sup>1204</sup>. De plus, les résultats des poursuites étaient incertains et

<sup>1199</sup> Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 203 (1976).

<sup>1200</sup> 15 U.S. Code § 78j(b).

<sup>1201</sup> Joan MacLeod HEMINWAY, «The extraterritorial application of U.S. securities fraud prohibitions in an increasing global transnational world», May 7, 2012, p 2.

<sup>1202</sup> Genevieve BEYEA, «Morrison v. National Australia Bank and the future of extraterritorial application of the U.S. securities laws», *Ohio State Law Journal*, Vol. 72:3-2011, p. 541.

<sup>1203</sup> Margaret V. SACHS, «International reach of Rule 10b-5: the myth of congressional silence», *op. cit.*, p 678.

<sup>1204</sup> Patterson W. BARTON considère que l'application de *conduct and effects tests* a créé une confusion pour les entreprises parce qu'elles ne pouvaient pas raisonnablement savoir quand elles devaient se conformer aux lois américaines strictes. Cela a conduit, pour reprendre l'expression de l'auteur, à "inefficiency and chaos", Patterson W. BARTON, «Defining the Reach of the Securities Exchange Act: Extraterritorial Application of the Antifraud

imprévisibles. Plusieurs cours ont développé différentes versions de ces deux *tests*, ce qui a rendu leur application inconsistante et souvent extensive.

## 1. Le développement par les juridictions de deux critères pour déterminer l'existence de la compétence dans les situations transnationales

Pour déterminer si les dispositions anti-fraude s'appliquent à des opérations transfrontalières, les cours ont développé à partir des années soixante deux critères : *conduct and effects tests*. L'*effects test* a pour objectif de déterminer si les dispositions anti-fraude s'appliquent à une transaction effectuée sur un marché non-américain, en se basant sur les effets que cette transaction produit sur des investisseurs américains ou sur le marché boursier américain. La première affaire aux États-Unis qui a traité cette question était *Schoenbaum*<sup>1205</sup>, dans laquelle un actionnaire américain d'une société canadienne, Banff Oil Ltd., a intenté une action en réparation. En arguant une violation de l'article 10(b) et la règle 10b-5, résultant de la vente des actions de la société canadienne sur le marché canadien à certains de ses actionnaires majoritaires non-américains, *Aquitaine of Canada, Ltd.* et *Paribas Corporation*, à un prix bas qui ne représentait pas la valeur réelle des actions. Le tribunal a considéré qu'il n'était pas compétent, la *Securities and Exchange Act* n'ayant pas d'application extraterritoriale, et que par conséquent, en vertu de la loi, aucune responsabilité n'apparaît à l'égard des ventes en question, qui ont eu lieu au Canada entre des acheteurs et vendeurs étrangers<sup>1206</sup>. Le tribunal n'avait pas de base légale pour réfuter la présomption selon laquelle la loi devait être appliquée uniquement aux transactions dans les limites territoriales des États-Unis. Il a également déclaré que la présomption avait été renforcée par le "mandat précis" de l'article 30(b) qui prévoit que la loi ne s'applique pas «*to any person insofar as he transacts a business in securities without the jurisdiction of the United-States*»<sup>1207</sup>.

La Cour d'appel des États-Unis du deuxième circuit (U.S. Court of Appeals for the Second

---

Provision», *Fordham Law Review*, Vol. 74, issue 1 : 213-2005, p. 256. Voir dans le même sens, Daniel S. KAHN, «The collapsing jurisdictional boundaries of the antifraud provisions of the U.S. securities laws: The supreme court and congress ready to redress forty years of ambiguity», *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 6, No. 2 : 365-2010, p. 367.

<sup>1205</sup> *Schoenbaum v. Firstbrook* (2d Cir. 1968), *op. cit.*

<sup>1206</sup> *Schoenbaum v. Firstbrook*, 268 F. Supp. 385 (S.D.N.Y. 1967).

<sup>1207</sup> Section 30, 15 U.S. Code § 78dd(b).

Circuit) ne s'accorde pas avec ce raisonnement. Elle estime que «*Congress intended the Exchange Act to have extraterritorial application in order to protect domestic investors who have purchased foreign securities on American exchanges and to protect the domestic securities market from the effects of improper foreign transactions in American securities. In our view, neither the usual presumption against extraterritorial application of legislation nor the specific language of Section 30(b) show Congressional intent to proclude application of the Exchange Act to transactions regarding stocks traded in the United States which are effected outside the United States, when extraterritorial application of the Act is necessary to protect American investors*»<sup>1208</sup>. Les dispositions anti-fraude de l'article 10(b) qui permettent à la SEC d'édicter les règles nécessaires pour protéger les investisseurs s'étendent donc au-delà des limites territoriales des États-Unis et s'appliquent dans les cas où les violations desdites règles causent des préjudices aux investisseurs américains ou au marché américain, et cela en dépit de l'absence d'une confirmation claire du Congrès<sup>1209</sup> et des dispositions spécifiques de l'article 30(b)<sup>1210</sup>. Avec ce jugement la Cour a établi ce qu'on appelle communément l'*effects test*. Sont donc punissables en vertu des dispositions anti-fraude américaines, les actes accomplis en dehors des États-Unis et qui sont destinés à produire et qui produisent des effets néfastes à l'intérieur de son territoire<sup>1211</sup>. La Cour constate que la vente des actions de Banff Oil Ltd. au Canada a indûment fait baisser la valeur de l'action cotée aux États-Unis, générant de ce fait un effet néfaste suffisant sur le marché américain pour justifier la compétence des juridictions américaines (les actions de Banff Oil Ltd. étaient enregistrées auprès de la SEC et négociés à la fois sur le marché d'*American Stock Exchange* et de *Toronto Stock Exchange*). Autrement dit, l'article 10(b) est applicable, même lorsque tous les actes frauduleux ont été commis en dehors des États-Unis et les transactions ont été effectuées à l'étranger sur les titres d'une société étrangère, dans le cas où les transactions impliquent des titres négociés sur le marché américain, et sont préjudiciables aux intérêts des investisseurs américains. Ce *test* donne donc aux juridictions américaines une compétence très large. Un auteur a noté que ce *test* accorde à la

---

<sup>1208</sup> Schoenbaum v. Firstbrook (2d Cir. 1968), *op. cit.*

<sup>1209</sup> La Cour d'appel de *District of Columbia Circuit* indique à propos de ce point que «*the texte of the 1934 Act is relatively barren, even more so in the legislative history*», Klaus Zoelsch v. Arthur Andersen & Co., 824 F/2d 27 (D.C. Cir. 1987).

<sup>1210</sup> Schoenbaum v. Firstbrook (2d Cir. 1968), *op. cit.*

<sup>1211</sup> Ce test a été utilisé pour exercer la compétence des juridictions américaines dans plusieurs domaines bien avant qu'il soit utilisé dans le domaine boursier. Dans l'affaire *Strassheim*, la Cour a estimé que : «*Acts done outside a jurisdiction, but intended to produce and producing detrimental effects within it, justify a state in punishing the cause of the harm as if he had been present at the effect, if the state should succeed in getting him within its power*» ; *Strassheim v. Daily*, 221 U.S. 280 (1911).

compétence extraterritoriale «*une possibilité de rayonnement infinie*»<sup>1212</sup>.

Quatre ans plus tard, en jugeant l'affaire *Leasco*<sup>1213</sup>, la même Cour a établi ce qui est devenu après le *conduct test*. Ce dernier critère vise à déterminer si le comportement frauduleux qui constitue la violation alléguée a eu lieu aux États-Unis. Il permet aux juridictions d'affirmer leur compétence en se basant sur la localisation, sur le sol américain, d'un acte qui viole le droit boursier américain, bien que la transaction concernée soit effectuée sur un marché étranger et qu'aucun effet négatif ne se soit produit sur le marché américain ou ressenti par les investisseurs américains<sup>1214</sup>.

Dans l'affaire *Leasco* les défendeurs, les responsables d'une société britannique, ont comploté afin de convaincre une société américaine d'acheter des actions d'une société anglaise à un prix au-delà de leur valeur réelle. Les actes frauduleux sont commis en Angleterre et aux États-Unis et les transactions ont été réalisées en Angleterre. Là encore, la Cour affirme qu'une loi peut avoir une application extraterritoriale malgré l'absence d'une déclaration claire du Congrès : «*when, as here, there has been significant conduct within the territory, a statute cannot properly be held inapplicable simply on the ground that, absent the clearest language, Congress will not be assumed to have meant to go beyond the limits recognized by foreign relations law*»<sup>1215</sup>. La Cour estime que les actes commis aux États-Unis étaient «*significatifs*» et «*essentiels*» pour convaincre la société américaine de réaliser les transactions, de sorte que, les dispositions de la Déclaration relative au droit des relations étrangères des États-Unis ne font pas obstacle à l'application de l'article 10(b) dans le cas prévu devant la Cour. Les dispositions anti-fraude sont donc applicables lorsque des actes d'importance substantielle, pour la commission de la fraude en question, sont accomplis sur le territoire américain (*when substantial acts in furtherance of the fraud were committed within the United States*)<sup>1216</sup> indépendamment de l'emplacement des investisseurs ou le marché où le titre a été vendu : «*we doubt that impact on an American company and its shareholders would suffice to make the statute applicable if the misconduct had occurred solely in England, we think it tips the scales in favor of applicability when substantial misrepresentations were made in the United States*»<sup>1217</sup>.

---

<sup>1212</sup> Rusen ERGEC, «La compétence extraterritoriale à la lumière du contentieux gazoduc euro-sibérien», In: *Politique étrangère*, n°1 - 1986 - 51<sup>e</sup>année. p. 329.

<sup>1213</sup> *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, *op. cit.*

<sup>1214</sup> L'objectif de ce *test* est d'empêcher les fraudeurs d'utiliser le sol américain «*as a base for manufacturing fraudulent security devices for export, even when these are peddled only to foreigners*», *IIT v. Vencap, Ltd.*, *op. cit.*

<sup>1215</sup> *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, *op. cit.*

<sup>1216</sup> *Psimenos v. E.F. Hutton & Co., Inc.*, *op. cit.*

<sup>1217</sup> *Leasco Data Processing Equip. Corp. v. Maxwell*, *op. cit.*

Ainsi, pour déterminer si les juridictions américaines sont compétentes, deux considérations sont prises en compte : «(1) *whether the wrongful conduct occurred in the United States, and (2) whether the wrongful conduct had a substantial effect in the United States or upon United States citizens*»<sup>1218</sup>.

Les *conduct and effects tests* sont ensuite utilisés par les différentes juridictions pour déterminer l'extension des dispositions anti-fraude de l'article 10(b) et la Règle 10b-5 lorsque la fraude en question concerne des transactions transfrontalières. Ces deux critères ont fondé la base d'une longue jurisprudence d'application extraterritoriale du droit boursier américain, qui a duré près de quarante ans.

## **2. L'absence d'une doctrine générale cohérente dans la détermination de la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude**

Les États-Unis ont une longue expérience dans l'application extraterritoriale de leurs lois. Toutefois, la jurisprudence relative à l'extraterritorialité des lois boursières américaines bâtie sur les deux critères susmentionnés est problématique. D'un côté, si les juridictions ont donné des réponses variables à propos de la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude, elles se conforment à l'article 10(b) une dimension internationale très large. Certaines d'entre elles se sont déclarées compétentes pour connaître des litiges concernant des opérations boursières principalement étrangères ayant un lien marginal avec les États-Unis<sup>1219</sup>. Cette approche expansionniste de la loi a été considérablement critiquée et dénoncée comme une forme d'impérialisme juridique et économique<sup>1220</sup>. Comme l'expriment certains auteurs : «*Jurisdiction for*

---

<sup>1218</sup> SEC v. Berger, 322 F.3d 187, 192 (2d Cir. 2003), voir également : Europe and Overseas Commodity Traders v. Banque Paribas London, *op. cit.* ; Itoba Ltd. v. Lep Group PLC, 54 F.3d 118, 121-22, *op. cit.* ; Psimenos v. E.F. Hutton Co., Inc., *op. cit.*

<sup>1219</sup> Certaines cours ont confirmé leur compétence en se basant sur des actes commis aux États-Unis qui n'ont aucun effet sur les intérêts des investisseurs ou marchés américains. Voir à titre d'exemple : In re Cable & Wireless, PLC, Sec. Litig., 321 F. Supp. 2D 794, 764 (E.D. Va. 2004).

<sup>1220</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p.104 ; voir également : Stephen J. CHOI & Linda J. SILBERMAN, «Transnational Litigation and Global Securities Class- Action Lawsuits», *Wisconsin Law Review*, 2009:465, p. 467-468 ; Donald C. LANGEVOORT, «Schoenbaum Revisited: Limiting the Scope of Antifraud

*antifraud rules is often aggressively asserted»*<sup>1221</sup>.

De l'autre côté, en plus de la portée extensive de l'application extraterritoriale, les deux critères utilisés par les juridictions pour confirmer leur compétence ont leurs propres problèmes. La difficulté principale réside dans un manque de clarté dans leur application, générant une insécurité juridique<sup>1222</sup> de sorte qu'il est difficile de les adopter comme *Bright-line rule*. En effet, les deux critères manquent d'une définition claire ; ce qui a conduit à des décisions juridiques imprévisibles et incohérentes. Certaines cours ont utilisé les deux critères séparément ; d'autres ont combiné les deux critères<sup>1223</sup>. Dans l'affaire *Bersch*<sup>1224</sup>, la Cour d'appel du second circuit a établi une approche relativement restreinte de l'extension des dispositions anti-fraude en combinant les deux critères. Elle a considéré que : «*the anti-fraud provisions of the federal securities laws:*

*(1) Apply to losses from sales of securities to Americans resident in the United States whether or not acts (or culpable failures to act) of material importance occurred in this country ; and*

*(2) Apply to losses from sales of securities to American residents abroad if, but only if, acts (or culpable failures to act) of material importance in the United States have significantly contributed thereto ; but*

*(3) Do not apply to losses from sales of securities to foreigners outside the United States unless acts (or culpable failures to act) within the United States directly caused such losses».* Ainsi, lorsque l'opération affecte l'intérêt d'un investisseur américain résidant aux États-Unis, les dispositions anti-fraude sont applicables indépendamment du lieu de commission de la fraude ; si l'investisseur américain réside à l'étranger, certains actes frauduleux doivent être commis aux États-Unis et doivent avoir une importance matérielle dans la réalisation de l'effet néfaste ressenti par ledit investisseur. Tandis que, lorsque l'investisseur lésé n'est pas américain, ces dispositions ne s'appliquent pas à une opération effectuée à l'étranger à moins qu'un acte frauduleux soit commis aux États-Unis et que ledit acte ait produit directement les dommages survenus à l'étranger.

---

Protection in an Internationalized Securities Marketplace», *Law And Contemporary Problems*, Vol. 55: No. 4 : 241-1992, p. 244-248.

<sup>1221</sup> Stephen J. CHOI and Andrew T. GUZMAN, «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *op.cit.*, p. 218 ; Comment, «Predictability and comity : Toward common principles of extraterritorial jurisdiction», *Harvard Law Review*, Vol. 98, No. 6 (Apr. 1985), p. 1310.

<sup>1222</sup> Au moins une cour a noté la difficulté d'appliquer les formulations vagues des deux tests ; voir *In re Alstom SA*, 406 F. Supp. 2d 346, 366–385 (S.D.N.Y. 2005).

<sup>1223</sup> La Cour d'appel du second circuit a considéré dans l'affaire *Itoba Ltd* que : «*There is no requirement that these two tests be applied separately and distinctly from each other. Indeed, an admixture or combination of the two often gives a better picture of whether there is sufficient United States involvement to justify the exercise of jurisdiction by an*

L'importance de l'acte commis aux États-Unis varie selon la nationalité<sup>1225</sup> et la localisation de l'investisseur. Alors qu'un "*merely preparatory act*" ne suffit pas pour déclencher la compétence lorsque l'investisseur lésé est un étranger résidant à l'étranger, il est suffisant si l'investisseur lésé est un résident américain. L'approche adoptée par la *Second Circuit* dans l'affaire Bersch est ensuite adoptée par la Cour d'appel de *District of Columbia Circuit* (D.C. Circuit) dans l'affaire Zoelsch<sup>1226</sup>.

Les *tests* de la Cour d'appel fédérale pour le *Second Circuit* annoncés dans l'affaire *Schoenbaum* et *Leasco*, ou la combinaison de l'affaire *Bersch*, ne sont pas appliqués de manière unanime. Certaines cours ont adopté leurs propres versions des *tests*. C'est le *conduct test* qui a soulevé le plus de problèmes. Plusieurs versions du *conduct test* ont été adoptées pour déterminer quand les juridictions américaines ont compétence pour statuer sur des actes commis aux États-Unis susceptible de participer à la préparation d'une fraude visant des investisseurs à l'extérieur de ce pays. Comme indiqué précédemment, la Cour d'appel fédérale pour le *Second Circuit* a adopté l'approche la plus restrictive. Ainsi, elle a décliné sa compétence lorsque l'acte commis aux États-Unis est "*merely preparatory*", autrement dit, lorsqu'il n'a pas "*directly caused the losses abroad*"<sup>1227</sup>. Dans des affaires ultérieures, la Cour d'appel fédérale pour le *Second Circuit* a précisé que l'acte commis sur le sol américain doit comprendre tous les éléments nécessaires pour établir une violation de l'article 10(b) et la Règle 10b-5 : «*the fraudulent statements or misrepresentations must originate in the United States, must be made with scienter and in connection with the sale or purchase of securities, and must cause the harm to those who claim to be defrauded, even though the actual reliance and damages may occur elsewhere*»<sup>1228</sup>. La D.C. Circuit a également considéré que la fraude commise aux États-Unis doit «*itself constitute domestic conduct that satisfies all the*

---

*American court*», *Itob0a Ltd v. Lep Goup Plc*, 54 F. 3d 118, 122, *op. cit.*

<sup>1224</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, *op. cit.*

<sup>1225</sup> La Cour suprême a examiné ce point en considérant que : «*The conduct test was held to apply differently depending on whether the harmed investors were Americans or foreigners*», *Morrison v. National Australia Bank*, 130 S. Ct. 2869 (2010).

<sup>1226</sup> *Klaus Zoelsch v. Arthur Andersen & Co.*, *op. cit.*

<sup>1227</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, *op. cit.* ; *IIT v. Vencap, Ltd.*, *op. cit.* Voir également : *Psimenos v. E.F. Hutton Co.*, *op. cit.* ; *Itoba Ltd. v. Lep Group PLC*, 54 F.3d 118, *op. cit.*, et *Alfadda v. Fenn*, 935 F.2d 475, 478 (2d Cir. 1991) considérant que : «*Under the conduct test, a federal court has subject matter jurisdiction if (1) the defendant's activities in the United States were more than "merely preparatory" to a securities fraud conducted elsewhere, and (2) these activities or culpable failures to act within the United States "directly caused" the claimed losses*». Déterminer si les comportements commis aux États-Unis ont *directly caused losses abroad* dépend «*not only on how much was done in the United States but also on how much was done abroad*». *IIT v. Vencap, Ltd.*, *op. cit.*

<sup>1228</sup> *IIT v. Cornfeld*, 619 F.2d 909, 920-21 (2d Cir.1980) ; *IIT v. Vencap*, *op. cit.*

*elements of liability*»<sup>1229</sup>.

Les autres cours semblent adopter des versions moins exigeantes du *test*. La Cour d'appel du septième Circuit a jugé que l'acte commis aux États-Unis doit constituer «*a substantial part of the alleged fraud and is material to its success. This conduct must be more than merely preparatory in nature ; however, we do not go so far as to require that the conduct occurring domestically must itself satisfy the elements of a securities violation*»<sup>1230</sup>. L'acte doit être, selon cette version, plus que préparatoire mais il ne doit pas forcément comprendre lui-même tous les éléments de la fraude.

Les Cours d'appel du troisième, huitième et neuvième Circuits semblent avoir assoupli le *test* de la Cour d'appel du deuxième Circuit. Pour reprendre l'expression de la Cour d'appel du cinquième Circuit, elles «*generally require some lesser quantum of conduct*»<sup>1231</sup>. Elles exigent seulement que l'acte soit significatif dans la commission de la fraude et ne pas "directly causes the losses" : «*where defendants' conduct in the United States was in furtherance of a fraudulent scheme and was significant with respect to its accomplishment, and moreover necessarily involved the use of the mails and other instrumentalities of interstate commerce, the district court has subject matter jurisdiction*»<sup>1232</sup>. La troisième Circuit adopte une approche plus souple en estimant que : «*The federal securities laws [...] do grant jurisdiction in transnational securities cases where at least some activity designed to further a fraudulent scheme occurs within this country. There is nothing in § 10(b) or its companion anti-fraud provisions to thwart their application to fraudulent transactions when the actual locus of the harm is outside the territorial limits of the United States*»<sup>1233</sup>. Par conséquent, peut être suffisant pour exercer la compétence selon cette dernière approche, malgré l'absence de tout effet néfaste sur les investisseurs américains ou le marché américain, un acte préparatoire, un appel téléphonique ou l'envoi d'un e-mail à partir du sol américain à un investisseur étranger résidant à l'étranger, commis sur le territoire américain, par exemple.

Le critère de conduite, comme annoncé dans l'affaire *American Banana* signifie que : «*the character of an act as lawful or unlawful must be determined wholly by the law of the country in*

---

<sup>1229</sup> Klaus Zoelsch v. Arthur Andersen & Co., *op. cit.*

<sup>1230</sup> Kauthar SDN BHD v. Sternberg, 149 F.3d 659, 667 (7th Cir. 1998).

<sup>1231</sup> Robinson v. TCI/US West Communications, Inc., 117 F.3d 900, 906 (5th Cir. 1997).

<sup>1232</sup> *Continental Grain (Australia) Pty. Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc., op.cit.* ; *Grunenthal GmbH v. Hotz, op. cit.*

<sup>1233</sup> SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 115 (3d Cir. 1977).



*which the act is done*»<sup>1234</sup>. Ce critère fondé sur le principe de territorialité a donc été une source de difficultés. Le principal souci est de déterminer, pour justifier l'application des dispositions anti-fraude américaines, le degré suffisant de l'importance de l'acte<sup>1235</sup>. Plusieurs actes peuvent être nécessaire à la commission d'une fraude ; il est possible qu'ils soient commis dans plusieurs pays. Un appel téléphonique, un e-mail envoyé aux États-Unis ou une réunion prenant lieu dans ce pays peuvent être, ou non, suffisant pour déclencher la compétence ; cela dépend de la cour saisie de l'affaire. De surcroît, les cours ne précisent pas quel acte peut être considéré comme "*significant or substantial*", "*merely preparatory*", "*directly caused the harm*", "*material importance*", "*activity designed to further a fraudulent scheme*". Elles sont divisées à propos de l'importance de l'acte qui doit être accompli aux États-Unis.

L'*effects test* a, lui aussi, ses difficultés. La cour a considéré, dans l'affaire *Schoenbaum*, que les juridictions américaines ont compétence pour statuer sur les violations commises à l'étranger concernant des transactions effectuées à l'étranger «*at least when the transactions involve stock registered and listed on a national securities exchange, and are detrimental to the interests of American investors*»<sup>1236</sup>. La cour exige donc, en parallèle du préjudice encouru par les investisseurs américains, que le titre objet de l'opération soit négocié aux États-Unis. Un effet néfaste sur les investisseurs américains, sans que les titres concernés par la transaction soient cotés sur un marché américain, n'est pas une base suffisante pour justifier la compétence<sup>1237</sup>. La cour a précisé dans l'affaire *Tamari* que l'acte commis à l'étranger doit «*causes foreseeable and substantial effects within the United States*»<sup>1238</sup>. Un effet négatif général sur les investisseurs américains (par exemple, un acte qui affecte la confiance générale dans les marchés boursiers) ou sur l'économie américaine ne suffit pas<sup>1239</sup>. Il faut donc prouver un «*specific harms suffered by some U.S. interested party*»<sup>1240</sup>.

Le problème avec ces analyses est qu'elles vont très loin dans la protection des investisseurs

---

<sup>1234</sup> *American Banana Co. v. United Fruit Co.* 213 U.S. 347 (1909).

<sup>1235</sup> Voir par exemple la décision de septième Circuit qui estime que : «*The predominant difference among the circuits, it appears, is the degree to which the American-based conduct must be related causally to the fraud and the resultant harm to justify the application of American securities law*» ; *Kauthar SDN BHD v. Sternberg*, *op. cit.*

<sup>1236</sup> *Schoenbaum v. Firstbrook* (2d Cir. 1968), *op. cit.*

<sup>1237</sup> Stephen J. CHOI and Andrew T. GUZMAN, «*The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law*», *op. cit.*, p. 219.

<sup>1238</sup> *Tamari v. Bache & Co. S.A.L.*, 730 F.2d 1103, 1108 (7th Cir. 1984) ; voir également la décision de la huitième Circuit dans l'affaire *Continental Grain (Australia) Pty. Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc.*, *op. cit.*

<sup>1239</sup> *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, *op. cit.*

<sup>1240</sup> *Interbrew v. Edperbrascan Corp.*, 23 F. Supp. 2d 425 (S.D.N.Y. 1998).

américains. Le fait d'exiger que le titre soit coté aux États-Unis est censé restreindre le champ d'application du critère. Toutefois, en appliquant ce test aux opérations effectuées à l'étranger, la décision a ouvert la voie à une application extensive de la loi américaine. En effet, ce critère a été utilisé par certaines cours de manière extensive dans des cas plus récents, en considérant que la compétence pourrait également être établie sur des réclamations fondées sur des transactions effectuées à l'étranger sur des titres non-cotés aux États-Unis<sup>1241</sup>. L'*effects test* soulève aussi des difficultés concernant l'importance et le degré des effets qui doivent être ressentis aux États-Unis pour répondre aux exigences du critère. De plus, les cours n'ont pas fourni d'indications claires expliquant la notion de "*substantial effect*" ou "*detrimental to the interests of American investors*". Ces notions sont vagues et peuvent avoir plusieurs interprétations. Elles sont déterminées par les juridictions au cas par cas. Enfin, ce critère est critiqué aussi comme étalant avec excès la compétence américaine. Avec le développement des technologies informatiques et l'interconnexion des marchés financiers, la portée du critère pourrait être trop large<sup>1242</sup>, puisque toute transaction boursière effectuée sur un marché donné peut avoir des répercussions inattendues sur plusieurs marchés financiers. Les opérateurs sur les marchés mondiaux ne savent pas quel comportement peut affecter les intérêts des investisseurs américains ou le marché américain, ce qui affecte sans doute la confiance de ces opérateurs dans les places boursières<sup>1243</sup>. Ainsi, la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude selon ce critère est extensive, indéfinie et imprévisible.

Les deux critères sont donc difficiles à administrer<sup>1244</sup> et sont pour cette raison critiqués par la doctrine<sup>1245</sup>. Ils souffrent donc d'une insécurité juridique et d'une application extraterritoriale extensive et inconsistante. Malgré les tentatives d'encadrement et de restriction de la seconde Circuit, ces deux critères sont utilisés, dans l'objectif de protéger les investisseurs et les marchés américains, pour confirmer la compétence à l'égard des situations connues sous le nom de *foreign-cubed class actions* essentiellement étrangères<sup>1246</sup>. Cela a fait des États-Unis un pôle d'attractivité

<sup>1241</sup> Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, p10.

<sup>1242</sup> Kun Young CHANG, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *op. cit.*, p. 109-110.

<sup>1243</sup> John D. KELLY, Note, «Let There Be Fraud (Abroad) : A Proposal for a New U.S. Jurisprudence with Regard to the Extraterritorial Application of the Anti-Fraud Provisions of the 1933 and 1934 Securities Acts», *op. cit.*.

<sup>1244</sup> *Morrison v. National Australia Bank*, *op. cit.*.

<sup>1245</sup> Voir à titre d'exemple : Hannah BUXBAUM, «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *op. cit.*, pp24-25.

<sup>1246</sup> Dans l'affaire *Grunenthal GmbH v. Hotz*, *op. cit.*, la Cour d'appel a considéré que les juridictions américaines sont compétentes même si le comportement frauduleux relatif à une transaction à caractère étranger est commis par hasard

exceptionnel pour les poursuites des infractions boursières à travers le monde. Puisque l'extraterritorialité ne promet pas la prévisibilité et la certitude dans l'application des lois boursières, l'extension continue de la compétence américaine à l'égard des transactions transfrontalières frauduleuses a persuadé la Cour Suprême, dans l'affaire Morrison, du nécessaire réencadrement de l'application extraterritoriale du droit boursier américain. Dans cette décision, la Cour Suprême a critiqué l'utilisation des deux critères par les juridictions inférieures puisqu'ils manquent de base légale. La Seconde Circuit a elle-même reconnu qu'elle était incapable d'indiquer l'origine de ses conclusions relatives à l'application extraterritoriale du droit boursier américain, ni dans les textes des lois, ni dans l'histoire législative<sup>1247</sup>. La Cour Suprême a, dans l'arrêt Morrison, principalement ranimé la présomption contre l'extraterritorialité en rejetant en même temps les deux critères et en installant un *bright-line test*.

## **B. L'encadrement de l'extraterritorialité après l'arrêt Morrison : la sécurité juridique introuvable**

Les cours américaines ont étendu l'application des lois boursières aux transactions extraterritoriales. Pendant plus de quarante ans, elles ont appliqué les dispositions anti-fraude aux comportements commis en dehors des États-Unis en se basant sur des critères ambigus qui n'étaient pas établis par le pouvoir législatif ou exécutif. Dans l'affaire Morrison, la Cour Suprême a été appelée à fournir une réponse claire à propos de l'application du droit boursier américain à une

---

aux États-Unis. La question posée dans cette affaire était de savoir si la *district court* était compétente en vertu des lois américaines pour statuer sur une transaction effectuée sur des titres d'une société étrangère entre des sociétés étrangères et des ressortissants de pays étrangers où, le seul lien entre l'opération et les États-Unis est la perpétration de certaines conduites frauduleuses dans ce pays et que des *instrumentalities of interstate commerce* ont été utilisés pour effectuer la fraude. La *district court* répond négativement en considérant que «*the securities laws do not apply to transactions that have "no effect on any American investors or securities market" and where "the only nexus with the United States is conduct in this country based on convenience and the only local act of fraud alleged is a mere repetition of misrepresentations first spoken abroad*». La Cour d'appel n'accepte pas ce raisonnement. Elle estime que les faits sont suffisants pour établir la compétence des juridictions américaines : «*We disagree with the district court's view that the result in this case should be different because the allegedly fraudulent conduct occurred in this country by happenstance. We think it of little significance that the conduct in this country was "based on convenience." Indeed, to hold otherwise could make it convenient for foreign citizens and corporations to use this country and its lawyers, accountants and underwriters to further fraudulent securities schemes*».

<sup>1247</sup> Bersch v. Drexel Firestone, Inc., *op. cit.*

opération boursière transfrontalière. Plusieurs pays ont déposé des mémoires d'*amicus curiae* en se plaignant de l'ingérence dans la politique réglementaire des autres États résultant de l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude américaines et en demandant l'adoption d'un critère clair qui permet d'éviter un tel résultat. La Cour Suprême met fin à quarante ans de jurisprudence en abandonnant les *conduct and effects tests*<sup>1248</sup>. Elle a considéré que la présomption contre l'extraterritorialité empêche l'application du droit boursier américain aux opérations effectuées à l'étranger. La présomption est un moyen d'interprétation légale, qui suppose que les lois issues du Congrès s'appliquent uniquement de manière territoriale, à moins que le Congrès donne une indication claire de leur application extraterritoriale. La Cour a ensuite établi un nouveau critère qui devrait re-encadrer la portée extraterritoriale du droit boursier américain dans l'objectif d'éviter toute ingérence dans les affaires intérieures d'autres États.

Cette décision est sans doute très importante et peut affecter profondément les pratiques boursières et, peut-être à moyen terme, les réglementations boursières d'autres États. Toutefois, il est encore tôt pour préciser les effets que peut produire la décision à long terme, puisqu'elle est d'ores et déjà critiquée par la doctrine. Au surplus, les jugements plus récents des juridictions inférieures et les textes ultérieurs du Congrès permettent de croire que certaines dispositions anti-fraude peuvent avoir toujours une application extraterritoriale. Par conséquent, malgré un certain avancement, il est toujours difficile de dessiner des traits clairs précisant la portée extraterritoriale du droit boursier américain.

## **1. La présomption contre l'extraterritorialité : une règle d'interprétation des lois américaines**

La présomption contre l'extraterritorialité sert, en plus d'assurer la séparation des pouvoirs<sup>1249</sup>, comme une garantie permettant d'empêcher l'application extraterritoriale des lois

---

<sup>1248</sup> Certains auteurs considèrent que l'arrêt *Morrison* oriente la présomption contre l'extraterritorialité vers un critère d'*effects test*, selon lequel, ce qui est important est la localisation de la transaction affectée par le comportement illégal, autrement dit, la localisation des effets. Par exemple, William S. DODGE estime que «*Morrison turns the presumption against extraterritoriality into an effects test. It counsels courts to ignore the location of the prohibited conduct and examine the "focus" of the statute. Because Congress "is primarily concerned with domestic conditions," the focus of a statute will most often be – as it was in Morrison – on preventing harmful, domestic effects*», William S. DODGE, «*Morrison's effects test*», *Southwestern Law Review*, Vol. 40 : 687-2011, p. 690, 691 and 696.

<sup>1249</sup> Voir dans ce sens Curtis A. Bradley qui défend la présomption pour des considérations liées à la séparation des

américaines sans autorisation du Congrès<sup>1250</sup>. Elle est utilisée comme un moyen en vue d'éviter les conflits internationaux. Les cours doivent interpréter les lois américaines dans les limites du droit international en cas d'absence d'une indication contraire de la part du Congrès<sup>1251</sup>. Historiquement, la présomption contre l'extraterritorialité est apparue en 1818 dans une affaire de piratage : *United States v. Palmer*<sup>1252</sup>. Six ans plus tard, la Cour Suprême revient sur la question dans une affaire concernant un crime commis en mer (*The Appollon*) en considérant que : «*The laws of no nation can justly extend beyond its own territories except so far as regards its own citizens. They can have no force to control the sovereignty or rights of any other nation within its own jurisdiction. And however general and comprehensive the phrases used in our municipal laws may be, they must always be restricted in construction to places and persons, upon whom the legislature has authority and jurisdiction*»<sup>1253</sup>. L'utilisation des *broad jurisdictional language* dans les lois ne suffit pas pour réfuter la présomption contre l'extraterritorialité<sup>1254</sup>. D'après la Cour, il est injuste de donner aux lois américaines une interprétation extensive qui pourrait menacer l'indépendance et la souveraineté des nations étrangères<sup>1255</sup>. Les termes vastes et généraux utilisés dans les textes des lois doivent donc être interprétés dans le sens où le Congrès ne vise à couvrir que des situations et personnes soumises à son autorité et sa compétence. Autrement dit, le Congrès légifère dans les limites de ses «*authority and jurisdiction*». Il est donc présumé que les situations apparues en dehors des États-Unis ne rentrent pas dans la compétence américaine. Leur légalité doit être jugée conformément aux

---

pouvoirs : «*The Constitution, of course, divides power among the three branches of the federal government. As part of this division of power, the Constitution assigns principal policymaking authority, as well as principal authority over foreign affairs, to the legislative and executive branches rather than to the judicial branch. In several decisions applying the presumption, the supreme Court has expressed the view that the determination of whether and how to apply federal legislation to conduct abroad raises difficult and sensitive policy questions that tend to fall outside both the institutional competence and constitutional prerogatives of the judiciary*» ; Curtis A. BRADLEY, «Territorial intellectual property rights in an age of globalism», *op. cit.*, p. 516.

<sup>1250</sup> Ryan WALSH, «Extraterritorial confusion : The complex relationship between *Bowman* and *Morrison* and a revised approach to extraterritoriality», *Valparaiso University Law Review*, Vol. 47-2013, p.669.

<sup>1251</sup> Charles DOYLE, «Extraterritorial application of american criminal law», Congressional research service, October 31, 2016, p. 11, available at: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/94-166.pdf> : «*Yet Congress looks to international law when it evaluates the policy considerations associated with legislation that may have international consequences. For this reason, the courts interpret legislation with the presumption that Congress or the state legislature intends its laws to be applied within the bounds of international law, unless it indicates otherwise*».

<sup>1252</sup> *United States v. Palmer*, 16 U.S. 610 (1818).

<sup>1253</sup> *The Appollon* 22 U.S. 9 Wheat. 362 (1824).

<sup>1254</sup> Voir dans ce sens : *EEOC v. Arabian American Oil Co.* 499 U.S. 244 (1991) ; *McCulloch v. Sociedad Nacional de Marineros de Honduras*, *op. cit.* ; *Steele v. Bulova Watch Co., inc.*, *op. cit.*.

<sup>1255</sup> *The Appollon* 22 U.S. 9 Wheat., *op. cit.*

lois du pays où elles ont eu lieu. La Cour Suprême revient sur ce *Principe* dans l'affaire *American Banana Co. v. United Fruit Co.*<sup>1256</sup> dans laquelle elle a refusé d'appliquer la *Sherman Antitrust Act* extraterritorialement. Elle a considéré que : «*the general and almost universal rule is that the character of an act as lawful or unlawful must be determined wholly by the law of the country where the act is done*»<sup>1257</sup>. La décision de la Cour soulève un point très important : en cas de doute, une loi doit être interprétée comme étant destinée à être réduite, dans son application et ses effets, aux limites territoriales sur lesquelles le législateur a le pouvoir général et légitime, et cela parce que «*All legislation is prima facie territorial*»<sup>1258</sup>.

Bien que la criminalité ait évolué et ait commencé à avoir de plus en plus un caractère international, dû en grande partie au développement des moyens de communication et de d'échanges<sup>1259</sup>, l'adhésion à une interprétation stricte de la présomption contre l'extraterritorialité s'avérerait peu convenable. Les normes de compétence du droit international se sont donc développées pour mitiger l'application stricte du principe de territorialité. En 1922 (affaire *Bowman*), la Cour Suprême abandonne l'approche rigide relative à la présomption contre l'extraterritorialité. Elle a considéré que les délits perpétrés contre des particuliers ou leurs biens devaient être commis dans le territoire de l'autorité qui réclame la compétence ; l'extension de la punition à ceux commis à l'étranger nécessite une indication claire du Congrès. Toutefois, la Cour estime que «*the same rule of interpretation should not be applied to criminal statutes which are, as a class, not logically dependent on their locality for the government's jurisdiction, but are enacted because of the right of the government to defend itself against obstruction or fraud wherever perpetrated*»<sup>1260</sup>. Une loi pénale peut donc être appliquée extraterritorialement, en particulier, dans le cas des crimes pénaux commis contre le gouvernement.

La période entre les arrêts *Bowman* et *Morrison* a été marquée par plusieurs fluctuations. Après la décision *Bowman* en 1922, les juridictions inférieures ont commencé à donner progressivement une portée extraterritoriale à certaines lois américaines<sup>1261</sup>, y compris des lois

---

<sup>1256</sup> *American Banana Co. v. United Fruit Co.*, *op. cit.*

<sup>1257</sup> *Ibid.*

<sup>1258</sup> *Ibid.*

<sup>1259</sup> Anthony J. COLANGELO, «Constitutional limits on extraterritorial jurisdiction : terrorism and intersection of national and international law», *Harvard International Law Journal*, Vol. 48, N°1 : 128-2007.

<sup>1260</sup> *United States v. Bowman* 260 U.S. 94 (1922).

<sup>1261</sup> Voir à titre d'exemple : *Hartford Fire Ins. Co. v. California*, 509 U.S. 764 (1993) ; *United States v. Aluminum Co. of America*, 377 U.S. 271 (1964).

civiles<sup>1262</sup>. Bowman a été utilisé comme exemple pour surmonter la présomption contre l'extraterritorialité. Cependant, la présomption contre l'extraterritorialité continue à exister après cet arrêt. La Cour Suprême a jugé dans l'affaire *Foley Bros., Inc.*, que *the Eight Hour Law* ne s'applique pas extraterritorialement puisqu'il n'y a rien dans la loi ni dans l'histoire législative qui indique une intention du Congrès d'étendre la compétence au-delà des lieux sur lesquels les États-Unis exercent leur souveraineté<sup>1263</sup>. La règle d'interprétation clarifiant que la législation du Congrès, à moins d'une intention contraire, est destinée à s'appliquer uniquement dans les limites territoriales des États-Unis est «*a valid approach whereby unexpressed congressional intent may be ascertained*»<sup>1264</sup>.

Simultanément, les juridictions inférieures continuent à appliquer les lois extraterritorialement. Après *Schoenbaum* et *Leasco*, les lois boursières sont, elles aussi, appliquées extraterritorialement. La Cour Suprême est intervenue une autre fois avec la décision *Aramco*<sup>1265</sup> pour réaffirmer l'application de la présomption. Selon la Cour, *the Title VII of the Civil Rights Act* «*does not apply extraterritorially to regulate the employment practices of United states firms that employ American citizens abroad*». Afin qu'une loi s'applique extraterritorialement, il faut montrer «*the clearly expressed affirmative congressional intent that is required to overcome the well-established presumption against statutory extraterritoriality*». La Cour exige donc un *clear statement* pour surmonter la présomption : «*Congress' awareness of the need to make a clear statement that a statute applies overseas is amply demonstrated by the numerous occasions on which it has legislated extraterritoriality*»<sup>1266</sup>.

Jusqu'à l'arrêt Morrison, les juridictions inférieures redoublaient d'efforts pour deviner l'intention non déclarée du Congrès en ayant recours aux *conduct and effects tests*, ce qui a élargi le champ d'application des lois américaines et, en particulier du droit boursier, aux situations essentiellement étrangères connues sous le nom de *F-C class actions*. La portée potentiellement expansive des deux critères a mené la Cour Suprême, dans la première AG qu'elle a traité, à les invalider en se basant principalement sur la présomption contre l'extraterritorialité.

D'après la Cour, le recours à une méthode consistant à deviner la volonté du Congrès, au cas par cas (ce que la Cour décrit comme *judicial-speculation-made-law—divining what Congress*

<sup>1262</sup> Ryan Walsh, «Extraterritorial confusion: The complex relationship between Bowman and Morrison and a revised approach to extraterritoriality», *op. cit.*, p 644.

<sup>1263</sup> *Foley Bros., Inc. v. Filardo*, *op. cit.*

<sup>1264</sup> *Ibid.*

<sup>1265</sup> *EEOC v. Arabian American Oil Co.*, *op. cit.*

<sup>1266</sup> *Ibid.*

would have wanted if it had thought of the situation before the court), révèle une mauvaise compréhension de la présomption contre l'extraterritorialité. La Cour Suprême indique que la Cour d'appel du second Circuit n'a jamais mis en avant une base textuelle ou extra-textuelle pour ces critères<sup>1267</sup>. Ces derniers ignorent donc le principe bien établi en droit américain selon lequel la législation du Congrès, à moins d'une intention contraire, est destinée à être appliquée uniquement dans les limites territoriales américaines<sup>1268</sup>. Le Congrès légifère normalement en prenant en compte les questions domestiques, et non étrangères<sup>1269</sup>. Le droit américain, comme le rappelle la Cour suprême, « governs domestically but does not rule the world »<sup>1270</sup>. Pour rétablir la sécurité juridique, la Cour considère qu'il est préférable que la présomption contre l'extraterritorialité soit appliquée à tous les cas d'espèces, plutôt que de deviner la volonté du Congrès dans chaque affaire, et juge de manière ferme que « *When a statute gives no clear indication of an extraterritorial application, it has none* ». En examinant la loi en question, à savoir l'*Exchange Act*, la Cour affirme qu'il n'y a pas d'indications claires permettant de déduire que l'article 10(b) en particulier, et la loi en général, s'appliquent extraterritorialement. Le recours à un terme général tel que le *foreign commerce* dans la définition de l'« *Interstate Commerce* » ne suffit pas pour réfuter la présomption contre l'extraterritorialité. En effet, il a été déjà jugé dans ce domaine que « *even statutes that contain broad language in their definitions of 'commerce' that expressly refer to 'foreign commerce' do not apply abroad* »<sup>1271</sup>. La simple possibilité d'une interprétation extraterritoriale d'une loi donnée ne suffit pas pour outrepasser la présomption. De plus, en prenant en compte les objectifs de la loi, celle-ci s'intéresse aux transactions « *with a national public interest* ». Rien ne suggère que cet intérêt public national concerne les transactions effectuées sur les marchés étrangers. Par conséquent, « *The fleeting reference to the dissemination and quotation abroad of the prices of securities traded in domestic exchanges and markets cannot overcome the presumption against extraterritoriality* ». D'ailleurs il a été argué, en faveur de l'application extraterritoriale de l'article 10(b), que l'exemption prévue dans l'article 30(b) « *would have no function if the Act did not apply in the first instance to securities transactions that occur abroad* »<sup>1272</sup>. La Cour refuse cet argument en considérant que « *it*

---

<sup>1267</sup> La Cour Suprême rappelle ce qui a été jugé par la Cour d'appel du second Circuit même, que « *if we were asked to point to language in the statutes, or even in the legislative history, that compelled these conclusions, we would be unable to respond* », *Bersch v. Drexel Firestone, Inc.*, *op. cit.*, at 993.

<sup>1268</sup> *EEOC v. Arabian American Oil Co.*, *op. cit.* ; *Foley Bros., Inc. v. Filardo*, *op. cit.*

<sup>1269</sup> *Smith v. United States*, 507 U. S. 197, 204, n. 5 (1993).

<sup>1270</sup> *Microsoft Corp. v. AT&T Corp.*, 550 U.S. 437, 454 (2007).

<sup>1271</sup> *EEOC v. Arabian American Oil Co.* *op. cit.*, at 251.

<sup>1272</sup> Brief for the United States as amicus curiae supporting respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, February 2010, available at: <https://www.sec.gov/>.



would be odd for Congress to indicate the extraterritorial application of the whole Exchange Act by means of a provision imposing a condition precedent to its application abroad. The provision seems to us directed at actions abroad that might conceal a domestic violation, or might cause what would otherwise be a domestic violation to escape on a technicality»<sup>1273</sup>.

Puisqu'il s'agit du mécanisme général d'interprétation des lois, la question qui se pose est donc de savoir quelle preuve doit être apportée pour pouvoir surmonter la présomption ? Les requérants soutiennent que la présomption ne s'applique pas dans cette affaire puisqu'ils réclament une application territoriale du droit boursier américain en se basant sur la survenance aux États-Unis de certains actes frauduleux. La Cour estime qu'«*it is a rare case of prohibited extraterritorial application that lacks all contact with the territory of the United States. But the presumption against extraterritorial application would be a craven watchdog indeed if it retreated to its kennel whenever some domestic activity is involved in the case*». Autrement dit, la commission de certains actes frauduleux sur le sol américain n'empêche pas l'application de la présomption. Là, une autre question surgit. Quels types d'actes commis aux États-Unis peuvent surmonter la présomption ? En d'autres termes, quelle est la portée de la présomption lorsque la fraude est commise à la fois aux États-Unis et à l'étranger ? Cette portée n'est pas facile à préciser puisqu'elle doit tracer la limite entre, d'un côté les cas dans lesquels les demandeurs peuvent s'attacher à la survenance aux États-Unis des comportements favorisant la commission de la fraude pour réclamer l'inapplicabilité de la présomption et, de l'autre côté, les cas dans lesquels les défendeurs peuvent s'attacher à la survenance à l'étranger des comportements frauduleux pour réclamer l'application de la présomption. Pour y parvenir, la Cour va établir, et c'est ici l'innovation et l'importance de la décision, un nouveau mécanisme basé sur l'identification du «*the focus of the Act in question*». Ce mécanisme va devenir ce que l'on appelle aujourd'hui le *transactional test*.

---

<sup>1273</sup> La Cour Suprême continue son argument en considérant que «*Subsection 30(a) contains what §10(b) lacks: a clear statement of extraterritorial effect. Its explicit provision for a specific extraterritorial application would be quite superfluous if the rest of the Exchange Act already applied to transactions on foreign exchanges—and its limitation of that application to securities of domestic issuers would be inoperative. Even if that were not true, when a statute provides for some extraterritorial application, the presumption against extraterritoriality operates to limit that provision to its terms*».

## 2. *The focus of the Act canon* et le réexamen de la portée extraterritoriale des lois boursières

La Cour Suprême commence sa décision en corrigeant une erreur que les juridictions inférieures commettaient depuis des années, en considérant que la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude de l'article 10(b) soulève une question de *subject-matter jurisdiction*. Alors que cette dernière se réfère à la capacité pour un tribunal de connaître d'un litige, l'extraterritorialité de l'article 10(b) doit être traitée comme *merits question* (si le comportement tombe dans le champ d'application de la loi). Il n'y a pas de doute que les juridictions américaines ont *subject-matter jurisdiction* sur les actions fondées sur l'article 10(b), mais les cours doivent examiner si les textes de la loi s'étendent au manquement en question.

Pour déterminer la portée extraterritoriale d'une loi, la Cour Suprême va regarder *the focus of the Act* en question. Si l'événement qui constitue *the focus of the Act* est survenu aux États-Unis, il n'y a pas d'extraterritorialité. À contrario, il y a extraterritorialité si cet événement est survenu à l'étranger. En appliquant ce critère à la loi en question, la Cour estime dans l'affaire Morrison que : «*the Exchange Act's focus is not on the place where the deception originated, but on purchases and sales of securities in the United States. Section 10(b) applies only to transactions in securities listed on domestic exchanges and domestic transactions in other securities*». Plusieurs arguments sont avancés par la Cour pour soutenir sa conclusion : «*The primacy of the domestic exchange is suggested by the Exchange Act's prologue, and by the fact that the Act's registration requirements apply only to securities listed on national securities exchanges (§78l(a)). This focus is also strongly confirmed by §30(a) and (b). Moreover, the Court rejects the notion that the Exchange Act reaches conduct in this country affecting exchanges or transactions abroad [...] : The probability of incompatibility with other countries' laws is so obvious that if Congress intended such foreign application "it would have addressed the subject of conflicts with foreign laws and procedures"*».

Selon le nouveau critère, l'article 10(b) s'applique aux cas où le manquement commis concerne des opérations effectuées aux États-Unis. Lorsque la vente ou l'achat des titres s'est produit aux États-Unis, l'opération est domestique. Lorsque la vente ou l'achat des titres s'est produit à l'étranger, comme dans l'affaire Morrison, l'opération est étrangère. Quand bien même certains actes sont commis sur le sol américain, *the focus of the Exchange Act* étant le lieu où l'opération est effectuée, et non celui où la fraude est commise. Ce nouveau critère interdit donc clairement l'application extraterritoriale de l'article 10(b).

## C. L'ambiguïté et insécurité juridique persistante après l'arrêt Morrison et la loi Dodd-Frank

Malgré la décision Morrison, l'ambiguïté prévaut encore concernant l'application extraterritoriale du droit boursier<sup>1274</sup> et, en particulier, au sujet des actions intentées en application de l'article 10(b) par la SEC et par le DOJ. Alors qu'une partie de la doctrine argumente que l'extraterritorialité des dispositions anti-fraude demeure possible surtout après la loi Dodd-Frank, la jurisprudence révèle que les juridictions américaines, et plus particulièrement la Cour Suprême, se montrent attachées, plus que jamais, à l'application de la présomption contre l'extraterritorialité.

### 1. La réception de l'arrêt Morrison par la doctrine et les autorités américaines : une critique et un essai de contournement de la loi et de la décision pour justifier l'extraterritorialité

La décision Morrison a été rapidement critiquée par la doctrine<sup>1275</sup>. Alors que les juristes attendaient que la Cour Suprême établisse un nouveau critère qui trace clairement la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude, celui-ci ne s'avère pas plus facile à appliquer et met en péril les intérêts américains. En effet, la décision limite considérablement la portée extraterritoriale du droit boursier américain. L'application stricte de la présomption met en danger les intérêts des investisseurs et des marchés américains. Avec l'interconnexion des marchés boursiers, la fraude commise à l'étranger peut affecter indirectement ces intérêts. Avec le développement de la technologie et de la télécommunication, la fraude prend un aspect transnational. Une approche anti-extraterritoriale expose les États-Unis et ses citoyens au danger. Elle limite la capacité des investisseurs américains (et étrangers) effectuant leurs transactions sur des marchés étrangers, d'avoir recours aux juridictions américaines lorsque la fraude est commise à l'étranger ; ce qui peut

<sup>1274</sup> La décision Morrison n'a que quelques années et n'est pas clair les effets qu'elle peut avoir sur les cas à venir, ni la façon dont les juridictions vont l'interpréter. Un tribunal a déjà souligné qu'appliquer Morrison peut revêtir une certaine difficulté et ambiguïté : «*Though the Supreme Court purported to lay out a bright-line rule regarding the extraterritorial application of Section 10(b), Morrison's impact on this case is far from clear*», In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litigation, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

<sup>1275</sup> Jennifer WU, «Morrison v. Dodd-Frank, Deciphering the congressional rebuttal to the supreme court ruling», *University Of Pennsylvania Journal Of business Law*, Vol. 14:317-2011, p. 339 and s ; Debbie Mavis PLACID, «A look at the effects of Morrison v. National Australia Bank on American Depository Receipts and Section 10(b) liability», *Ston Hall Law eRepository*, 5-1-2013, arguant que «*Morrison's transactional test creates loopholes for foreign companies to commit fraud affecting U.S. investors and U.S. Markets*» ; Ryan WALSH, «Extraterritorial confusion : The complex relationship between Bowman and Morrison and a revised approach to extraterritoriality», *op. cit.*, p. 658.

nuire à la confiance des investisseurs dans les marchés mondiaux, et pose des questions sur le rôle de *private right of action* dans la prévention et la répression des fraudes boursières. Le danger est plus important si l'on prend en considération que certains pays n'ont pas un système réglementaire aussi développé que celui des États-Unis. Cette décision peut donc avoir une conséquence importante sur la répression des fraudes internationales dans un monde de plus en plus interconnecté. Elle peut conduire à moyen et à long terme à un «*race to the bottom*» puisque d'autres pays peuvent y voir une occasion pour assouplir leurs réglementations, voir de ne pas les développer, dans l'objectif d'attirer des investisseurs et des entreprises américaines. Cela conduit à une concurrence réglementaire qui va encourager les États à édicter des lois boursières progressivement moins contraignantes afin d'attirer les entreprises. Tous ces résultats semblent contraires à l'objectif principal de la régulation boursière américaine : assurer l'efficacité et l'honnêteté des marchés boursiers et ainsi favoriser la confiance des investisseurs<sup>1276</sup>.

Également, la décision révèle des difficultés pratiques relative à sa future interprétation et application par les juridictions inférieures. Genevieve Beyea a considéré que «*a closer look at the decision reveals that the Court's opinion is fraught with drafting problems that leave open questions about how the holding will be applied by district courts in future cases*»<sup>1277</sup>. Le professeur Franklin A. Gevurtz souligne que «*The end result is that the Morrison court created a test that is entirely circular, since it requires the Court to determine whether Congress intended the statute to reach the situation in order to invoke the presumption to determine whether Congress intended the statute to reach the situation*»<sup>1278</sup>. En outre, pour déterminer si une situation donnée est soumise à la présomption contre l'extraterritorialité, la cour doit s'engager à suivre la même méthode de «*divination*» de l'intention du Congrès qu'elle vient de condamner dans l'arrêt Morrison. Ce qui peut conduire, à l'instar des deux critères, à des décisions imprévisibles.

En plus de ces critiques, l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude n'est pas impossible malgré la décision Morrison. La doctrine a essayé d'interpréter cette décision de manière extensive laissant possible une application extraterritoriale, et le Congrès en réponse à cette affaire, semble avoir adopté la loi Dodd-Frank. Selon le nouveau critère, les dispositions anti-fraude s'appliquent uniquement aux opérations sur titres cotés sur des bourses nationales et aux

---

<sup>1276</sup> United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 658 (1997).

<sup>1277</sup> Genevieve BEYEA, «Morrison v. National Australia Bank and the future of extraterritorial application of the U.S. securities laws», *op. cit.*, p. 539.

<sup>1278</sup> Franklin A. GEVURTZ, «An Introduction to the Symposium and an Examination of Morrison's Impact on the Presumption Against Extraterritoriality», *Global Business & Development Law Journal*, Vol. 27: 173-2014, p. 194-195.

transactions domestiques effectuées sur d'autres titres. Une lecture littérale de ce dispositif laisse comprendre que dès lors que le titre est coté sur un marché américain, lesdites dispositions s'appliquent indépendamment si la transaction est effectuée aux États-Unis ou à l'étranger. Autrement dit, la diffusion de fausses informations à l'étranger à destination des investisseurs étrangers est soumise à l'article 10(b) si le titre concerné est négocié, outre sur un marché étranger, sur une bourse américaine. L'objectif des lois de 1933 et 1934 ainsi que de la décision Morrison, est de protéger les investisseurs américains et le marché américain. Lorsque le titre est coté à la fois sur un marché étranger et sur un marché américain, un tel objectif ne peut être atteint si les dispositions anti-fraude ne répriment pas les fraudes commises à l'étranger qui affectent sûrement le prix du titre coté sur le marché américain et donc les intérêts américains. Lorsqu'un émetteur décide d'accéder au marché américain, il n'est pas illogique qu'il soit soumis aux dispositions anti-fraude dès lors qu'il existe un lien suffisant avec les États Unis. En outre, la Cour a jugé que «*Petitioners have therefore failed to state a claim on which relief can be granted*» parce que «*This case involves no securities listed on a domestic exchange, and all aspects of the purchases complained of by those petitioners who still have live claims occurred outside the United States*». Cette formulation laisse entendre que si les titres avaient été négociés sur un marché américain, la Cour aurait peut-être jugé autrement<sup>1279</sup>.

De même, la décision n'a pas nié l'application extraterritoriale de l'article 30 de la loi *Exchange Act*. La Cour souligne que «*The provision seems to us directed at actions abroad that might conceal a domestic violation, or might cause what would otherwise be a domestic violation to escape on a technicality*».

Enfin, un autre argument peut être avancé en faveur de l'application extraterritoriale : la loi *Dodd-Frank*. Cette loi signée par le président Obama un mois après l'arrêt Morrison apparaît comme une réponse législative à la restriction de l'application des dispositions anti-fraude résultante de cette décision. Elle tente de donner, dans le cas de poursuites entreprises par la SEC et le DOJ, une portée extraterritoriale aux dispositions anti-fraude. Cela résulte clairement de l'intitulé de l'article 929P de la loi : *Strengthenig enforcement by the Commission*, et de l'intitulé du paragraphe b de cet article : *Extraterritorial jurisdiction of the antifraud provisions of federal securities laws*.

---

<sup>1279</sup> Il nous semble que cette interprétation est erronée. La Cour exige, pour que la demande des demandeurs soit acceptée, que deux conditions soient réunies : 1- le titre objet de l'opération doit être coté sur un marché américain et 2- la transaction doit être effectuée aux États-Unis. Les décisions prises par les juridictions après l'affaire Morrison le confirment. Dans les affaires jugées après cet arrêt, les juridictions expliquent qu'il ne suffit pas, pour qu'elles se déclarent compétentes, que le titre soit coté aux États-Unis. Une transaction effectuée sur un marché non-américain est une transaction étrangère même si le titre concerné par celle-ci est négocié aux États-Unis.

L'article 929P(b) dispose donc que : «*the United States courts shall have jurisdiction of an action or proceeding brought or instituted by the Commission or the United States alleging a violation of the antifraud provisions involving:*

*(1) conduct within the United States that constitutes significant steps in furtherance of the violation, even if the securities transaction occurs outside the United States and involves only foreign investors ; or*

*(2) conduct occurring outside the United States that has a foreseeable substantial effect within the United States».*

Désormais, l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude a une base légale. Le texte donne à la SEC et au DOJ une compétence extraterritoriale pour suivre la fraude transfrontalière (*public enforcement actions for securities fraud*), en se basant sur la violation des dispositions anti-fraude tant que les conditions du *conduct test* ou *effects test* sont réunies conformément à l'article 929P de la loi Dodd-Frank. Parallèlement, la loi demande à la SEC, lorsque l'un des deux critères est réalisé, de solliciter les commentaires du public et de mener une étude afin de déterminer s'il est pertinent de permettre aux parties privées d'intenter des *Private actions* en vertu des dispositions anti-fraude de la loi 1934, et dans quelles conditions. Les consultations initiées par la SEC ne lui ont pas permis de faire une recommandation au Congrès pour changer l'EA. Par conséquent, les *private actions* restent soumises à l'arrêt Morrison et à la présomption contre l'extraterritorialité.

La question est donc de savoir si les *public enforcement actions* intentées par la SEC et le DOJ échappent à l'arrêt Morrison et à la présomption. Depuis Bowman<sup>1280</sup>, et comme il a déjà été expliqué, les lois pénales s'appliquent extraterritorialement même en l'absence d'une indication claire à ce propos. La Cour d'appel du second Circuit a soutenu cette approche après l'arrêt Morrison en jugeant dans deux affaires différentes que : «*The ordinary presumption that laws do not apply extraterritorially has no application to criminal statutes. When the text of a criminal statute is silent, Congressional intent to apply the statute extraterritorially must 'be inferred from the nature of the offense'»*<sup>1281</sup>. Est-ce que l'arrêt Morrison a abrogé Bowman ? Ou, ce dernier arrêt avec Dodd-Frank régissent-ils les *public enforcement actions* ? La question se pose parce que l'article 10(b) couvre à la fois les violations civiles et pénales.

L'histoire législative de Dodd-Frank montre que le Congrès voulait renverser l'arrêt

---

<sup>1280</sup> United States v. Bowman, *op. cit.*.

<sup>1281</sup> United States v. Siddiqui, 699 F.3d 690, 700 (2d Cir. 2012) ; United States v. Al Kassar, 660 F.3d 108, 118 (2d Cir. 2011).

Morrison en restaurant les *conduct and effects tests* et réserver un traitement particulier aux actions intentées par la SEC. Ce constat a été signalé par certains tribunaux<sup>1282</sup>. En effet, la version originale de l'article 929P étendait la compétence extraterritoriale afin de juger toutes les actions intentées en vertu de l'article 10(b), mais dans la version finale, son langage a été modifié pour se référer uniquement aux actions engagées par la SEC et le DOJ<sup>1283</sup>. Pendant le débat devant le Congrès, le représentant Paul Kanjorski souligne que : «*This bill's provisions concerning extraterritoriality, however, are intended to rebut that presumption by clearly indicating that Congress intends extraterritorial application in cases brought by the SEC or the Justice Department. Thus, the purpose of the language of section 929P(b) of the bill is to make clear that in actions and proceedings brought by the SEC or the Justice Department, the specified provisions of the Securities Act, the Exchange Act and the Investment Advisers Act may have extraterritorial application, and that extraterritorial application is appropriate, irrespective of whether the securities are traded on a domestic exchange or the transactions occur in the United States, when the conduct within the United States is significant or when conduct outside the United States has a foreseeable substantial effect within the United States*»<sup>1284</sup>. Ainsi, lorsque l'action est intentée par la SEC ou le DOJ, indépendamment de lieu de cotation de titre ou de la réalisation de l'opération, les lois *Securities Act*, *Exchange Act* et *Investment Advisers Act* peuvent s'appliquer extraterritorialement, tant que les conditions de *conduct test* ou *effects test* sont remplies.

D'autres arguments viennent appuyer ce point de vue, par exemple le principe de séparation des pouvoirs. Ainsi, le Professeur Bradley considère que «*that the determination of whether and how to apply federal legislation to conduct abroad raises difficult and sensitive policy questions that tend to fall outside both the institutional competence and constitutional prerogatives of the*

---

<sup>1282</sup> Voir par exemple : IN RE Optimal U.S. Litig. 865 F. Supp. 2D 451, 456 (S.D.N.Y. 2012) considérant que : «*To the extent that a broad reading of Morrison may raise policy concerns that parties will engage in foreign transactions to avoid the reach of the Exchange Act, Congress has attempted to remedy that problem by restoring the conducts and effects test for SEC enforcement actions*» ; et SEC v. Tourre No. 10 Civ. 3229(KBF), 2013 WL 2407172, at 1 n.4 (S.D.N.Y. June. 4, 2013) estimant que : «*the Dodd-Frank Act effectively reversed Morrison in the context of SEC enforcement actions*».

<sup>1283</sup> Daniel E. HERZ-ROIPHE, «Innocent Abroad? Morrison, Vilar, and the Extraterritorial Application of the Exchange Act», *The Yale Law Journal*, Vol. 123: 1875-2014, p1885.

<sup>1284</sup> Paul KANJORSKI, Conference report on H.R. 4173, Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act, [Congressional Record Volume 156, Number 100 (Wednesday, June 30, 2010) [Page H5238]], available at: <https://votesmart.org/public-statement/526342/conference-report-on-hr-4173-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act#.WKIO0oU7Ay4>.

*judiciary*»<sup>1285</sup>. Ce principe prescrit dans la Constitution américaine attribue, aux pouvoirs législatif et exécutif, le pouvoir d'élaboration des politiques et l'autorité sur les affaires étrangères plutôt qu'au pouvoir judiciaire<sup>1286</sup>. Ils peuvent à ce titre, contrairement à l'autorité judiciaire, évaluer s'il faut sacrifier les intérêts nationaux pour éviter les conflits avec d'autres pays davantage concernés par une affaire donnée ou, s'il faut plutôt protéger les intérêts nationaux même si cela crée des désaccords avec des autorités étrangères<sup>1287</sup>. Dans ce contexte, la présomption «*serves to protect against unintended clashes between our laws and those of other nations which could result in international discord*»<sup>1288</sup>. Ce que la Cour Suprême vient d'affirmer dans une affaire récente, l'affaire Kiobel, en considérant que : «*The presumption against extraterritorial application helps ensure that the Judiciary does not erroneously adopt an interpretation of U. S. law that carries foreign policy consequences not clearly intended by the political branches*»<sup>1289</sup>. Par conséquent, comme l'explique un auteur : «*Government agencies, such as the SEC, are arms of the Executive branch, which is authorized to create international discord. Thus, the presumption should not apply to actions brought by government agencies such as the SEC or Department of Justice*»<sup>1290</sup>. Les actions intentées par la SEC et le DOJ ne doivent donc pas être contrôlées par présomption.

D'ailleurs, la doctrine et les juridictions ont trouvé, dans l'affaire Kiobel récemment jugée, un moyen d'interprétation extensive en faveur de l'extraterritorialité. Bien que la décision ait confirmé l'application de la présomption contre l'extraterritorialité, la doctrine a tenté d'utiliser le raisonnement de la Cour suprême pour soutenir une application extraterritoriale des lois américaines. Dans cette affaire, la Cour Suprême a considéré que «*where the claims touch and concern the territory of the United States, they must do so with sufficient force to displace the presumption against extraterritorial application*»<sup>1291</sup>. Cette rédaction semble indiquer que les faits d'une affaire donnée peuvent "touch and concern" le territoire des États-Unis à un point tel que la

<sup>1285</sup> Curtis A. BRADLEY, «Territorial intellectual property rights in an age of globalism», *op. cit.*, p. 516.

<sup>1286</sup> *Ibid.*, p. 516.

<sup>1287</sup> Voir dans ce sens la décision de la Cour Suprême dans l'affaire *Benz v. Compania Naviera Hidalgo, S.A.* 353 U.S. 138 (1957) considérant que : «*For us to run interference in such a delicate field of international relations there must be present the affirmative intention of the Congress clearly expressed. It alone has the facilities necessary to make fairly such an important policy decision where the possibilities of international discord are so evident and retaliative action so certain. We, therefore, conclude that any such appeal should be directed to the Congress rather than the courts*».

<sup>1288</sup> *EEOC v. Arabian American Oil Co.*, *op. cit.*.

<sup>1289</sup> *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co.*, *op. cit.*

<sup>1290</sup> Nathan LEE, «The extraterritorial reach of United States securities actions after *Morrison v. National Australian Bank*», *Richmond Journal of Global Laws & Business*, Vol. 13: issue 4 : 623-2015, p 643.

<sup>1291</sup> *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co.*, *op. cit.*



présomption sera surmontée ; cela va constituer un nouveau critère reconnu sous le nom de "touch and concern test". Plusieurs tribunaux de première instance et cours d'appel ont utilisé ce critère pour surmonter la présomption dans diverses situations. *Shimari v. CACI Premier Tech., Inc.* (4th Cir.)<sup>1292</sup>, *Sexual Minorities Uganda v. Lively* (D. Mass.)<sup>1293</sup>, *Mwani v. Laden* (D.D.C.)<sup>1294</sup>, *Krishanti v. Rajaratnam* (D.N.J.)<sup>1295</sup>, *Du Daobin v. Cisco Sys., Inc.*, (D. Md.)<sup>1296</sup> et *Liliana Maria Cardona v. Chiquita Brands International, Inc.* (11<sup>th</sup> Cir.)<sup>1297</sup> sont des exemples de décisions récentes attribuant aux lois américaines une application extraterritoriale en se basant sur ce nouveau critère. Pour l'instant, ce critère n'a pas encore été appliqué dans le domaine boursier<sup>1298</sup>. Toutefois, il est possible qu'il ait un impact non seulement sur les actions intentées par la SEC et le DOJ mais aussi sur les *private actions* condamnées par l'arrêt Morrison, si le demandeur prouve que les faits en questions "touch and concern" le territoire des États-Unis.

Il résulte des arguments susmentionnés que la loi Dodd-Frank limite l'arrêt Morrison aux *private actions* alors que les actions initiées par la SEC et le DOJ restent soumises à Bowman et à l'article 929P. Tandis que l'arrêt Morrison voulait limiter l'application extraterritoriale via une application stricte de la présomption contre l'extraterritorialité, il est toujours possible d'appliquer la loi de manière extraterritoriale si le *Focus* de la loi surgit aux États-Unis. De plus, Dodd-Frank permet à la SEC de suivre la fraude internationale en se basant sur les deux critères utilisés par les juridictions avant l'arrêt Morrison. Enfin, certaines juridictions inférieures se montrent toujours hostiles à une application stricte de la présomption, elles ignorent la présomption et le *transactional test* de la Cour Suprême et tente de fonder leurs décisions sur un nouveau critère «*touch and*

---

<sup>1292</sup> *Shimari v. CACI Premier Tech., Inc.*, 2014 WL 2922840, at \*12 (4th Cir. June 30, 2014) finding that presumption was displaced in part because CACI's managers in the United States gave tacit approval to the acts of torture, attempted to cover up the misconduct, and encouraged it.

<sup>1293</sup> *Sexual Minorities Uganda v. Lively*, 960 F. Supp. 2d 304, 323 – 24 (D. Mass. 2013) finding that the presumption was displaced because the defendant was a resident of the United States and provided assistance to an overseas campaign of persecution from the United States.

<sup>1294</sup> *Mwani v. Laden*, 947 F. Supp. 2d 1, 5 (D.D.C. 2013) finding that a terrorist attack that (1) was plotted in part within the United States, and (2) was directed at a United States Embassy and its employees displaced the presumption.

<sup>1295</sup> *Krishanti v. Rajaratnam*, 2014 WL 1669873, at \*10 (D.N.J. Apr. 28, 2014).

<sup>1296</sup> *Du Daobin v. Cisco Sys., Inc.*, 2 F.Supp.3d 717 (2014).

<sup>1297</sup> *Liliana Maria Cardona v. Chiquita Brands International, Inc.*, 12-14898 (11th Cir. 2014) holding that the "touch and concern" test satisfied when a defendant aids and abets overseas torts from within the United States, and that the plaintiffs' claims here sufficiently «*touch and concern*» the territory of the United States because they allege that Chiquita violated international law from within the United States by offering substantial assistance to a campaign of violence abroad.

<sup>1298</sup> Nathan LEE, «The extraterritorial reach of United States securities actions after Morrison v. National Australian Bank», *op. cit.*, p 632.

*concern test*» qui permet de surmonter la présomption dans certains cas.

Toutefois, un examen plus approfondi du texte de loi et des décisions prises après l'arrêt Morrison permet d'extraire des conclusions différentes de celles susdites et de remettre le phénomène de l'extraterritorialité dans un autre contexte.

## **2. Une loi Dodd-Frank sans effets et une hostilité accrue à l'application extraterritoriale des lois américaines**

La rédaction imprécise de la loi Dodd-Frank, la rend problématique et sans effets. Problématique, parce que le texte de cette loi reçoit logiquement et promptement un critique fatidique et inévitable. Dodd-Frank autorise la SEC et le DOJ à intenter des actions dans des situations transfrontières selon le *conduct test* ou l'*effects test*. Ces deux critères ont été la marque d'années de confusion et le manque de clarté dans la jurisprudence relative à l'extraterritorialité des lois américaines. La loi ne clarifie pas quel type de comportement peut "*constitute significant steps in furtherance of the violation*" ou "*has a foreseeable substantial effect within the United States*". Ces expressions ont été utilisées par les juridictions avant l'arrêt Morrison et ont, comme nous avons pu le constater, conduit à des décisions judiciaires hétérogènes et parfois contradictoires. Le manque de clarté de la loi, va amener les cours à suivre une nouvelle méthode de divination, conduisant de nouveau à appliquer le droit boursier américain à des situation présentant peu d'intérêt pour les États-Unis.

Par surcroît, l'arrêt Morrison ayant corrigé une erreur commise pendant des années, par les juridictions inférieures, en considérant que l'extraterritorialité de l'article 10(b) est une question de *merits*, alors que la compétence des juridictions «*refers to a tribunal's power to hear a case*», le texte de l'article 929P est sans effet. Donc, en disposant que les cours sont compétentes pour statuer sur les procédures et actions intentées par la SEC et le DOJ alléguant une violation des dispositions anti-fraude, le texte ne fait qu'attribuer aux juridictions une compétence qu'elles possèdent auparavant. Dodd-Frank n'a partant aucun effets à cause d'une erreur de rédaction. Par conséquent, Dodd-Frank n'affecte en rien l'arrêt Morrison. Dès lors, pour pouvoir déterminer l'extension des lois boursières américaines, il faut examiner le contexte dans lequel la décision a été prise.

Lorsque la Cour Suprême a jugé l'affaire Morrison, elle avait dans l'esprit de limiter l'application du droit boursier aux seules opérations effectuées aux États-Unis. Cela comprend à la fois les *private actions* et les *public enforcement actions*.

En lisant le dispositif de la décision considérant que «*Section 10(b) applies only to transactions in securities listed on domestic exchanges and domestic transactions in other securities*», on comprend que la Cour voulait limiter l'application de l'article 10(b) aux seules transactions effectuées aux États-Unis. Le terme *domestic* révèle l'intention de la Cour. Le Tribunal de *District Court for the Southern District of New York* l'a récemment confirmé. Il a considéré à ce propos que la Cour Suprême a déclaré que les achats et les ventes qui constituent les objets de la loi *Exchange Act* «*narrow exclusively to domestic transactions, specifically "[1] only [...] the purchase or sale of a security listed on an American exchange, and [2] the purchase or sale of any other security in the United States"*»<sup>1299</sup>. Certains peuvent prétendre que l'utilisation du terme *domestic* uniquement dans le deuxième cas, signifie que le premier cas (*transactions in securities listed on domestic exchanges*) englobe à la fois les transactions domestiques et étrangères. Toutefois, tous les tribunaux qui ont examiné cette question ont estimé que pour déclencher l'application de l'article 10(b), la transaction devait se produire sur une bourse américaine<sup>1300</sup>. Selon un tribunal, un tel argument peut être démonté puisque «*There is no indication that the Morrison majority read Section 10(b) as applying to securities that may be cross-listed on domestic and foreign exchanges, but where the purchase and sale does not arise from the domestic listing*»<sup>1301</sup>.

De plus, différents *amicus curiae* présentés à la Cour dans cette affaire, soutiennent cette position. Alors qu'il n'y avait aucune partie française dans cette affaire, la France a présenté à la Cour, un *amicus curiae* dans lequel elle a estimé que «*International comity underlies several doctrines of U.S. law that militate against an expansive application of the U.S. securities fraud laws, including (A) the presumption that Congress did not intend extraterritorial application ; (B) this Court's practice of construing statutes to avoid unreasonable interference with foreign sovereignty ; (C), choice-of-law principles ; and (D) the doctrine of forum non conveniens*»<sup>1302</sup>. Le

<sup>1299</sup> Cornwell v. Credit Suisse Group, *op. cit.*

<sup>1300</sup> Voir à titre d'exemple : In re UBS Sec. Litig., No. 07-11225, at 4-6, *op. cit.* ; In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig. (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.* ; In re Royal Bank of Scotland Group PLC Sec. Litig., 765 F. Supp. 2D 327, 336, *op. cit.* ; In re Alstom SA Sec. Litig (S.D.N.Y. 2010), *op. cit.* ; In re Celestica Inc. Sec. Litig., No. 07-312, 2010 WL 4159587, at 1 n.1 (S.D.N.Y. Oct. 14, 2010) ; Sgalambo v. McKenzie, *op. cit.*

<sup>1301</sup> In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litigation, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

<sup>1302</sup> Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents, *op. cit.*, at 5.

*Brief as amicus curiae* présenté par le gouvernement britannique va dans le même sens<sup>1303</sup>.

D'ailleurs, certaines décisions récentes, prises en matière boursière, confirment que les dispositions boursières américaines, en particulier les dispositions anti-fraude, ne s'appliquent pas à une opération effectuée à l'étranger<sup>1304</sup>. Dans la première affaire appliquant la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison (affaire Cornwell)<sup>1305</sup>, les demandeurs argumentaient que cette jurisprudence ne leur était pas applicable puisqu'ils étaient citoyens américains, et que certains aspects des opérations effectuées sur les titres étrangers en question, s'étaient produits aux États-Unis. Un tel raisonnement vise à restaurer les *conduct and effects tests* condamnés par l'arrêt Morrison, créant de nouveau soucis de conflit de compétence avec l'autorité du marché où les titres sont négociés, soucis considérés par la Cour Suprême comme une préoccupation importante. En interprétant l'arrêt Morrison, le tribunal considère que l'article 10(b) n'est pas applicable aux transactions qui se sont produites à l'extérieur des États-Unis impliquant (1) l'achat ou la vente, indépendamment où il se produit, des titres cotés uniquement sur une bourse étrangère, ou (2) l'achat ou la vente des titres, américains ou étrangers, qui se produit à l'extérieur des États-Unis. D'après le tribunal «*read as a whole, the Morrison opinions indicate that the Court considered that under its new test § 10(b) would not extend to foreign securities trades executed on foreign exchanges even if purchased or sold by American investors, and even if some aspects of the transaction occurred in the United States*»<sup>1306</sup>.

Dans le même contexte, l'affaire Vivendi<sup>1307</sup> a le mérite de réfuter l'interprétation littéraliste de l'arrêt Morrison. Dans cette affaire les demandeurs prétendent que les *ordinary shares* de Vivendi

---

<sup>1303</sup> Brief of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland as amicus curiae in Support of Respondents in which the government of the U.K argues that its opposition to overly broad assertions of extraterritorial jurisdiction «*is based on their concern that such exercises of jurisdiction are contrary to international law and create a substantial risk of jurisdictional conflicts*».

<sup>1304</sup> Voir par exemple : In re UBS Sec. Litig., 2011 U.S. Dist. LEXIS 106274 at 11-22 (S.D.N.Y. 13, 2011). voir également : In re Alstom SA Sec. Litig. (S.D.N.Y. 2010), *op. cit.*, considérant que : «*[t]hough isolated clauses of the [Morrison] opinion may be read as requiring only that a security be 'listed' on a domestic exchange for its purchase anywhere in the world to be cognizable under the federal securities laws, those excerpts read in total context compel the opposite result*» ; et l'affaire In re Royal Bank of Scotland Group PLC Sec. Litig., 765 F. Supp. 2D 327, 336, *op. cit.*, qui a considéré que la préoccupation claire et principale de Morrison était de déterminer «*the true territorial location where the purchase and sale was executed and the particular securities exchange laws that governed the transaction*».

<sup>1305</sup> Cornwell v. Credit Suisse Group, *op. cit.*

<sup>1306</sup> *Ibid.*

<sup>1307</sup> In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litigation, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

(une société française) sont cotés et négociés sur un marché américain. Par conséquent, tous les acheteurs de titres, qu'ils soient américains ou non, doivent pouvoir intenter une action en vertu de l'article 10(b), même s'ils ont effectué leurs opérations sur un marché étranger. Le tribunal répond en estimant que «*while all ordinary shares of a foreign issuer are deemed to be registered with the SEC, a lesser fixed amount of shares are actually listed with the Exchange. And ordinary shares that are not listed on an exchange (for any purpose) would fall outside plaintiffs' literalist reading of the Morrison bright-line test as well as the underlying language of Section 10(b)*». D'après l'arrêt Morrison, l'article 10(b) s'applique aux seules transactions domestiques. Plusieurs juridictions ont considéré que ne peut être qualifiée comme transaction domestique, la transaction effectuée sur une bourse étrangère même si l'acheteur ou le vendeur est un résident américain<sup>1308</sup>. Les Américains qui ont acheté leurs titres sur un marché étranger (en l'occurrence les titres de Vivendi), à l'instar des étrangers qui ont acheté leurs titres sur une bourse étrangère<sup>1309</sup>, ne peuvent avoir recours aux juridictions américaines parce que, «*the American citizenship of a person who purchase a foreign company's shares on a foreign exchange does not render that a "domestic transaction"*»<sup>1310</sup>. Le droit d'intenter une action devant les juridictions américaines est donc réservé aux investisseurs effectuant leurs achats ou ventes sur une place américaine. Comme l'a exprimé la SEC dans le rapport qu'elle a réalisé à la demande du Congrès (article 929Y de Dodd-Frank), selon l'état actuel de la jurisprudence, «*an investor in a cross-listed security cannot maintain a Section 10(b) cause of action if he or she purchased or sold the security on the foreign exchange*»<sup>1311</sup>. De même, une société étrangère ne peut être soumise au droit américain partout où elle mène des opérations à l'étranger simplement parce qu'elle a coté des valeurs mobilières aux États-Unis.

---

<sup>1308</sup> Cornwell v. Credit Suisse Group, *op. cit.*, at 627 ; Harry Stackhouse v. Toyota Motor Co., et al., *op. cit.* ; In Re Royal Bank of Scotland Group Plc Securities Lit., 765 F. Supp. 2D 327, *op. cit.*, at 7-8.

<sup>1309</sup> L'état actuel de la jurisprudence depuis Morrison indique que les juridictions n'accueillent plus les *F-C class actions* lorsque les titres de la société concernée sont cotés aux États-Unis sur une base de ADR programme ; voir dans ce sens : In re Royal Bank of Scotland Group PLC Securities Litigation, No. 09 Civ. 300(DAB), 2011 WL 167749, at 7 (Jan. 11, 2011) ; In re Alstom SA Securities Litigation (S.D.N.Y. Sept. 14, 2010), *op. cit.* ; Sqalambo v. McKenzie, No. 09 Civ. 10087 (SAS), 2010 WL 3119349, at 17 (S.D.N.Y. Aug. 6, 2010).

<sup>1310</sup> Le Tribunal développe son argument en estimant que «*Though the Supreme Court in Morrison did not explicitly define the phrase «domestic transactions», there can be little doubt that the phrase was intended to be a reference to the location of the transaction, not to the location of the purchaser and that the Supreme Court clearly sought to bar claims based on purchases and sales of foreign securities on foreign exchanges, even though the purchasers were American*» ; In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litigation, (S.D.N.Y. 2011), *op. cit.*

<sup>1311</sup> SEC, *Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 -- As Required by Section 929Y of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Study by the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, 2012, p29, available at: <https://www.sec.gov/>.

D'ailleurs, d'autres décisions récentes viennent compléter la perspective concernant l'interprétation de l'arrêt Morrison. La présomption contre l'extraterritorialité s'applique aux poursuites entreprises par la SEC et le DOJ. L'affaire Kiobel elle-même, qui a été l'origine d'une possible interprétation indulgente de l'arrêt Morrison et de l'établissement de nouveau «*touch and concern test*», a fait l'objet d'une décision rejetant l'application extraterritoriale de la loi ATS (Alien Tort Statute). La Cour Suprême examine le texte, l'histoire législative et les objectifs de la loi et constate que : «*nothing in the ATS's text evinces a clear indication of extraterritorial reach*».

Plus récemment, le gouvernement américain a tenté de suivre Vilar et Tanaka, deux ressortissants étrangers<sup>1312</sup>. Pour ce premier, la présomption ne s'applique pas aux *criminal statutes* et qu'en l'espèce, les actes frauduleux commis concernent des «*domestic transactions in other securities*». La Cour d'appel du second Circuit affirme la conviction de Vilar et Tanaka pour une fraude commise en relation avec une transaction domestique mais rejette le premier argument du gouvernement. Ce dernier fait valoir que les lois pénales visent à empêcher des personnes de commettre une fraude à l'encontre des investisseurs américains et que l'application de la présomption à ces lois créerait une immunité pour les actes criminels simplement puisque, ces derniers amènent à la réalisation de la transaction à l'étranger. La Cour répond à cet argument en considérant que la même position pourrait être prise à propos des lois civiles. L'application de la présomption accorde, en matière de responsabilité civile, un immunité aux fraudeurs lorsque ceux-ci portent ou tentent de porter préjudice aux ressortissants Américains à l'étranger. En examinant les motifs de l'application de la présomption, il n'y a pas de raison de penser qu'ils sont moins pertinents dans le contexte criminel<sup>1313</sup>.

Par conséquent, «*the general rule is that the presumption against extraterritoriality applies to criminal statutes, and Section 10(b) is no exception*»<sup>1314</sup>. La possibilité donnée à la SEC et au

---

<sup>1312</sup> United States v. Vilar, 729 F.3d 62, 66 (2d Cir. 2013).

<sup>1313</sup> Une partie de la doctrine a critiqué ce point en considérant qu'il y a des bonnes raisons de penser que les justifications de la présomption sont moins pertinentes lorsque la partie qui a intenté l'action est le gouvernement américain plutôt qu'un individu, et cela indépendamment si l'action est pénale ou civile. Voir dans ce sens : Daniel E. HERZ-ROIPHE, «Innocent Abroad? Morrison, Vilar, and the Extraterritorial Application of the Exchange Act», *op. cit.*, p1877 and s.

<sup>1314</sup> Toutefois, une exemption à l'application de la présomption est prévue. Elle concerne les cas où le gouvernement est lui-même victime de la fraude : «*the presumption against extraterritoriality does apply to criminal statutes, except in situations where the law at issue is aimed at protecting "the right of the government to defend itself"*», United States v. Vilar, *op. cit.*, citing Bowman. Voir également : United States v. Gatlin, 216 F.3d 207 (2d Cir.2000) jugeant que

DOJ d'intenter des actions dans des situations extraterritoriales est donc condamnée par l'arrêt Morrison en raison, semble-il, d'une faute de rédaction dans le texte de l'article 929P. En examinant l'état actuel de la jurisprudence relative à l'extraterritorialité, il est convenable d'affirmer que l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude reste possible au moins dans le cas suivant : tant la SEC et le DOJ que les parties privées peuvent intenter des actions aux États-Unis en cas d'actes frauduleux commis à l'étranger, lorsque ceux-ci concernent une transaction effectuée aux États-Unis (*domestic transaction*). Bien que la transaction ait eu lieu sur une bourse américaine, la loi américaine régleme des comportements survenus sur le territoire d'un autre État.

### **3. La confusion après l'arrêt Morrison et la nécessaire intervention du Congrès et de la SEC**

La limitation de l'application extraterritoriale menée dans la décision Morrison présente sans doute plusieurs avantages, en particulier, en ce qui concerne la sécurité juridique (puisque les parties à une transaction peuvent savoir à l'avance quelle loi sera applicable à leur opération) et la diminution des possibilités de chevauchement et de conflits de compétences avec les autres régulateurs boursiers. Elle rend l'application des dispositions anti-fraude cohérentes avec certaines dispositions boursières, en particulier avec la *Regulation S*. Elle doit conduire à long terme, contrairement à ce qui est avancé par certains auteurs à une *race to the bottom*, à un niveau optimal de réglementation puisque d'un côté, chaque État aurait intérêt à développer sa réglementation boursière afin d'encourager les investisseurs américains à investir sur leurs marchés, et de l'autre côté, elle promeut la coopération internationale dans l'objectif de trouver des solutions adéquates aux fraudes boursières transfrontalières. Toutefois, la restriction du champ d'application des dispositions boursières ne se fait pas sans contestations et critiques. La décision limite considérablement la portée extraterritoriale des lois américaines et la capacité du gouvernement à réprimer la fraude internationale ce qui peut affecter les intérêts des investisseurs américains intervenants sur un marché étranger et faciliter l'évasion des fraudeurs à la loi.

Par Dodd-Frank, le Congrès voulait répondre à la restriction de l'application extraterritoriale en autorisant la SEC et le DOJ d'intenter des actions selon les critères de *conduct and effects tests* seulement, à cause d'une faute de rédaction, la loi n'a pratiquement rien changé. Aujourd'hui,

---

«[s]tatutes prohibiting crimes against the United States government may be applied extraterritorially even in the absence of 'clear evidence' that Congress so intended».

l'ambiguïté prévaut encore quant à l'application extraterritoriale du droit boursier américain. Certaines juridictions tentent d'éviter le *transactional test* et ont recours au *touch and concern test* pour pouvoir surmonter la présomption. Comme l'a constaté un auteur, «*With Morrison, one would imagine that lower courts' liberal use of extraterritoriality would diminish ; however, subsequent cases indicate that courts have only been slightly deterred in extraterritorially applying federal laws. Morrison is often eschewed, and the international principles, as well as judicial activism and loose interpretations of the purpose and nature of statutes, continue to be used to obtain extraterritoriality. The current trend appears to be a loose reading of the presumption against extraterritoriality, and the presumption's limits post-Morrison are unknown*». Néanmoins, d'autres affaires, menées par la Cour Suprême, ont montré la volonté décisive de limiter la portée extraterritoriale des lois américaine.

La décision Morrison et la loi Dodd-Frank sont encore récentes et leur influence à long terme, sur le phénomène de l'extraterritorialité, n'est pas encore claire. Reste une certitude, celle d'une possible intervention du Congrès pour éclairer cette question, en particulier s'il veut faire face à l'attitude de la Cour Suprême consistant à appliquer la présomption «*in all cases*». Cette intervention attendue est nécessaire. La SEC peut également intervenir dans le cadre du mandat qu'elle a reçu en vertu de l'article 30 de la loi *Exchange Act* pour adopter le nouveau *transactional test* ou pour restaurer les deux critères. Ce dernier choix semble plus probable à la lumière de l'*amicus curiae* qu'elle a présenté à la Cour Suprême dans l'affaire Morrison. En attendant l'intervention du Congrès ou du régulateur boursier qui renverserait peut-être l'arrêt Morrison, il est difficile de déterminer l'avenir de l'extraterritorialité d'un pays qui détient la plus importante place boursière au monde et dont les acteurs sont très présents sur les places étrangères.





## **Section 2. L'application extraterritoriale du droit boursier : entre résistance et opportunité de modération et de rapprochement entre le système français et le système américain**

La puissance économique de la France n'est pas comparable à celle des États-Unis et la place financière française n'a pas la même taille que la place américaine. Il y a là une asymétrie dans le rôle que joue chacune d'elles à l'échelle globale. Une est plus indépendante que l'autre<sup>1315</sup>. Comme signalé précédemment, la puissance économique et l'influence des États-Unis leur permettent d'avoir, d'un côté la capacité d'imposer leurs lois de manière extraterritoriale et, de l'autre côté, d'avoir un poids décisif dans l'élaboration des normes juridiques dans le domaine boursier. Ce n'est pas le cas de la France. En effet, ce n'est que récemment que les juridictions françaises, et plus généralement européennes, traitent des questions liées à l'extraterritorialité<sup>1316</sup> dans le domaine boursier. En examinant les textes des lois et les cas de jurisprudences, on peut noter une tentative d'extension du champ d'application du droit boursier français. Cependant, dans l'état actuel des choses, la France ne peut s'imposer, comme concurrente des États-Unis sur la scène mondiale dans l'élaboration des normes, seulement aujourd'hui, l'UE semble le pouvoir.

L'intégration de la France dans l'Union Européenne favorise sans doute sa position. Unie, l'Europe est capable de faire face à la domination américaine et de défendre son identité juridique. En effet, on peut constater une forte réticence et objection de la part de l'Europe à propos de l'application extraterritoriale du droit boursier américain. Il est vrai que les bourses européennes sont actuellement incapables de rivaliser avec les bourses américaines qui détiennent, de très loin, la plus grande capitalisation boursière mondiale ; mais incontestablement l'Europe d'aujourd'hui a un poids politique considérable. Elle peut sans doute pousser les États-Unis à une coopération et

---

<sup>1315</sup> Selon le classement GFCI, réalisé par le cabinet de consultants Z/Yen, Paris se classe à la 26ème place. Voir : Guillaume BENOIT, «Places financières : Londres en tête, Francfort bondit», Les Echos, 11 septembre 2017, en ligne : <https://www.lesechos.fr/>. Cependant, l'importance de la place financière française n'est pas négligeable. Comme le signale le Ministre de l'Économie et des Finances, M. Bruno LE MAIRE, «New York et Londres sont les principaux centres financiers du monde... Mais en Europe, après Londres, Paris est la première ville financière d'Europe continentale». Voir : Consulat général de France à New York, *Visite du Ministre de l'Économie et des Finances, M. Bruno LE MAIRE, à New York*, 5 juillet 2017, en ligne : <https://newyork.consulfrance.org/Visite-du-Ministre-de-l-Economie-et-des-Finances-M-Bruno-Le-Maire-a-New-York>.

<sup>1316</sup> Ainsi, Laurent COHEN-TANUGI note que «la notion d'application extraterritoriale d'un droit national ... n'a pas fait l'objet en Europe d'analyses aussi approfondies qu'aux États-Unis», Laurent COHEN-TANUGI, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

coordination plus efficaces. Il est dans l'intérêt de l'Union européenne de mener cette coopération à travers les institutions internationales, là où elle peut se retrouver *peer-to-peer* avec les États-Unis. Ainsi l'extraterritorialité, qui influence le droit européen et menace les entreprises européennes, constitue une opportunité de dialogue entre les deux côtés de l'Atlantique.

### **Paragraphe 1. L'application extraterritoriale du droit boursier : un révélateur de l'évolution du droit européen et français en opposition à la domination du droit américain**

L'unilatéralisme et l'application extraterritoriale du droit boursier américain suscite beaucoup de controverses et de critiques. Face à cette attitude la France quant à elle, semble avoir récemment commencé à développer une approche relativement expansive<sup>1317</sup> du champ d'application de son droit boursier. Au sein de la Communauté européenne, l'application extraterritoriale du droit national d'un État membre est gérée par les dispositions communautaires et ne pose que rarement de difficultés (on a pu l'appeler l'extraterritorialité douce). Lorsqu'une situation transnationale présente des liens avec un État membre et un État non-membre de l'UE, c'est le droit national de l'État membre (et non le droit européen) qui détermine les cas dans lesquels ce droit peut gérer une telle situation. Dans ce contexte, certaines dispositions du droit boursier français ont, directement ou indirectement, une application extraterritoriale. Les juridictions françaises sont généralement généreuses dans l'affirmation d'une compétence extraterritoriale dans des affaires présentant un lien d'extranéité.

Toutefois, cette tendance doit être relativisée dans la mesure où, en premier lieu, la bourse de Paris n'a pas un poids boursier extrêmement puissant en comparaison de celle de New York et, en deuxième lieu, les juridictions françaises n'ont été confrontées que récemment à la question de l'extraterritorialité, et enfin, la France favorise, semble-t-il, la voie de la coopération. En pratique, la France s'oppose à l'application extraterritoriale du droit boursier américain (l'*amicus curiae* présenté dans l'affaire Morrison et le rapport de la mission d'information sur l'extraterritorialité de la législation américaine ne sont que des exemples), ce qui rend incompatible toute approche plaidant

---

<sup>1317</sup> Dans certains domaines, tel que la responsabilisation des sociétés mères pour les activités de leurs filiales, en particulier en matière de droits de l'homme, la CNCDH parle de «*la nécessaire extension des compétences extraterritoriales*», Commission Nationale Consultative des Droits de l'Homme, *Avis sur les enjeux de l'application par la France des principes directeurs des Nations unies*, JORF n°0266 du 16 novembre 2013.

en faveur d'une application extensive du droit boursier français. L'Europe essaie également, dans l'objectif de contenir les effets lourds du droit américain sur les entreprises et les investisseurs européens, de faire face à la domination américaine.

## **A. Le développement d'un environnement juridique français favorisant l'application extraterritoriale du droit boursier**

Alors que certaines dispositions boursières françaises permettent une application extraterritoriale, il semble que les juridictions de l'ordre judiciaire adoptent une approche libérale. Cependant, cette approche est moins extensive que celle adoptée par les juridictions américaines (dans la mesure où une nouvelle évolution du droit boursier américain est attendue en réponse, par le régulateur et/ou le législateur, à l'arrêt Morrison).

### **1. L'extension dans l'espace des législations et réglementations boursières françaises**

Le droit boursier français a fondamentalement adopté le principe de territorialité. Ce principe a été confirmé dans une décision du 01 mars 2017 par la Cour de cassation<sup>1318</sup>. Cependant, la globalisation économique et le développement technologique nécessitent une approche extensive de la compétence, afin de permettre à l'État de réguler des activités effectuées en dehors de ses frontières qui affectent ses propres marchés ou entreprises. Par conséquent, la France a adopté certaines dispositions qui peuvent réglementer, directement ou indirectement, certaines activités effectuées au-delà de ses frontières géographiques. Par exemple, les règles déontologiques contenues dans le Règlement général de l'AMF et le Code monétaire et financier peuvent recevoir une application extraterritoriale. Ainsi, le Conseil d'État a jugé que les règles de bonne conduite

<sup>1318</sup> La Cour de cassation a considéré que «conformément au principe général de territorialité du droit international, les dispositions des articles L. 621-10 30 et R. 621-35 du code monétaire et financier n'ont pas vocation à s'appliquer à une autorité étrangère», et que les dispositions du code monétaire et financier, et celles du règlement général de l'AMF n'autorisaient pas l'AMF à imposer à une autorité étrangère «de convoquer les intéressés selon le formalisme prévu par le code monétaire et financier, en méconnaissance du principe général de territorialité du droit international, et de l'article 9d de l'accord multilatéral du OICV», Cass. Com., n°14-26225;14-26892;15-12362 du 01 mars 2017.

destinées à garantir la protection des investisseurs et la régularité des opérations, et en particulier celles relatives à la prévention et au règlement des conflits d'intérêts, s'imposent au prestataire de services d'investissement pour l'ensemble des activités dont il a la maîtrise, y compris celles exercées pour son compte ou à son bénéfice par une structure étrangère qu'il contrôle dotée de la personnalité morale<sup>1319</sup>. Partant, il sanctionne la Société Générale pour des activités exercées par une société de droit de l'île de Jersey (la société fonds Amber Fund), contrôlée par une filiale de la Société Générale. En outre, les dispositions relatives au rachat, par une société française de ses propres actions, ont une application extraterritoriale. Il s'agit ici d'une application de la *lex societatis*<sup>1320</sup>. Lesdites dispositions s'appliquent indépendamment même si le marché de cotation est un marché français ou étranger. Une société française cotée sur un marché étranger peut procéder à un rachat de ses actions dans la limite de 10 % (contrairement au droit américain qui ne limite ni le pourcentage, ni le nombre d'actions pouvant être rachetées<sup>1321</sup>), dans les conditions de l'article L. 225-209 du Code de commerce.

D'ailleurs, l'article 433-1-V du Code monétaire et financier (article 223-32 et s du règlement général de l'AMF) autorise l'AMF, lorsqu'elle a des motifs raisonnables de penser qu'une personne prépare une offre publique d'acquisition, de lui demander d'informer le public de ses intentions, sous peine d'être privée du droit de déposer une offre publique sur ladite société pendant un délai de 6 mois. Bien que ce dispositif puisse être mis en œuvre par l'AMF seulement lorsque les titres concernés sont négociés sur un marché réglementé français, il est possible qu'il soit appliqué à de potentiels initiateurs situés à l'étranger. Cette disposition d'application extraterritoriale est perturbante, en premier lieu, pour l'AMF puisqu'elle met en péril sa capacité d'exécuter les réglementations qu'elle édicte. Certaines situations ne posent pas de problèmes d'application, tel est par exemple le cas de l'initiateur potentiel qui a l'intention de déposer une offre sur les titres d'une société française cotée sur le marché français. Mais prenons le cas dans lequel la société cible a son siège social dans un État membre autre que la France et ses titres sont négociés à la fois sur le marché de son pays d'origine et sur le marché français (cas dans lequel l'AMF n'est pas l'autorité compétente pour le contrôle de l'offre), ou le cas dans lequel la société cible est une société

---

<sup>1319</sup> Conseil d'État, 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> sous-sections, n° 316508 du 11 févr. 2011, Société Générale.

<sup>1320</sup> Alain COURET, Hervé Le NABASQUE, Marie-Laure COQUELET, Thierry GRANIER, Didier PORACCHIA, Arnaud RAYNOUARD, Arnaud REYGROBELLET et David ROBINE, *Droit financier, op. cit.*, p. 949 et 950.

<sup>1321</sup> MORTIER Renaud, «rachats d'actions ou de parts sociales.- Généralité», in Juris-classeur Banque- Crédit- Bourse, Fasc. n°1658, 11 avril 2011.

étrangère cotée en France et à l'étranger. L'AMF peut-elle obliger, une société japonaise (qui n'exerce aucune activité en France), à déclarer ses intentions concernant le dépôt d'une offre publique aux États-Unis sur les titres d'une société américaine cotée sur le marché américain et le marché français (nous avons pu montrer que l'AMF n'exerce sa compétence à l'égard d'une société d'un pays tiers que dans des cas restreints et, en particulier, lorsque la société est cotée sur le marché de son pays d'origine ou cotée marginalement en France) ? Dans le cas de non-respect de cette disposition par la société japonaise, l'AMF peut-elle interdire à cette dernière de déposer une offre publique sur le marché américain bien qu'elle ne soit pas l'autorité compétente pour contrôler l'offre ? Dans de pareils cas, où l'application extraterritoriale est confrontée à des problèmes d'exécution, la pratique montre un recours à la coopération ; l'AMF peut s'adjoindre les services des autorités étrangères<sup>1322</sup>.

Dans certains cas, le législateur français édicte des normes avec l'intention claire qu'elles soient appliquées de manière extraterritoriale. La loi «*devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre*»<sup>1323</sup> adoptée par l'Assemblée nationale le 21 février 2017 en est un exemple. Elle rend responsables les sociétés mères établies en France des manquements éthiques ou environnementaux de leurs filiales installées à l'étranger.

L'article 433-3-III du Code monétaire et financier est un autre exemple. Cet article dispose que, lorsqu'une offre publique porte sur une société qui détient plus des trois dixièmes du capital ou des droits de vote d'une société française ou étrangère dont des titres de capital sont admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État partie à l'accord sur l'EEE ou sur un marché équivalent régi par un droit étranger et qui constitue un actif essentiel de la société détentrice, le projet d'offre publique (l'offre primaire) doit être accompagné d'un projet d'offre publique irrévocable et loyale (l'offre secondaire), qui est ou sera déposé sur l'ensemble du capital de ladite société française ou étrangère, au plus tard à la date d'ouverture de l'offre primaire<sup>1324</sup>.

---

<sup>1322</sup> Dans le cas des rumeurs concernant l'offre de la société italienne ENI sur la société Technip, l'AMF a eu recours au service du régulateur boursier italien pour obtenir de la société italienne ENI qu'elle clarifie ses intentions à l'égard de la société Technip à la suite de différentes rumeurs qui ont causé des mouvements inhabituels sur le cours de la société Technip. AMF, Décision n° 206C2166, 29 novembre 2006.

<sup>1323</sup> Loi «devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre», 21 février 2017, texte n° 924.

<sup>1324</sup> Article 433-3-III du Code monétaire et financier.

L'objectif de ce dispositif, surnommé *l'amendement Nissan*, est, d'un côté de faire bénéficier les actionnaires étrangers des filiales étrangères d'une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché français, de l'offre publique offerte aux actionnaires de cette dernière, et de l'autre côté, de protéger les sociétés françaises possédant des filiales étrangères contre les offres hostiles (la première société concernée par ce dispositif était Renault qui possédait plus du tiers du capital et des droits de vote de Nissan), ce qui devrait aussi permettre de rendre plus onéreuse, et donc plus difficile, l'acquisition de certaines sociétés françaises<sup>1325</sup>. Cela consiste à élargir le champ d'application des offres publiques obligatoires à des sociétés de droit étranger «*quand bien même ce droit ne prévoirait pas cette obligation ou la prévoirait selon des critères et des seuils différant de la réglementation française*»<sup>1326</sup>. Imaginons par exemple, qu'une société tchèque cotée uniquement sur le marché français, détient 40 % du capital d'une société italienne cotée sur le marché italien et que, une société cambodgienne prépare une offre publique sur les titres de la société tchèque (qui sera donc soumise au contrôle de l'AMF). Il est curieux de voir comment l'AMF peut imposer à la société cambodgienne l'obligation de déposer (en parallèle avec l'offre soumise à l'AMF) une offre publique sur les titres de la société italienne qui sera soumise au contrôle du régulateur italien. La critique qui peut être adressée à cette disposition est qu'elle est inconciliable avec les dispositions de la directive OPA qui soumet les offres obligatoires au droit du siège social de la société. En outre, le législateur dépasse sa compétence en établissant une règle d'application extraterritoriale dont le but est de protéger les actionnaires étrangers des sociétés non cotées en France et qui a nécessairement un effet sur le système juridique applicable à ces sociétés filiales et leurs actionnaires qui ne sont pas français<sup>1327</sup>. C'est aussi certainement le cas lorsqu'il exige, dans l'objectif de protéger les intérêts des sociétés françaises, des sociétés étrangères non cotées en France le respect du droit français.

Cette *vision extraterritoriale du droit français*<sup>1328</sup> se heurte à plusieurs difficultés techniques<sup>1329</sup>. L'offre publique portant sur les titres de la filiale (société française ou étrangère cotée

---

<sup>1325</sup> Laurent FAUGÉROLAS et Jeremy SCÉMAMA, «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible (article 34 de la loi Breton)», *Bulletin Joly Bourse*, novembre-décembre 2005, p. 707.

<sup>1326</sup> Catherine MAISON-BLANCHE, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *op. cit.*, p. 142.

<sup>1327</sup> Marcela Tarré OLIVEIRA, «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale européenne», *op. cit.*, p. 46-47.

<sup>1328</sup> Catherine MAISON-BLANCHE, *op. cit.*, p. 143 ; voir également : Didier MARTIN et Florence HAAS, «la compétence internationale de l'autorité des marchés financiers en matière d'offre publique», *op. cit.*, p.46.

<sup>1329</sup> D'après Laurent FAUGÉROLAS et Jeremy SCÉMAMA, ces difficultés sont en relation avec :

uniquement en dehors de la France) n'est pas soumise au contrôle de l'AMF mais à une autorité étrangère. Comment l'AMF peut-elle contrôler le caractère irrévocable et loyal d'une offre qui sort de sa compétence ? Que fera-t-elle si l'autorité compétente pour contrôler l'offre secondaire définit différemment l'irrévocabilité et la loyauté de l'offre ? Doit-elle interdire à l'initiateur de déposer son offre sur la société-mère cotée en France si l'autorité étrangère compétente pour le contrôle de l'offre portant sur les titres de la filiale considère que cette dernière offre est irrecevable (parce que, par exemple, le droit national ne connaît pas le système d'offre publique obligatoire ou adopte des seuils différents de ceux adoptés par le droit français) ?

On peut par conséquent imaginer l'importance des difficultés résultant de l'application extraterritoriale d'une règle du droit. Ces difficultés peuvent peut-être être résolues plus facilement lorsque le problème survient entre l'AMF et une autorité compétente d'un État membre grâce à une obligation de coopération au sein de la Communauté européenne. Mais cette application extraterritoriale est plus problématique lorsque la contestation apparaît avec une autorité d'un pays tiers. La mission de l'AMF, de convaincre l'autorité compétente d'un pays tiers, de l'application du droit français à une société dont le siège social est situé sur son territoire et dont les titres sont cotés sur le marché qu'elle réglemente, n'est pas facile. En particulier, établir une cohérence juridique avec le droit étranger est plus délicat dans un cas où l'AMF cherche à étendre sa loi en dehors du territoire français pour protéger les intérêts des sociétés françaises.

En matière d'abus de marché, les dispositions anti-fraude reçoivent visiblement une application extraterritoriale. L'article 621-15, II-e du Code monétaire et financier accorde à la Commission des sanctions de l'AMF le pouvoir de sanctionner toute personne qui, sur le territoire français ou étranger, s'est livrée ou a tenté de se livrer à la diffusion d'une fausse information lors d'une opération d'offre publique. L'article 621-15, II-C du même Code accorde à la Commission suscitée la même compétence à l'égard des personnes commettant des délits d'initié, des manipulations de cours, des diffusions de fausses informations ou des manquements mentionnés au

- 
- la procédure de dépôt applicable à l'offre publique dérivée (secondaire) ;
  - l'appréciation du caractère irrévocable et loyal de l'offre publique dérivée ;
  - l'articulation du calendrier de l'offre publique initiale et de l'offre publique dérivée.

Pour en savoir plus sur ces difficultés, voir Laurent FAUGÉROLAS et Jeremy SCEMAMA «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible (article 34 de la loi Breton)», *op. cit.*, p. 707.



premier alinéa du I de l'article L. 621-14, dès lors que ces actes concernent un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé français (ex. affaire ORCO<sup>1330</sup> affaire des sociétés Elliott<sup>1331</sup>). Bien que l'opération soit effectuée sur le marché français, l'AMF a compétence pour juger d'un délit commis entièrement en dehors du territoire français. Quant à l'article L. 621-15, II-d, il permet à la Commission de sanctionner tout manquement commis sur le territoire français, concernant un instrument financier admis aux négociations sur un marché réglementé d'un État membre. Dans ce cas, alors que le manquement est commis en France, l'opération est étrangère. Comme nous avons pu le noter, la coordination de la compétence au sein de la Communauté européenne a permis à l'AMF d'exercer une compétence extraterritoriale douce. Il semble que les alinéas II-C et II-e susmentionnés accordent à l'AMF la compétence de réprimer les délits commis partout dans le monde dès lors que l'opération est effectuée en France. L'alinéa II-d, quant à lui, n'étend pas, semble-t-il, la compétence de l'AMF à l'égard des délits commis en France et concernant des opérations déroulées sur un marché non-européen. Toutefois, la pratique de l'AMF

---

<sup>1330</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 22 octobre 2012 à l'égard de la société ORCO Property Group, de MM. Jean-François Ott, A et Ales Vobruba, *op. cit.* Dans cette affaire, la Commission des sanctions s'est déclarée compétente pour connaître, sur le fondement des articles L. 621-15 et suivants du code monétaire et financier, des griefs pris de la violation de dispositions du règlement général de l'AMF, à l'égard de la société ORCO et deux de ses dirigeants. En considérant que les titres de la société de droit luxembourgeois ORCO sont admis aux négociations sur le marché d'Euronext Paris, la Commission juge qu'au terme de l'article 241-1 du règlement général de l'AMF, les dispositions relatives aux obligations d'information en matière de programme de rachat d'actions sont applicables aux sociétés dont les titres sont émis sur le fondement d'un droit étranger, et sont admis aux négociations sur un marché réglementé français. D'après la Commission, il n'importe qu'ORCO ait été tenue d'informer des franchissements de seuil le régulateur luxembourgeois, la CSSF ; qu'en effet, ses titres étant cotés sur le marché français, c'est de l'AMF que relève l'application des règles sur les obligations d'information spécifiques à la mise en œuvre du programme de rachat de titres et aux opérations effectuées dans ce cadre. Il y a lieu de noter que par arrêt du 3 avril 2014, la Cour d'appel de Paris a rejeté les demandes tendant à l'annulation de la procédure suivie devant l'AMF, a rejeté les recours formés par la société Orco Property Group et M. Jean-François Ott et a réformé la décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 22 octobre 2012 en ses dispositions relatives à M. Ales Vobruba, disant non établi le manquement d'initié qui lui était reproché et disant n'y avoir pas lieu à sanction à son encontre.

<sup>1331</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions du 25 avril 2014 à l'égard des sociétés Elliott advisors UK Ltd et Elliott management corporation, en ligne : <http://www.amf-france.org/>. Dans cette affaire, la Commission a sanctionné, Elliott Advisors UK, société de droit anglais pour transmission d'une information privilégiée à une société de droit américain, Elliott Management Corporation. Cette dernière a été également condamnée pour l'utilisation de cette information. Le schéma est le suivant : une société étrangère transmet, à partir de l'étranger, une information privilégiée à une autre société étrangère qui, à son tour exploite cette information en passant des ordres d'achat à partir de l'étranger à un intermédiaire situé lui aussi à l'étranger, pour acquérir des titres d'une société française cotée en France. Les deux sociétés sont condamnées par l'AMF. Voir à propos de cette décision : Géraldine ROCH, «L'activité des fonds spéculatifs jugée illégitime par la Commission des sanctions de l'AMF», *Bulletin Joly Bourse*, 01 octobre 2014 n° 10, p. 470.

montre une volonté de réprimer tout manquement commis sur le territoire français. À propos de la compétence des juridictions judiciaires, comme nous allons le voir, celles-ci n'ont généralement pas recours aux textes susvisés du Code monétaire et financier mais plutôt aux dispositions de la responsabilité civile contenues dans le Code civil ou aux dispositions du droit pénal ; ce qui a permis à ces autorités d'étendre considérablement leur compétence de manière extraterritoriale (c'est parfois l'attitude même l'AMF, ex : décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 26 juin 2008 à l'encontre de MM Arnaud Mimran et Franck Mouyal<sup>1332</sup>).

## **2. Une compétence extraterritorialement confirmée en matière de prévention des manquements boursiers par les juridictions françaises**

C'est en particulier dans ce domaine, la prévention des manquements boursiers, que les juridictions françaises ont pu exercer leur compétence de manière extraterritoriale. Tant les juridictions d'ordre juridique, que le régulateur boursier, ont adopté une vision extensive du champ d'application de leur compétence et de la loi française. Cependant, une telle vision doit être relativisée en prenant en compte l'évolution du droit français et européen.

### **a: la France juge de toutes les situations : une extension due au recours aux textes civils et pénaux**

Alors que rares sont les cas soulevant la question de l'application extraterritoriale du droit boursier français, un examen des décisions prises dans la matière montre que la question a été tranchée par l'ensemble des juridictions saisies en faveur d'une application extensive. Ces juridictions ont pu, en effet, exercer leur compétence à l'égard des manquements relatifs aux opérations ayant eu lieu sur le marché français et comportant des éléments d'extranéité (ex : affaire

---

<sup>1332</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal, *op. cit.* Note : Banque et droit N° 125 mai-juin 2009, p. 27 ; Revue de droit bancaire et financier, juillet-août 2009, p. 67, note Stéphane Torck.

ORCO<sup>1333</sup>, Teknecomp<sup>1334</sup>, EADS<sup>1335</sup>). Ainsi, il a été jugé par la Cour de cassation qu'il n'est pas contestable que le domaine d'application des règlements de la Commission soit limité au territoire national. Mais considérant que les opérations litigieuses ont porté sur des actions admises aux négociations sur le marché français, les éléments d'extranéité tenant au lieu d'implantation du siège social des intermédiaires à l'étranger, au déroulement de certaines négociations à l'étranger ou à la nationalité des acquéreurs ne sont pas de nature à exclure l'opération du champ d'application de la loi française<sup>1336</sup>. En effet, alors que la compétence des autorités françaises est nécessairement limitée

---

<sup>1333</sup> CA Paris, 3 avril 2014, n° 2012/23179, qui a confirmé la décision de la Commission des sanctions du 22 octobre 2012 à l'égard de la société ORCO PROPERTY GROUP, de M. Jean-François OTT, *op. cit.*

<sup>1334</sup> CA Paris, 1<sup>re</sup> ch, Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF, *op. cit.*. Dans cette affaire, la situation est la suivante : une société étrangère A a acquis sur un marché non-français la majorité du capital d'une société étrangère B. La société A se trouve soumise aux dispositions françaises relatives aux offres publiques obligatoires, la société B détenant le contrôle d'une société française cotée sur le marché français. En l'occurrence, la société requérante soutient que ni la loi française ni le Règlement général du conseil des marchés financiers ne saurait imposer à une société étrangère l'obligation de déposer une offre publique d'achat. La société requérante (une société italienne) a acquis indirectement le contrôle d'une société française cotée au second marché français via sa filiale néerlandaise par l'achat de plus de 95% d'une société italienne qui détient plus de 36% des titres de la société française. Nous voyons bien que la société requérante n'a directement effectué aucune opération sur le marché français, elle estime donc que l'injonction qui lui a été faite, de déposer un projet d'offre publique simplifiée, est contraire à la coutume de droit international selon laquelle un État n'est pas autorisé à exercer ses prérogatives de puissance publique sur le territoire étranger et notamment à délivrer des injonctions à des sociétés dont le siège social est situé sur un État étranger. La Commission des sanctions juge que «*les dispositions d'ordre public économique de la loi du 2 juillet 1996 et le Règlement général du conseil des marchés financiers s'imposent à tout opérateur qui intervient sur un marché réglementé français ; qu'en l'espèce il est constant que la société Sediver, dont la société Teknecomp a pris indirectement le contrôle, est une société de droit français dont les titres sont inscrits à la cote du second marché de la bourse de Paris ; que les dispositions de l'article 33-1 de la loi du 2 juillet 1996 et celles de l'article 5-3-7 du Règlement général du conseil des marchés financiers, qui ne contiennent aucune mesure d'exécution forcée à l'étranger, sont donc applicables à la requérante*».

<sup>1335</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 27 novembre 2009 à l'encontre de la société EADS et d'autres, *op. cit.* Dans cette affaire, la société EADS a fait valoir que l'AMF ne serait pas compétente pour connaître du grief, relatif au défaut de publication d'une information privilégiée, notifié à EADS (société de droit néerlandais). La Commission des sanctions de l'AMF a répondu à cet argument en considérant que «*si la société EADS est une société de droit néerlandais, ses instruments financiers sont négociés, notamment, sur le marché réglementé français ; qu'ainsi, en application des dispositions précitées, l'AMF, "autorité compétente" de l'État français, est compétente pour "appliquer les interdictions et obligations" prévues par la directive abus de marché, et, notamment poursuivre et sanctionner la transgression de l'obligation pesant sur les émetteurs de rendre publiques, dès que possible, les informations privilégiées qui les concernent directement ; qu'il s'ensuit que la Commission des sanctions de l'AMF est compétente pour connaître du grief fondé sur ce que la société EADS n'aurait pas porté, dès que possible, une information privilégiée à la connaissance du public*».

<sup>1336</sup> Cass. com., N° 94-13660, *op. cit.*, affirmant l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 16 mars 1994, (1<sup>re</sup> ch., sect. COB), Pierre Bergé c/ agent judiciaire du trésor.

au territoire français, cette affirmation ne devrait pas conduire à empêcher l'AMF à accomplir sa mission à un moment où la globalisation financière présente un vrai défi pour les autorités nationales. Il est donc, pour reprendre l'expression d'un auteur, «*impossible de justifier une quelconque restriction de compétence pour la COB, même pour un trouble venu de l'étranger; dès lors qu'il perturbe le marché dont elle a la surveillance*»<sup>1337</sup>. Dans cet esprit, il devient logique que les autorités françaises (l'autorité de marché et l'autorité judiciaire) exercent une compétence extraterritoriale pour réprimer tout manquement (qu'il soit commis en France ou à l'étranger) qui menace la stabilité des marchés français. On retrouve ici la même logique américaine. Est-ce l'effet de l'américanisation des pensées juridiques ou la conséquence logique de la globalisation ? Là, il semble que ce soit cette dernière qui crée la nécessité de l'adoption d'une telle vision.

Toutefois, il est curieux de comparer la manière dont les juridictions françaises ont confirmé leur compétence à l'égard de situations transfrontalières, avec celle utilisée par les juridictions américaines. On peut constater l'adoption par les juridictions françaises, dans une certaine mesure, des critères semblables à ceux utilisés jusqu'à l'affaire Morrison, à savoir : le *conduct and effects tests*. Toutefois, des différences importantes demeurent entre ces critères. En premier lieu, en droit américain, ces critères ont été abrogés par l'arrêt Morrison, tandis qu'en droit français, les juridictions y ont toujours recours. Les juridictions américaines ont extrait ces critères en essayant de deviner l'intention du Congrès lors de l'élaboration des lois boursières du 1933 et du 1934. Tandis que les juridictions françaises, en adoptant ces critères, ignorent les dispositions boursières et ont recours au droit civil et pénal pour déterminer le domaine de compétence de la loi boursière française. Enfin, l'extension de l'application extraterritoriale selon ces critères diffère entre les droits américain et français. En particulier, l'*effects test* a une portée plus restreinte en droit français qu'en droit américain.

Pour ce qui est de l'*effects test*, le droit français peut réprimer un manquement commis à l'étranger qui produit des effets néfastes sur les opérateurs ou sur le marché français. Dans une affaire en 2016, le Tribunal de grande instance de Paris a considéré que la juridiction française a compétence pour connaître des dommages causés par un site internet étranger «*s'il existe un lien significatif et suffisant entre l'activité de ce site et le public en France, et si ce site peut avoir un impact économique en France*»<sup>1338</sup>. Pour confirmer leur compétence, les juridictions françaises

---

<sup>1337</sup> Claude DUCOULOUX-FAVARD, «Le marché de l'infraction d'initié», Petites affiches, 01 juin 1994 n° 65, p. 32.

<sup>1338</sup> TGI de Paris, 3ème ch, 4ème sec, no 14/07872 du 14 janvier 2016, TecnoKar Trailers, TecnoKar, Legras Industries / Remec.

doivent donc chercher un effet néfaste subi par des personnes situées en France (un préjudice subi localement), lorsque le manquement est commis à l'étranger. Plus particulièrement, ces juridictions doivent vérifier si l'activité ou le manquement étaient orientés vers le public en France. Afin de pouvoir sanctionner un manquement dont l'effet est ressenti sur le territoire français, les juridictions ont recours non pas aux dispositions du code monétaire et financier mais à celles de la responsabilité civile délictuelle ou quasi-délictuelle. Dans l'affaire Morgan Stanley c/ LVMH<sup>1339</sup>, une banque anglaise a publié des analyses financières causant un préjudice à l'image de la société française LVMH. Les analyses litigieuses ont été préparées et publiées à partir de l'Angleterre. Le préjudice quant à lui, se répercute dans plusieurs pays, les analyses étant dirigées vers plusieurs pays et lues par des investisseurs de nationalités différentes. De plus les actions de la société LVMH étaient, au moment des faits, négociées sur les marchés français et américain. La banque anglaise a, d'un côté, fait valoir qu'une condamnation en vertu de l'article 1382 du Code civil contreviendrait à l'article 49 du traité instituant la Communauté économique européenne (traité CEE) et à la liberté de prestation de services et, de l'autre côté, a contesté la compétence pleine et entière des juridictions françaises (autrement dit, elle conteste la soumission au juge français de préjudices subis hors de France). La Cour d'appel répond en affirmant qu'elle n'est pas compétente au regard de l'organisation et de la structure de la banque qui est soumise selon la directive n° 93/22/CE à la compétence exclusive de l'État d'origine. Toutefois, la Cour se déclare compétente uniquement pour les faits dont les préjudices ont été subis en France. D'après la Cour, le principe du rattachement du délit civil à la loi du lieu où il a été commis, étendu au lieu où s'est produit le dommage, doit être appliqué ; le litige ne porte pas sur le respect des prescriptions du droit anglais régissant l'organisation de la banque mais sur une campagne de dénigrement de la société Morgan Stanley. Une partie des préjudices que fait valoir la société LVMH ont été ressentis en France. Ainsi, la Cour relève qu'elle a une compétence limitée aux seuls préjudices survenus sur le territoire français. Elle reconnaît donc, contrairement aux juridictions américaines, qu'elle a une compétence internationale limitée.

Ainsi, les juridictions françaises font appel aux règles de la responsabilité civile délictuelle et quasi délictuelle contenues dans les articles 1382 et 1383 du Code civil pour pouvoir sanctionner les manquements commis hors de France et dont les préjudices sont ressentis, entièrement ou en partie, en France. Il est notable que les autorités françaises puissent sanctionner certaines fautes

---

<sup>1339</sup> CA Paris, 15e, 30 Juin 2006, n° 04/06308, *op. cit.* Pour obtenir de plus amples renseignements à propos de cette décision voir : Alain PIETRANCOSTA, «Affaire Morgan Stanley c/ LVMH : le recadrage de la Cour d'appel de Paris», *op. cit.*, p. 6.

survenues à l'étranger et affectant le marché ou les opérateurs français via l'application, non pas des textes du Code monétaire et financier ou celles du règlement générale de l'AMF ou encore des principes professionnels, mais du droit français de la responsabilité civile délictuelle ou quasi-délictuelle. Il est aussi remarquable qu'elles reconnaissent avoir une compétence internationale limitée. Mais qu'en est-il après l'adoption de la *class action* en droit français ? En droit américain, cette procédure permet de rassembler des plaideurs de toutes nationalités ayant subi leurs dommages dans divers pays du monde. Les cours devraient donc dans l'avenir, préciser si elles acceptent les revendications des investisseurs ayant subi leurs dommages hors de France ou si les AGs devraient être limitées aux seuls investisseurs français subissant leurs préjudices sur le territoire français.

En ce qui concerne le *conduct test*, celui-ci, comme en droit américain, met l'accent sur un comportement illégal commis sur le territoire français. Toutefois, une différence très importante relative à l'extension du critère demeure entre les deux *tests*. En droit américain, la plupart des cours ont exigé qu'un tel comportement ne soit pas seulement un comportement préparatoire à la commission de la fraude. En droit français, aucune stipulation n'est exigée à propos de l'importance de l'acte accompli sur le territoire français. Un appel téléphonique suffit pour déclencher la compétence des juridictions françaises alors que tous les aspects de l'opération sont rattachés à l'étranger.

L'adoption de ce critère est fait ici en référence à l'article 693 du Code de procédure pénale dont les dispositions sont reprises à l'article 113-2 du Code pénal. Cet article dispose que «*est réputée commise sur le territoire de la République toute infraction dont un acte caractérisant un de ses éléments constitutifs a été accompli en France*». Cela constitue une extension considérable de la compétence territoriale puisqu'il n'est pas indispensable, pour exercer la compétence, que l'opération soit réalisée sur le marché français. Ce qui est nécessaire pour déclencher la compétence des juridictions répressives françaises et pour appliquer la loi française, ce n'est pas l'accomplissement d'un élément constitutif de l'infraction sur le sol français mais, il suffit qu'une partie d'un élément constitutif ait eu lieu en France, même si cette partie ne constitue pas un commencement d'exécution. Une telle approche conduit nécessairement à une application extraterritoriale des lois françaises.

Cette conception a permis au juge français de juger des manquements liés à des opérations

dont le caractère extraterritorial prédomine. Ainsi, dans une affaire célèbre en 1992<sup>1340</sup> (l'affaire Pechiney), la Cour de cassation a pu poursuivre une personne de nationalité libanaise, soupçonnée d'avoir fourni des informations privilégiées ayant permis à des tiers de nationalité étrangère de réaliser des opérations sur les titres de la société de droit américain Triangle, cotée à la bourse de New York. D'après la Cour, la loi n'exige pas expressément que l'opération incriminée ait été réalisée sur le marché boursier français et porte sur des titres cotés en France<sup>1341</sup>. En d'autres termes, le caractère français du marché boursier ou de la valeur mobilière n'est ni un élément constitutif ni une condition préalable du délit boursier en droit pénal français. En l'espèce, la Cour de cassation a constaté l'existence de la détention et de la circulation sur le sol français d'une information privilégiée portant sur une offre publique d'achat réalisée sur le marché américain. Elle a donc sanctionné une personne de nationalité étrangère pour avoir, à plusieurs reprises, à partir de l'étranger et aussi à partir de la France où est établie sa résidence, transmis par des appels téléphoniques une information privilégiée concernant ladite offre. Elle a également sanctionné une autre personne pour avoir illégalement exploité une telle information en passant des ordres d'achats et de ventes à partir du territoire français opérés sur le titre (objet de l'offre) de la société de droit américain Triangle cotée sur le marché américain.

De ce fait, un simple acte, tel qu'un appel téléphonique ou un ordre d'achat, effectué à partir du sol français, suffit pour établir la compétence des juridictions françaises et pour appliquer les lois françaises quand bien même l'opération prend place à l'étranger. En définitive, selon la Cour de cassation *«il n'importe que l'opération ait été réalisée sur une place étrangère et qu'il suffise, pour que l'infraction soit réputée commise sur le territoire de la République selon l'article 693 du Code de procédure pénale, qu'un acte caractérisant un de ses éléments constitutifs ait été accompli en France»*<sup>1342</sup>. Il y a lieu de noter que, si la situation prévue devant la Cour de cassation concerne un délit d'initié, l'annonce de la décision par cette dernière est générale et donc sûrement transposable aux autres délits boursiers<sup>1343</sup>.

---

<sup>1340</sup> Cass. crim., 3 novembre 1992 n° 92-84.745, affaire Pechiney-Triangle, Rev. société, 1993, p. 436, note W. Jeandidier.

<sup>1341</sup> Ibid.

<sup>1342</sup> Ibid.

<sup>1343</sup> Voir dans ce sens Nicolas RONTCHEVSKY, «La responsabilité pénale», *Bulletin Joly Bourse*, 01 mai 2007 n° 3, p. 335. L'auteur affirme que *«cette solution est assurément transposable aux autres délits boursiers, et notamment au délit de fausse information. Les juridictions répressives françaises sont ainsi compétentes pour connaître de la diffusion, réalisée en France, de fausses informations concernant une société étrangère dont les titres sont négociés sur un marché réglementé étranger»*.

Cette jurisprudence constitue la ligne directrice de la compétence internationale française en matière d'abus de marché. Elle a été appliquée à plusieurs reprises. Ainsi, la question de la compétence des juridictions françaises et de la loi française s'est trouvée soulevée, une autre fois, quelques années plus tard dans une deuxième affaire Péchiney<sup>1344</sup>. Les requérants ont invoqué l'incompétence des juridictions françaises au motif que les opérations en question avaient été effectuées sur le marché américain, sur le titre d'une société de droit américain, et que, en l'absence d'effet négatif sur le marché français, le droit français ne devait être applicable lorsque seul un marché étranger non surveillé par la l'AMF avait été concerné par les opérations litigieuses. Cette argumentation a été écartée par la Cour de cassation pour deux raisons. En premier lieu, la mission attribuée par la loi à l'AMF a une dimension internationale. En d'autres termes, *«la loi n'a pas limité aux seules bourses françaises la mission de protection de l'épargne et des investisseurs dévolue à la COB, qui n'a de sens que si elle a une portée internationale»*. Le cloisonnement de la répression des délits boursiers dans les frontières nationales des divers États entraînerait, compte tenu de l'extrême mobilité des capitaux et des opérateurs, l'impunité de fait des opérations boursières effectuées sur un marché étranger<sup>1345</sup>. Ladite mission s'étend au marché dans sa conception large. Le terme marché *«s'appliquant à tout lieu où s'effectue le rapprochement d'une offre et d'une demande portant sur des valeurs mobilières»*. En deuxième lieu, les opérations litigieuses, bien qu'elles soient effectuées sur le marché étranger, l'avaient été sur la base d'informations obtenues indûment en France. La Cour de cassation relève que les opérations contestables *«même si elles ont été parachevées sur une place étrangère, ont fait l'objet d'une mise en ouvre initiale à partir du territoire national, ce qui détermine la compétence de la juridiction pénale française»*.

Les conséquences d'une telle affirmation sont effrayantes. En l'espèce, la Cour reproche à l'un des accusés, une personne étrangère, d'avoir commis un recel de délit d'initié en achetant des actions américaines sur le marché de New-York, en passant des ordres depuis la Suisse pour le compte d'une société sise à Anguilla. N'est-ce pas de pareils cas d'affirmation de compétence (connus sous le nom de *F-C class actions*) que l'on reprochait dans la doctrine française aux juridictions américaines ? Si l'on voit la situation dans une perspective plus large, au cas où cette conception de la compétence était adoptée par les juridictions d'autres pays, n'y aurait-t-il pas une guerre de compétence entre les autorités des différents pays ? Les juridictions suisses peuvent parfaitement se déclarer compétentes en prenant en compte le fait que les ordres d'achat ont été

---

<sup>1344</sup> Cass. crim., 26 octobre 1995, n° 94-83780, Bull. crim. n° 324 ; Rev. sociétés 1996, p. 326.

<sup>1345</sup> AMF, *L'intégrité du marché*, op. cit., p. 65.



passées à partir du territoire suisse. Les juridictions américaines peuvent elles aussi, absolument se déclarer compétentes en raison de la réalisation de l'opération sur leur territoire national. Supposons qu'aucune des autorités compétentes n'accepte de céder sa compétence, quelle loi s'applique à l'infraction commise : la loi de plus fort, la loi qui peut atteindre les accusés ou encore la loi qui présente un plus grand lien de rattachement avec la situation litigieuse ? Le moins qu'on puisse dire est qu'une telle vision menace les relations internationales et favorise le recours à l'unilatéralisme dans le règlement des conflits à caractère international.

### **b: l'extension du pouvoir de sanction du régulateur boursier par le recours aux textes de droit pénal : le régulateur boursier étend sa compétence au-delà des cas prévus par les textes boursiers**

Plus étonnant encore, l'AMF s'est basée sur la jurisprudence de la Cour de cassation pour déterminer l'extension de sa compétence internationale en ignorant les dispositions du Code monétaire et financier qui lui sont applicables. En 1993, la COB a considéré que lorsque l'opération est effectuée sur un marché étranger, aucun texte de loi à l'égal de l'article 693 du code de procédure pénale, ne lui confère la compétence pour sanctionner des manquements à ses propres règlements, et que «*la Commission n'est pas soumise au respect des règles édictées par le code de procédure pénale*»<sup>1346</sup>. En 2009, l'AMF en a décidé autrement. Dans l'affaire concernant Arnaud Mimran et Franck Mouyal<sup>1347</sup>, ceux-ci ont acquis, selon le grief formulé à leur encontre, en passant des ordres d'achat depuis la France où ils résident, des actions de la société danoise KL par l'intermédiaire de comptes ouverts à leur nom auprès d'établissements étrangers. Il leur est donc reproché d'avoir utilisé, depuis la France, une information privilégiée relative au dépôt d'une offre publique d'achat sur les actions de la société danoise KL cotée à la bourse de Copenhague. Les éléments du dossier n'ayant pas permis de prouver que les deux personnes mises en cause ont passé leur ordre d'achat depuis la France, la Commission de sanctions de l'AMF se déclare incompétente. Le seul fait que celles-ci résident en France ne suffit pas, d'après cette dernière, pour établir sa compétence<sup>1348</sup> puisque «*par lui-même le lieu de résidence de la personne mise en cause n'est pas*

---

<sup>1346</sup> Ibid., p. 65.

<sup>1347</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal, *op. cit.*

<sup>1348</sup> AMF, «Marchés financiers : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2015 - commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2015», p. 11, en ligne : <http://www.amf-france.org/Sanctions-et-transactions/Recueil-de-jurisprudence>.

*l'un de ces éléments constitutifs».*

Il est curieux de constater que la Commission des sanctions de l'AMF a repris quasiment les termes utilisés par la Cour de cassation en annonçant que «*la Commission des sanctions de l'AMF n'est compétente pour connaître d'un manquement qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs de celui-ci ait été commis sur le territoire français*». Comme certains ont pu le noter dans la doctrine, une telle affirmation «*n'est pas juridiquement correcte*»<sup>1349</sup>. En effet, l'énonciation de cette décision n'est pas cohérente avec les dispositions de l'article L. 621-15,IIc) et d) du Code monétaire et financier<sup>1350</sup>. Conformément à cet article, soit le titre est coté sur le marché français, et dans ce cas l'AMF est compétente indépendamment du lieu de commission du manquement en France ou à l'étranger, soit le titre est coté sur un marché réglementé d'un État membre autre que la France, et ici, l'AMF ne peut se déclarer compétente qu'à la condition que le manquement soit commis sur le territoire français. Cependant, l'article ne prévoit rien en ce qui concerne la situation selon laquelle le manquement commis en France concerne des titres cotés sur le marché d'un pays tiers.

En l'occurrence, il n'est pas contestable que les actions étaient cotées sur le marché d'un État membre. La Commission de sanction aurait donc pu se référer à l'article 621-15,II pour affirmer sa compétence. Cependant, il semble que le recours aux dispositions de l'article 693 du Code de procédure pénale ne soit pas un lapsus ou une erreur. Il est clair que l'énonciation de la décision est générale et que la Commission des sanctions voulait par la présente décision, apporter une clarification à une situation non prévue par l'article susmentionné : lorsque l'un des éléments constitutif d'un manquement boursier est commis sur le territoire français, l'AMF est compétente, indépendamment que l'opération ait été réalisé sur un marché d'un État membre ou un État tiers.

---

<sup>1349</sup> Stéphane TORCK, «Application du Règlement général AMF dans l'espace», *op. cit.*, p. 67.

<sup>1350</sup> Le Professeur TORCK souligne que «*l'affirmation selon laquelle la Commission des sanctions de l'AMF n'est compétente pour connaître d'un manquement qu'à la condition que l'un des éléments constitutifs de celui-ci ait été commis sur le territoire français est approximative pour ne pas dire contraire aux dispositions de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier en la matière*». Stéphane TORCK, «Application du Règlement général AMF dans l'espace», *op. cit.*, p. 68.

### **c: critiques et limites de la portée de la thèse extensive adoptée par les tribunaux et le régulateur boursier**

Les juridictions françaises ont, comme nous l'avons vu, confirmé leur compétence non seulement au regard des situations comportant des éléments d'extranéité, mais aussi concernant les opérations comportant un seul élément de territorialité, quand bien même cet élément ne soit pas indispensable (ou si, en empruntant l'expression des juridictions américaines, il constitue simplement un acte préparatoire) dans la commission de l'infraction. Cette vision adoptée par les juridictions de l'ordre judiciaire français et par le régulateur boursier est largement critiquée par la doctrine. Les critiques concernent d'une part, la conception universelle du marché adoptée par ces autorités et, d'autre part, l'application extensive des réglementations boursières françaises et les effets aventureux qu'elle peut engendrer.

En effet, la mission attribuée à l'AMF est limitée au territoire national. Le législateur confie à cette autorité la mission de protection des marchés français, les seuls marchés relevant de son autorité. Ainsi, les règlements pris par l'AMF concernant l'organisation de fonctionnement et le contrôle des marchés financiers ont nécessairement un champ d'application limité aux frontières de sa compétence territoriale. De plus, le régulateur et les juridictions ne peuvent avoir de compétence plus étendue que celle du législateur. La compétence de celui-ci est limitée par les principes du droit international, et en particulier par le principe de non-ingérence. De plus, le législateur n'a entendu organiser que les marchés français. Certains ont démontré dans la doctrine que les différentes lois boursières visent clairement le marché français<sup>1351</sup>. La Cour de cassation a également jugé que la mission de l'AMF est limitée au marché français<sup>1352</sup>. D'ailleurs, comme nous avons pu le montrer plus haut, le phénomène de la globalisation financière ne signifie pas que chaque autorité nationale

---

<sup>1351</sup> Ibrahim FADLALLAH, «Point de vue sur l'affaire Péchiney : la localisation du délit d'initié», *op. cit.*, p. 621. L'auteur a à juste titre signalé que «*c'est une vue de l'esprit, étrangère à l'histoire législative du texte, d'affirmer que l'expression «le marché» désigne tout lieu où se rapprochent l'offre et la demande de valeurs mobilières, en somme un marché quelconque*».

<sup>1352</sup> Cass. com., N° 94-13660, Pierre Bergé c/ agent judiciaire du trésor, *op. cit.*. La Cour de cassation a, dans cet arrêt, considéré qu'il n'est pas contestable que le domaine d'application des règlements de la Commission soit limité au territoire national.

soit capable de contrôler et juger tout le monde sur tous les territoires. Chaque pays garde sa souveraineté et sa capacité à surveiller ses marchés. L'AMF ne peut par exemple, contrôler le marché chinois. Elle ne peut y accéder pour effectuer des enquêtes sur place qu'avec l'autorisation et la coopération de l'autorité locale, l'autorité chinoise. Si, au sein de la communauté européenne la situation est partiellement différente, cela est dû à une obligation de coopération et de reconnaissance mutuelle qui ne constitue qu'une exception à l'échelle mondiale.

L'AMF ne peut donc pas se substituer à l'autorité étrangère pour contrôler les marchés étrangers, et les juridictions françaises ne peuvent juger les infractions commises sur ces marchés au risque d'engendrer des conflits avec les autorités locales. Cette vision signifie que le champ d'application du droit boursier français est élargi au monde entier. Comme l'a souligné un auteur en commentant l'arrêt Péchiney, «*pour une fois, nous nous érigerions en gendarmes du monde, boursier, même là où les autorités locales n'auraient rien prévu ni rien demandé*»<sup>1353</sup>. Cette vision a des conséquences considérables sur la scène internationale. La première interrogation que nous pouvons poser est de savoir si les juridictions françaises détiennent la capacité et la puissance suffisante pour assumer une telle approche. Quelles seraient les conséquences si tous les pays ayant des marchés boursiers importants adoptaient la même approche ? Plus particulièrement, il faut être conscient comme le dit un auteur, du poids de cette vision lorsque nous voudrions contester l'emprise que certains États, et notamment les États-Unis, entendent exercer, sur les filiales françaises de leurs sociétés pour l'application de leurs lois de police. Une telle attitude constitue le meilleur argument en faveur des thèses extensives<sup>1354</sup>.

Enfin, il y a lieu de noter que la portée de cette approche est limitée. En premier lieu, rares sont les cas dans lesquels les juridictions judiciaires et le régulateur boursier ont été appelés à se prononcer à propos de leur champ de compétence ou de l'extension spatiale du droit boursier français<sup>1355</sup>. En deuxième lieu, l'évolution des pratiques montre que la volonté de l'AMF est d'avoir recours à la coopération en cas de conflits de compétence relatifs aux situations transfrontalières au lieu d'agir unilatéralement. On trouve chez le gouvernement français, non seulement la même volonté, mais aussi une tendance à condamner l'application extraterritoriale du droit d'autres pays, en particulier les États-Unis. Le rapport d'information parlementaire : «L'extraterritorialité de la

<sup>1353</sup> Ibrahim FADLALLAH, «Point de vue sur l'affaire Péchiney : la localisation du délit d'initié», *op. cit.*, p. 621.

<sup>1354</sup> *Ibid.*, p. 621.

<sup>1355</sup> Le professeur TORCK souligne en commentant l'affaire Mimran et Mouyal qu'«*Il est rare, à notre connaissance, que la Commission des sanctions ait à connaître de l'application dans l'espace du règlement général AMF*», Stéphane TORCK, «Application du Règlement général AMF dans l'espace», *op. cit.*, p. 67.

législation américaine”, et le mémoire d'*amicus curiae* présenté par le gouvernement français devant la Cour Suprême des États-Unis dans l'affaire Morrison en sont une illustration. Enfin, comme nous allons le voir, la France s'oppose avec la Communauté Européenne, à l'application extraterritoriale du droit boursier américain, ce qui doit logiquement signifier le rejet, par la France, d'une approche extensive de son droit boursier.

## **B. Le développement d'un environnement juridique français et européen résistant à l'application extraterritoriale du droit boursier américain**

Les États-Unis ont développé depuis longtemps une compétence extraterritoriale dans le domaine du droit boursier. L'UE en général (et la France en particulier) vient de confronter la question de l'extraterritorialité<sup>1356</sup>. Cette dernière commence à révéler des critères octroyant au droit européen une portée extraterritoriale<sup>1357</sup>. Cependant, la réalité montre que l'UE subit lourdement les conséquences de l'application extraterritoriale du droit américain. Par conséquent, les pays membres de la Communauté européenne, spécialement la France, ont pris conscience qu'il faut réagir pour protéger leurs opérateurs et leurs marchés devant une extension incessante du droit américain. Ils ont donc adopté certains mécanismes de résistance à l'application extraterritoriale du droit américain.

---

<sup>1356</sup> Cela ne concerne pas uniquement le droit boursier mais aussi d'autres droits comme par exemple le droit de la concurrence, voir dans ce sens Evelyne FRIEDEL-SOUCHU, *extraterritorialité de droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté européenne*, L.G.D.J. 1994, p.11.

<sup>1357</sup> Ryan WALSH, «Extraterritorial confusion : The complex relationship between Bowman and Morrison and a revised approach to extraterritoriality», *op. cit.*, p. 669. L'auteur souligne que «Generally, European laws apply extraterritorially "so long as there is some meaningful connection with the asserting state." However, many nations are hesitant to give significant weight to the "effects principle" of international law to allow extraterritoriality. Nevertheless, many nations have recently begun to recognize extraterritoriality and regularly use it to obtain jurisdiction over conduct committed abroad».

## 1. Le développement de mécanismes de résistance par l'UE aux dispositions américaines d'application extraterritoriale

Certains auteurs constatent que l'UE et les États membres sont «*comme tétanisés, incapables de réagir*»<sup>1358</sup>. Cependant, l'UE détient tous les facteurs nécessaires pour pouvoir résister à l'hégémonie américaine. L'Europe constitue aujourd'hui non seulement une puissance diplomatique et politique considérable, mais aussi une puissance économique importante à l'échelle mondiale. Assurément, l'union fait la force. Sans l'union, plusieurs pays européens auraient pu être américanisés. La centralisation du pouvoir de représentation et surtout de législation a donné à l'Union européenne un poids très important dans ses relations avec les partenaires économiques étrangers, et en particulier avec les États-Unis, alors que les pays membres n'en jouissent pas individuellement. Les États-Unis se trouvent aujourd'hui obligés d'écouter l'Europe, comme le dit parfaitement l'ancien président de la Commission européenne M. José Manuel Barroso dans son discours prononcé au Centre d'excellence européen de l'École d'études internationales avancées de l'Université Johns Hopkins à Washington DC : «*si, aujourd'hui, les États-Unis écoutent davantage l'Europe, c'est, à mon sens, parce que nous avons fait ce qu'il fallait pour qu'il vaille la peine de nous écouter. Si les États-Unis voient de plus en plus dans les relations transatlantiques un moyen d'agir ensemble pour promouvoir la démocratie et la liberté, c'est parce que nous avons montré que nous pouvions obtenir des résultats sur la scène mondiale*»<sup>1359</sup>.

Le processus de création d'un marché unique de l'UE accompagné d'une centralisation et d'une harmonisation de la réglementation financière dans l'UE a renforcé la position des régulateurs européens dans leurs négociations avec les États-Unis, forçant ainsi ceux-ci à adopter des approches plus conciliantes. Selon Jean-Marc SAUVÉ, vice-président du Conseil d'État, l'Union européenne pèse sur la scène internationale par le droit et non par la force<sup>1360</sup>. Elle a un poids juridique indéniable, explique l'ancien ministre des Affaires étrangères, Hubert VÉDRINE<sup>1361</sup>. Sans doute, la taille et la capitalisation boursière restent déséquilibrées entre les marchés américains et européens, mais l'expansion du pouvoir de régulation et du contrôle sur un grand nombre des opérateurs

---

<sup>1358</sup> Francis GUTMANN, «Quelles parades ?», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

<sup>1359</sup> Commission Européenne, *L'Union européenne et les États-Unis : Des partenaires mondiaux, des responsabilités mondiales*, op. cit.

<sup>1360</sup> Anne MOREAUX, «Quel est le poids de l'Europe à l'international ?», 03 juillet 2017, en ligne : <http://www.affiches-parisiennes.com/quel-est-le-poids-de-l-europe-a-l-international-7294.html>.

<sup>1361</sup> Ibid.

intervenant sur les marchés européens a renforcé le pouvoir de négociation des autorités européennes. Autrement dit, la dynamique du changement dans la réglementation internationale est dû à la centralisation de la responsabilité de réglementation au sein de l'UE, ce qui lui a donné une plus grande capacité pour atteindre ses objectifs dans les processus de négociations avec ses partenaires et au niveau international<sup>1362</sup>. Comme le note un auteur, «*EU is now a (sui generis) player in the politics of international financial regulation and although it does not (yet) fully exploit its potential, it can no longer be ignored for a thorough understanding of international financial services regulation*»<sup>1363</sup>. D'après Elliot Posner, les résultats obtenus en matière de régulation financière internationale sont le fruit des changements dans l'équilibre du pouvoir entre les États-Unis et l'UE. La centralisation du pouvoir de réglementation au sein de l'UE a changé les attentes des entreprises et des autorités américaines et a généré de nouvelles incitations à Washington pour apporter des facilités et pour développer une coordination transatlantique plus étroite<sup>1364</sup>. L'étude des conflits survenus entre les États-Unis et l'UE au cours des années 1990 montrent que la SEC essayait jalousement de garder la souveraineté des États-Unis en refusant toute demande de reconnaissance mutuelle européenne. Les conflits apparus au début de ce siècle ont pris une ampleur plus importante. Ainsi, la gestion des conflits euro-américains est entrée dans une période fondée sur l'accommodement mutuel plutôt que sur les préférences américaines, et les autorités américaines ont fait des concessions importantes dans les conflits transatlantiques<sup>1365</sup>.

L'Europe ne se laisse pas livrer à un pouvoir venant de très loin, qui menace ses intérêts. Elle a donc développé plusieurs mécanismes de résistance.

La Communauté européenne peut adopter des règlements pour faire face aux menaces résultant de l'application extraterritoriale des lois de pays tiers. Le règlement (CE) n° 2271/96 du Conseil du 22 novembre 1996 portant protection contre les effets de l'application extraterritoriale d'une législation adoptée par un pays tiers<sup>1366</sup> est un parfait exemple. L'un des objectifs essentiels

<sup>1362</sup> Voir dans ce sens, Flavio PROIETTI, «Can Esmā become the child of EU cooperation in the regulation of financial markets? A look at the memorandums of understanding that the Authority has negotiated», *Laboratorio per l'Innovazione Pubblica*, May 21, 2017, available at : <http://www.lab-ip.net/>.

<sup>1363</sup> Lucia QUAGLIA, *EUI Working Papers: The European Union and Global Financial Harmonization*, European University Institute : Department of Political and Social Sciences, 2012/04, available at: [http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/22234/SPS\\_2012\\_04.pdf](http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/22234/SPS_2012_04.pdf).

<sup>1364</sup> Elliot POSNER, «Making Rules for Global Finance: Transatlantic Regulatory Cooperation at the Turn of the Millennium», *International Organization*, Vol. 63, No. 4 (Fall, 2009), p. 665.

<sup>1365</sup> *Ibid.*, p. 670.

<sup>1366</sup> Règlement (CE) n° 2271/96 du Conseil du 22 novembre 1996 portant protection contre les effets de l'application

des législations européennes est de réaliser la libre circulation des capitaux entre États membres et pays tiers, et notamment la suppression de toute restriction aux investissements directs, à l'établissement, à la prestation de services financiers ou à l'admission de titres sur les marchés des capitaux. Les États-Unis ont adopté certaines lois<sup>1367</sup>, certains règlements et autres instruments législatifs<sup>1368</sup> visant à réglementer les activités de personnes physiques ou morales relevant de la juridiction des États membres. Seulement ces outils de réglementation, empêchent la réalisation des objectifs suscités, affectent l'ordre juridique établi et lèsent les intérêts de la Communauté et ceux des personnes physiques ou morales exerçant des droits sous le régime du traité instituant la Communauté européenne. Ainsi, en adoptant ce règlement, le Conseil de l'Union européenne souligne que «*dans ces circonstances exceptionnelles, il est nécessaire d'entreprendre une action au niveau de la Communauté afin de protéger l'ordre juridique établi, ainsi que les intérêts de la Communauté et ceux desdites personnes physiques ou morales, notamment en éliminant, en neutralisant, en bloquant ou en contrecarrant de toute autre manière les effets de la législation étrangère en cause*».

Ces mesures prises par la Communauté européenne se sont avérées efficaces. À titre d'illustration, l'une des lois visées par le règlement était la loi «*Iran and Libya Sanctions Act of 1996*» connue par la loi Amato-Kennedy. Cette loi visait à sanctionner les investissements étrangers supérieurs à 20 millions de dollars par an effectués dans le secteur énergétique en Iran et en Libye, qu'ils soient américains ou non. Certaines entreprises européennes ont été sanctionnées en vertu de cette loi. L'adoption du règlement a permis de mener un dialogue entre les États-Unis et la Communauté européenne. En mai 1998, les États-Unis ont fini par accepter de lever les sanctions prises à l'encontre des sociétés européennes, en échange de l'engagement de l'Union européenne de tenter de dissuader l'Iran d'acquérir des armes de destruction massive<sup>1369</sup>.

---

extraterritoriale d'une législation adoptée par un pays tiers, ainsi que des actions fondées sur elle ou en découlant, Journal officiel n° L 309 du 29/11/1996 p. 0001 – 0006.

<sup>1367</sup> L'annexe du Règlement fait référence aux lois -1- «*National Defense Authorisation Act for Fiscal Year 1993*», Title XVII - «*Cuban Democracy Act 1992*», sections 1704 and 1706, - 2 - «*Cuban Liberty and Democratic Solidarity Act of 1996*», - 3 - «*Iran and Libya Sanctions Act of 1996*».

<sup>1368</sup> L'annexe du Règlement fait référence aux Règlements suivant : CFR (Code of Federal Regulations) Ch. V (7-1-95 edition) Part 515 - Cuban Assets Control Regulations, subpart B (Prohibitions), E (Licenses, Authorisations and Statements of Licensing Policy) and G (Penalties).

<sup>1369</sup> Sénat, La France et l'Iran : des relations économiques et financières à reconstruire, rapport d'information n° 605 (2013-2014), *op. cit.*



L'une des formes de protestation contre l'application extraterritoriale du droit américain peut être l'adoption par les États membres des lois de blocage<sup>1370</sup> ou de récupération de l'argent déjà versé<sup>1371</sup>. Ces lois permettent aux citoyens et aux entreprises ressortissants de l'État qui adopte de telles lois de désobéir aux dispositions législatives ou réglementaires et aux ordonnances judiciaires américaines ou d'autres ayant une application extraterritoriale<sup>1372</sup>. Ainsi, la France a adopté la loi du 16 juillet 1980 dit loi de blocage<sup>1373</sup>. Cette loi, toujours en vigueur, interdit à toute personne de communiquer, sous toute forme que ce soit, à des autorités publiques étrangères, les documents ou les renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique dont la communication est de nature à porter atteinte à la souveraineté, à la sécurité, aux intérêts économiques essentiels de la France ou à l'ordre public<sup>1374</sup>. L'adoption de cette loi était nécessaire pour faire face à la pression des autorités américaines qui est devenue plus vive et aux investigations de plus en plus pressantes et aux procédures dilatoires desdites autorités<sup>1375</sup>. Les débats qui ont eu lieu devant le Sénat et l'Assemblée nationale révèlent clairement que cette loi (qui a pour objectif de protéger les entreprises françaises contre les actions engagées par certaines autorités étrangères cherchant à accéder sans contraintes aux informations, y compris confidentielles, qu'elles détiennent, sans recourir aux procédures de coopération judiciaire prévues à cet effet) vise, en premier lieu, à faire face aux dispositions extraterritoriales américaines. Ces débats soulignent que l'Assemblée nationale est «*soucieuse notamment de mettre un frein à la volonté des États-Unis d'imposer une application extra-territoriale de leurs lois ... et (de) faire face*

---

<sup>1370</sup> Voir dans ce sens, Noëlle LENOIR, «Le droit de la preuve à l'heure de l'extraterritorialité», *RFDA*, mai-juin 2014, p. 487.

<sup>1371</sup> Certains pays non membres de l'UE ont adopté aussi des lois de blocages avant même que la France ne procède à l'adoption de la loi de blocage n°80-538 du 16 juillet 1980. Nous pouvons citer à titre d'exemple l'Australie, dont le Parlement a adopté en 1978 une loi interdisant aux entreprises australiennes de fournir des informations aux tribunaux américains.

<sup>1372</sup> Généralement, ces lois sont adoptées dans l'objectif d'empêcher la fourniture de renseignements aux autorités étrangères, spécialement américaines par la voie de procédure de *pre-trial discovery*.

<sup>1373</sup> Loi n°80-538 du 16 juillet 1980 relative à la communication de documents ou renseignements d'ordre économique, commercial, ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères, *JORF* du 17 juillet 1980 page 1799.

<sup>1374</sup> Article 1 de la Loi n° 68-678 du 26 juillet 1968 relative à la communication de documents et renseignements d'ordre économique, commercial, industriel, financier ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères, telle qu'elle est modifiée par l'article 2 de la loi n°80-538 du 16 juillet 1980 relative à la communication de documents ou renseignements d'ordre économique, commercial, ou technique à des personnes physiques ou morales étrangères.

<sup>1375</sup> Sénat, Rapport sur le projet de loi relatif à la communication de documents et renseignements à des autorités étrangères dans le domaine du commerce maritime et des transports par air, Rapport n° 210 (1979-1980) de M. Bernard Legrand, fait au nom de la Commission des affaires économiques, en ligne : <http://www.senat.fr/>.

à cette véritable inquisition américaine»<sup>1376</sup>. De ce fait, cette loi adoptée dans un «climat de guerre économique»<sup>1377</sup> constitue une riposte juridique face à certaines pratiques, jugées abusives, développées par les autorités américaines en matière de collecte de renseignements économiques.

L'Europe et la France à titre individuel peuvent employer d'autres moyens de rétorsion. Elles peuvent adopter par exemple des mesures menaçant les intérêts des Américains intervenant sur les marchés européens. Il est possible par exemple, en prenant en considération la menace que présente l'application extraterritoriale du droit américain aux intérêts des investisseurs et sociétés européennes, d'autoriser les émetteurs européens à exclure les investisseurs américains de leurs offres, afin d'éviter l'application extraterritoriale du droit boursier américain. La France peut exiger, comme le fait la SEC, de toute société américaine qui compte plus de 300 actionnaires français, de respecter les dispositions d'enregistrement et de *reporting* en cas d'offre publique. Cette mesure peut s'étendre pour comprendre 300 actionnaires européens. Il est possible aussi de prendre des mesures qui contribuent à l'augmentation des coûts des opérations réalisées par les entreprises américaines sur les marchés européens, d'interdire certaines opérations qui peuvent menacer les intérêts des opérateurs européens, ou d'exiger le respect de certaines dispositions visant à protéger les ressortissants européens<sup>1378</sup>.

L'Europe peut sanctionner des entreprises américaines travaillant en Europe, pour répondre aux attaques qu'ont multiplié les juridictions américaines ces dernières années et visant des entreprises européennes. Comme le constate un auteur, «l'Europe sanctionne de plus en plus les entreprises américaines au point qu'on peut se demander si ce n'est pas une manière de réguler la

---

<sup>1376</sup> Sénat, Débat parlementaire - compte rendu intégral, seconde session ordinaire de 1979-1980 - séance du lundi 30 juin 1980, JO. N° 67 S. 1er juillet 1980.

<sup>1377</sup> Assemblée nationale, Rapport n° 1814 de M. Alain Mayoud, fait au nom de la Commission de la Production et des échanges de l'Assemblée nationale, 19 juin 1980, p. 26.

<sup>1378</sup> Voir dans ce sens : Affaire Google Spain SI & Google Inc. v. Agencie Española de Protección de Datos (AEPD) & Mario Costeja Gonzalez, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-131/12, 13 mai 2014. Dans cette affaire, la CJCE a considéré qu'«il ressort notamment des considérants 18 à 20 et de l'article 4 de la directive 95/46 que le législateur de l'Union a entendu éviter qu'une personne soit exclue de la protection garantie par celle-ci et que cette protection soit contournée, en prévoyant un champ d'application territorial particulièrement large». En commentant cet arrêt, Laurent COHEN-TANUGI a souligné que «le fait que Google Inc. dérive des recettes publicitaires d'Espagne suffit à soumettre le groupe aux directives européennes partout dans le monde». COHEN-TANUGI Laurent, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

mondialisation»<sup>1379</sup>. La Commission européenne et la CJUE sanctionnent davantage des entreprises américaines, telles que Google, Microsoft et Apple, mais sur le fondement du droit de la fiscalité ou de la concurrence. Pour le moins, comme l'écrivent certains auteurs, «*si l'Europe doit boire le calice de la judiciarisation à l'américaine, autant qu'elle n'en ait pas que la lie*»<sup>1380</sup>. Il est possible d'appliquer la «*théorie des effets*» en matière boursière, comme le fait l'Union européenne dans d'autre domaine, notamment en droit de la concurrence et des concentrations, influençant ainsi les intérêts de certaines sociétés américaines. Dans l'affaire concernant la fusion entre deux sociétés américaines, Boeing et McDonnell Douglas Corporation, l'opération a été approuvée sans restriction par les autorités américaines et autorisée sous conditions par l'autorité européenne<sup>1381</sup>. La fusion NYSE-Euronext n'a été autorisée par les autorités européennes qu'après l'obtention des garanties suffisantes, données par les autorités américaines et la société absorbante, préservant les marchés européens contre une application extraterritoriale de la réglementation américaine aux marchés européens. Un autre exemple, celui concernant l'affaire GE/Honeywell<sup>1382</sup>, peut mieux illustrer l'influence que l'Europe peut exercer sur les entreprises américaines. Dans cette affaire, la fusion entre les deux sociétés américaines, General Electric (GE) et Honeywell, a été approuvée par l'autorité américaine et interdite par la Commission européenne. On peut imaginer les dommages que pourraient subir les sociétés américaines si une telle attitude s'intensifie et se réitère. Très récemment, l'ESMA s'est exprimée sur la possible extension du passeport AIMF introduit en 2013 aux acteurs américains. Ce passeport permet aux sociétés de gestion appliquant intégralement la directive AIFM de commercialiser leurs fonds et d'étendre leurs activités librement dans l'UE. L'ESMA n'a pas autorisé l'ouverture de ce passeport au profit des sociétés de gestion américaines. Elle a, en fait, reporté son appréciation et sa décision jusqu'à ce que les États-Unis garantissent un accès équitable aux marchés américains pour les sociétés de gestion européennes. Cette interdiction est considérée comme «*a negotiating tactic to force a level playing field in compliance between jurisdictions*»<sup>1383</sup>. «*By delaying its decision on extending the passport to the U.S., ESMA is putting pressure on the country's regulators [...]. There is a degree of negotiation involved in all this. ESMA's stance is not just about investor protection, and there is the bigger issue of global parity at stake. For UK fund managers, ESMA's obstruction of the U.S. provides a glimmer of hope that this*

---

<sup>1379</sup> Antoine GARAPON, «*Deals de justice : le marché américain de l'obéissance mondialisée ?*», interview, Petites affiches, n° 233, 21/11/2013, p. 4.

<sup>1380</sup> Emmanuel ROSENFELD et Jean VEIL, Le Monde, «*Le droit, vecteur de la puissance américaine*», *op. cit.*

<sup>1381</sup> Pour avoir de plus amples informations sur cette affaire voir : Paulo Burnier Da SILVEIRA, «*Le contrôle des concentrations transnationales : perspectives comparées*», *Innovations* 2011/2 (n°35), p. 147 et s.

<sup>1382</sup> Pour avoir de plus amples informations sur cette affaire voir : *Ibid.*, p. 150 et s.

*may force a level playing field between the U.S. and Europe*»<sup>1384</sup>. Ainsi, pour certains auteurs, «"œil pour œil, dent pour dent" serait la première des parades»<sup>1385</sup>. Mais comme le signale ces mêmes auteurs, «le déséquilibre économique en limiterait singulièrement l'efficacité»<sup>1386</sup>. La sanction des entreprises américaines comme riposte n'est peut-être pas le meilleur moyen par lequel l'Europe peut exprimer son mécontentement à propos de l'application extraterritoriale du droit américain, mais il n'en reste pas moins un outil qu'elle peut utiliser si nécessaire.

L'Union européenne peut aussi réagir devant les organisations internationales. On cite à titre d'exemple, le dépôt de plainte devant l'OMC contre les *foreign sales corporations*. Cette loi contenait des dispositions pouvant discriminer les filiales d'entreprises multinationales établies aux États-Unis, dont des sociétés européennes. Après plusieurs condamnations, par l'OMC, du régime fiscal américain des FSC (Foreign Sales Corporation)<sup>1387</sup>, les États-Unis ont fini par adopter une loi abrogeant le régime fiscal des FSC, suite au jugement de l'OMC en faveur de l'Union européenne. En outre, la France peut s'appuyer sur la Convention franco-américaine d'établissement du 25 novembre 1959<sup>1388</sup> pour contester l'application extraterritoriale du droit américain aux entreprises françaises. L'article premier de cette convention prévoit que chacune des parties doit accorder un traitement équitable aux ressortissants et sociétés de l'autre partie contractante. Étant donné que la convention prévoit la compétence de la Cour internationale de justice en cas de différend<sup>1389</sup>, la France pourrait ainsi élever les contentieux visant ses entreprises devant cette juridiction<sup>1390</sup>. Il est légitime de s'étonner que la France n'ait pas eu recours à ce moyen, afin de défendre les intérêts de ses entreprises régulièrement visées par des amendes colossales de la part des autorités américaines. Ces sanctions favorisent, selon la doctrine française, les entreprises américaines au détriment de

<sup>1383</sup> Alex DAVIDSON, «ESMA withholds EU passport from U.S. hedge funds to force parity in compliance», Aug 03 2015, *Thomson Reuters*, available at: <http://www.complinet.com/global/news/news/article.html?ref=180460>.

<sup>1384</sup> Annoncé de M. Ben Blackett-Ord, directeur général de Bovill, voir l'article d'Alex DAVIDSON, *Ibid.*

<sup>1385</sup> Francis GUTMANN, «Quelles parades ?», *op. cit.*

<sup>1386</sup> *Ibid.*

<sup>1387</sup> Condamnations du 24 février 2000, du 20 août 2001 et du 30 août 2002, voir : «Les relations économiques États-Unis - Union européenne – Chronologie», *La documentation Française*, 30/03/2008, en ligne : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/d000054-les-relations-economiques-etats-unis-union-europeenne/chronologie>.

<sup>1388</sup> Convention d'établissement entre la France et les États-Unis d'Amérique, 25 novembre 1959, JORF, 15 décembre 1960, p. 11220.

<sup>1389</sup> *Ibid.*, Article 16.2.

<sup>1390</sup> AUDIT Mathias, BISMUTH Régis et MIGNON-COLOMBET Astrid, «Sanctions et extraterritorialité du droit américain : quelles réponses pour les entreprises françaises ?», *La Semaine Juridique - Édition Générale*- N° 1-2 -12 janvier 2015, p. 65.

leurs concurrentes étrangères. «*Les soupçons sont lourds d'une politique dirigée en fait contre nos entreprises*», dénonce un auteur français<sup>1391</sup>. Les affaires BNP<sup>1392</sup>, Alstom<sup>1393</sup>, Renault<sup>1394</sup> et Peugeot<sup>1395</sup> n'en sont que des exemples.

L'Union européenne et les États membres peuvent aussi exposer leur objection à l'application extraterritoriale du droit boursier américain sous la forme d'un mémoire d'*amicus curiae*, comme cela a été le cas dans l'affaire Morrison. Une telle objection devant les juridictions américaines sert à signaler les problèmes potentiels qui peuvent se produire suite à l'application extraterritoriale des lois américaines. Comme l'a signalé le gouvernement du Royaume-Uni dans son *amicus curiae* dans l'affaire Kiobel, «*The Governments are, therefore, opposed to broad assertions of extraterritorial jurisdiction over alien persons arising out of foreign disputes with little, or no, connection to the United States («U.S.»)*»<sup>1396</sup>. L'Union européenne et les États membres peuvent également contester politiquement les textes américains ayant des effets extraterritoriaux, comme l'a fait très récemment la France en ce qui concerne les sanctions américaines unilatérales contre la Russie, l'Iran et la Corée du Nord. D'après la France, la portée extraterritoriale de ces

---

<sup>1391</sup> David EPAUD, «Extraterritorialité : quand le droit devient un instrument de puissance», *La Tribune*, 03/11/2016, en ligne : <http://www.latribune.fr/>.

<sup>1392</sup> Voir dans ce sens, SYNFIE, «L'extraterritorialité ou l'extension du domaine de la lutte», *op. cit.*, p. 5.

<sup>1393</sup> Voir dans ce sens, Pascal RICHÉ, «Enquêtes, sanctions, chantages... Comment les États-Unis ciblent les entreprises européennes», *op. cit.*

<sup>1394</sup> Georges MALBRUNOT, «En Iran, l'offensive discrète des entreprises américaines», *Le figaro*, 04/10/2013 ; Alain-Gabriel VERDEVOYE, «Quand Obama oblige Renault à quitter l'Iran... à son grand dam», *La Tribune*, 26/07/2013.

<sup>1395</sup> François ASSELINEAU, «Haute trahison ou crétinerie ? Le sabotage de la présence française en Iran», *Union Populaire Républicaine*, 16 octobre 2013 , en ligne : <https://www.upr.fr/actualite/monde/haute-trahison-cretinerie-sabotage-presence-francaise-en-iran>. D'après ASSELINEAU, «*Le retrait de Peugeot et de Renault d'Iran, sur ordre des États-Unis et sans contestation du gouvernement français, est une nouvelle manifestation de la soumission de la France aux diktats américains*».

<sup>1396</sup> Brief of the government of the Kingdom of the Netherlands and the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland as amici curiae in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Esther Kiobel, et al. v. Royal Dutch Petroleum Co., et al.*, available at:

[http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/supreme\\_court\\_preview/briefs/10-1491\\_neutralamcunetherlands-uk-greatbritain-andirelandgovs.authcheckdam.pdf](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/supreme_court_preview/briefs/10-1491_neutralamcunetherlands-uk-greatbritain-andirelandgovs.authcheckdam.pdf).

Dans son *amicus curiae* dans l'affaire Morrison le gouvernement du Royaume-Uni souligne que «*Although there is no U.K. party in this case, the broad assertion of extraterritorial jurisdiction by United States courts implicates the legitimate sovereign interests and policy choices of the United Kingdom. The risk of infringing upon the sovereignty of other nations is a particular concern with respect to the regulation of securities transactions, especially in cases involving foreign purchasers, a foreign issuer, and alleged harm suffered in transactions on a foreign securities exchange*».

textes apparaît «*illicite au regard du droit international*», et menace des entreprises européennes (comme la société française Engie), partenaires du projet de gazoduc russe vers l'Allemagne<sup>1397</sup>. Ainsi, la porte-parole du Quai d'Orsay, Agnès Romatet, estime que «*pour nous prémunir contre les effets extraterritoriaux de la législation américaine, il nous faudra travailler à la fois à l'adaptation de nos dispositifs nationaux et à l'actualisation des dispositifs européens*»<sup>1398</sup>. La Commission européenne a, quant à elle, exprimé son inquiétude concernant leur «*possible impact sur l'indépendance énergétique de l'UE*», ainsi que «*leurs conséquences politiques négatives possibles*»<sup>1399</sup>. La Commission européenne rappelle qu'elle est prête à agir de façon appropriée en l'espace de quelques jours si ces inquiétudes ne sont pas suffisamment prises en compte<sup>1400</sup>.

Alors que l'Europe doit s'armer pour imposer aux États-Unis un traitement d'égal à égal, il faut avoir conscience des conséquences des ripostes menaçantes. La France n'a pas que des sermons à donner, elle aussi a adopté des dispositions ayant une application extraterritoriale. Les mesures hostiles mettent de surcroît les personnes et sociétés concernées dans un état critique puisqu'elles se trouvent soumises à des obligations contradictoires. Une fois la décision américaine prise, les sociétés européennes s'y plient malgré l'objection de leurs autorités nationales. Après tout, il faut être réaliste et comprendre que nous vivons dans un monde asymétrique. Il n'est pas facile de dissuader le plus fort, il faut le convaincre. Cela ne veut pas dire, comme nous allons le voir plus loin, que ces *mesures de défense* ne sont pas nécessaires, mais la meilleure voie est la coopération, et plus précisément, la coopération au sein des organisations internationales.

## 2. La nécessaire réaction de l'UE face à la domination américaine

L'Europe ne peut pas rester les bras croisés devant des pouvoirs qui n'hésitent pas à

<sup>1397</sup> REUTERS, La France juge illicites les sanctions US contre la Russie, *Reuters*, 26/07/2017, en ligne : <https://fr.reuters.com/article/topNews/idFRKBN1AB1O3-OF RTP>.

<sup>1398</sup> Déclaration de la porte-parole du Quai d'Orsay, Agnès Romatet. Voir CHALLENGES, La France vent debout contre les sanctions américaines "illicites" contre la Russie, *Challenges*, 26.07.2017, en ligne : [https://www.challenges.fr/monde/etats-unis/la-france-et-l-ue-vent-debout-contre-les-sanctions-americaines-illicites-contre-la-russie\\_489735](https://www.challenges.fr/monde/etats-unis/la-france-et-l-ue-vent-debout-contre-les-sanctions-americaines-illicites-contre-la-russie_489735).

<sup>1399</sup> LE PARISIEN, L'Union européenne «inquiète» des sanctions américaines contre la Russie, *Le Parisien*, 26 juillet 2017, en ligne : <http://www.leparisien.fr/international/l-union-europeenne-inquiete-des-sanctions-americaines-contre-la-russie-26-07-2017-7158309.php>.

<sup>1400</sup> CHALLENGES, La France vent debout contre les sanctions américaines "illicites" contre la Russie, *op. cit.*

sanctionner les opérateurs boursiers de la planète. Ce genre de *Kidnapping économique*, ou *abus manifeste de position dominante* comme l'écrit un auteur<sup>1401</sup>, met en danger non seulement les opérateurs européens mais aussi la politique réglementaire européenne. Nous vivons dans une époque où les États-Unis cherchent à imposer au monde entier leur volonté, leur droit et leurs règles<sup>1402</sup> en utilisant toute leur puissance politique et économique<sup>1403</sup>. Une résistance européenne est donc nécessaire car, comme l'écrit un auteur, cette prééminence du droit américain conduit à changer les repères. Elle change les repères pour les professionnels et change également les repères pour les acteurs économiques<sup>1404</sup>. Pour pouvoir résister il faut avant tout rendre le marché européen plus attractif et le droit européen plus pragmatique. Si les États-Unis exportent aujourd'hui leur droit, c'est parce qu'il répond aux questions pratiques de la vie des affaires<sup>1405</sup>. Comme l'explique Antoine Garapon, «*La grande force des Américains consiste précisément à reconnaître l'impuissance du système traditionnel et à en inventer un autre, je trouve que c'est très positif. En France, nous continuons de croire et de faire croire que notre justice peut assumer de tels dossiers alors que nous n'en avons ni les moyens matériels ni les moyens intellectuels*»<sup>1406</sup>. L'Europe doit s'armer d'un système juridique pragmatique et compétitif parce que, les systèmes juridiques sont aussi eux-même en concurrence. Là seulement, la résistance trouve son intérêt.

La France a un intérêt particulier dans cette lutte d'influence. Elle doit défendre un patrimoine très riche qui est le droit français. Celui-ci a influencé l'élaboration du droit de plusieurs pays et a été pendant longtemps exporté à l'étranger. Aujourd'hui, il a moins d'importance qu'auparavant. Cependant, le droit français offre, sur la scène internationale, des solutions concurrentes aux problèmes à caractère transfrontalier. En matière boursière, il subit une influence

---

<sup>1401</sup> Jean-Pierre CHEVÈNEMENT, «Les sanctions commerciales imposées par les États-Unis et leurs conséquences sur le droit et les normes au niveau global», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

<sup>1402</sup> Voir dans ce sens, Jean-Michel QUATREPOINT, «Une offensive judiciaire globale», *op. cit.*

<sup>1403</sup> Sénat, La France et l'Iran : des relations économiques et financières à reconstruire, rapport d'information n° 605 (2013-2014), *op. cit.*

<sup>1404</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *op. cit.*, p. 26.

<sup>1405</sup> Antoine GARAPON, «Deals de justice : le marché américain de l'obéissance mondialisée ?», *op. cit.*, p. 4. M. GARAPON souligne que ce qui est intéressant : «*c'est d'observer comment une question classique comme celle de la corruption est réglée de manière absolument nouvelle et parfaitement efficace par les Américains, tandis que la France peine à lutter réellement contre la corruption*». En analysant l'émergence d'une nouvelle procédure américaine, qu'il a appelé *Deals de justice*, M. GARAPON explique que cette procédure «*plaît aux entreprises parce qu'elle parle leur langage, celui de la rapidité, de l'efficacité, de la négociation*».

<sup>1406</sup> *Ibid.*, p. 4.

importante du droit américain mais il garde sa particularité, tel que par exemple le rôle plus important du gouvernement dans la réglementation et les poursuites, comme en témoigne le recours à des actions publiques, ou telle que la nécessaire convenance des solutions apportées dans ce domaine à l'ordre public, et en particulier à l'ordre public économique. L'application extraterritoriale du droit américain peut donc interférer avec la politique réglementaire française et peut entrer en collision avec les principes généraux du droit français. Cette réalité concerne aussi bien les autres pays. La résistance permet donc de préserver les cultures réglementaires boursières locales disparates. Prenons l'exemple d'un délit d'initié à caractère transfrontalier impliquant le droit français et américain. Une telle affaire implique une règle de fond partagée qui est la répression du manquement commis en utilisation des informations privilégiées. Cependant, la mise en œuvre de cette règle dans le droit interne s'opère de manière différente et comporte des normes connexes qui ne sont pas forcément partagées. Certaines sont d'ordre procédural. Les procédures américaines de *class action* adoptées en droit français ont pour cette raison été ajustées pour répondre aux exigences de l'ordre public français. Les procédures de *pre-trial discovery* sont un autre exemple. Alors que l'objectif est le même, en l'occurrence la répression du délit d'initié, les mesures adoptées dans chaque pays pour redresser le comportement illégal reflètent souvent des divergences de vues sur les moyens appropriés de la réglementation. L'application extensive des dispositions boursières américaines interfère donc avec la politique des autres États dans la répression des manquements commis sur leurs marchés, ce qui peut enfariner le développement des poursuites dans ces pays. Ce problème préoccupe le gouvernement français qui a estimé, dans son *amicus curiae* dans l'affaire Morrison, que l'application extraterritoriale du droit boursier américain constitue une sorte d'ingérence déraisonnable dans les intérêts souverains des autres États. En particulier, permettre aux opérateurs étrangers de porter leurs litiges devant les juridictions américaines nuit à l'intérêt des autorités françaises dans la répression des délits boursiers : «*If such lawsuits were permitted, U.S. courts would become a magnet for foreign plaintiffs who believe they can obtain a better result in the U.S. than they can under their nation's laws. French regulatory authorities and courts would have greater difficulties reaching resolutions of such disputes if a complainant believed it had the option of bypassing the French regulatory system altogether by filing a lawsuit in the U.S. That sort of international Forum Shopping would undermine the laws of other nations while imposing an unnecessary burden on U.S. courts*»<sup>1407</sup>.

---

<sup>1407</sup> Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents at 5, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, *op. cit.* Voir dans le même sens, *RJR Nabisco, Inc. v. European Community*, *op. cit.*, considérant que : «*Numerous foreign countries... advised us... "to apply [U. S.] remedies would unjustifiably permit their citizens to bypass their own less generous remedial schemes, thereby upsetting a balance of competing considerations that their*



Plus important encore, la France (et l'Europe en général) doit réagir. En effet, étant un souverain et responsable, la France a un rôle à jouer dans la préservation de l'ordre au sein de la communauté internationale. L'application extraterritoriale du droit boursier américain aux activités transfrontalières trouble l'ordre que la loi apporte à la communauté internationale, de manière qui, d'après l'Europe et les États membres, apparaît comme une violence au droit international. Dans son *amicus curiae* dans l'affaire *Kiobel*, la Commission européenne a souligné que : «*To preserve harmonious international relations, States and international organizations such as the European Union must respect the substantive and procedural limits imposed by international law on the authority of any individual State to apply its laws beyond its own territory. The European Union also has a concrete interest in ensuring that EU-based natural and legal persons are not at risk of being subjected to the laws of other States where extraterritorial application of laws does not respect the limits imposed by international law. The European Union must ensure that its cooperation with and provision of economic, financial, and technical assistance to non-EU nations does not expose the European Union to impermissible exercises of extraterritorial jurisdiction by another State in contravention of international law*»<sup>1408</sup>.

La France et le Royaume-Uni ont également souligné dans leurs *amicus curiae* présentés aux juridictions américaines dans certaines affaires, l'incompatibilité de l'application extraterritoriale du droit boursier américain avec le droit international. Ainsi, le Royaume-Uni estime que : «*Jurisdictional restraints are a fundamental underpinning of the international legal order and are essential to maintaining international peace and comity... [extraterritorial] assertions of jurisdiction are contrary to international law and create a substantial risk of jurisdictional and diplomatic conflict. They may also prevent another State with a greater nexus to such cases from effectively resolving a dispute*»<sup>1409</sup>.

---

*own domestic antitrust laws embody*».

<sup>1408</sup> Brief of the European Commission on behalf of the European Union as *amicus curiae* in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum*, available at: [http://www.sdshhllaw.com/pdfs/European%20Commission%20on%20Behalf%20of%20the%20European%20Union%20\(Revised\).pdf](http://www.sdshhllaw.com/pdfs/European%20Commission%20on%20Behalf%20of%20the%20European%20Union%20(Revised).pdf).

Voir également dans le même sens, Brief of *amicus Curiae* the European Commission in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Sosa v. Alvarez-Machain*, available at: [https://www.google.fr/search?client=safari&rls=en&q=Brief+of+amicus+Curiae+the+european+Commission+in+support+of+neither+party.+Sosa+v.+alvarez-Machain.&ie=UTF-8&oe=UTF-8&gfe\\_rd=cr&ei=ehWrWKmsG4TA8geKyZfQAg](https://www.google.fr/search?client=safari&rls=en&q=Brief+of+amicus+Curiae+the+european+Commission+in+support+of+neither+party.+Sosa+v.+alvarez-Machain.&ie=UTF-8&oe=UTF-8&gfe_rd=cr&ei=ehWrWKmsG4TA8geKyZfQAg).

<sup>1409</sup> Brief of the government of the Kingdom of the Netherlands and the United Kingdom of Great Britain and Northern

Par conséquent, la grande bataille de l'Europe est de persuader les États-Unis qu'une politique de compétence extraterritoriale excessivement confirmée, qui apparaîtrait hégémonique et qui pourrait menacer l'ordre international, ne sert ni les intérêts américains dans la protection des investisseurs et des marchés boursiers, ni l'intérêt plus important d'éviter des conflits entre les États souverains et dans la préservation de la stabilité et l'entente internationale. L'Europe est aujourd'hui en position de défense contre l'hégémonie américaine. En face de la superpuissance, il faut éviter toute riposte frontale. Si une riposte est nécessaire, elle est davantage admissible et efficace si elle est entreprise au sein des organisations internationales. L'Europe et les États-Unis détiennent des systèmes juridiques suffisamment matures, solides et organisés<sup>1410</sup>. La coopération entre ces deux systèmes permet d'un côté, d'éviter que l'un s'impose sur l'autre, et, de l'autre côté, d'offrir des occasions de dialogue pour trouver des solutions à des problèmes internationaux.

## **Paragraphe 2. L'application extraterritoriale du droit boursier : une occasion de rencontre et de rapprochement dans l'objectif de promouvoir la coopération transatlantique**

Les opérateurs boursiers cherchent de plus en plus des produits, services ou financements sur des marchés étrangers. De ce fait, les pays perdent le contrôle complet sur les activités financières. Certaines autorités essaient de ré-encadrer ces activités à travers l'extension du champ d'application spatiale de leurs droits. Tant la France que les États-Unis ont des lois d'application extraterritoriale. Cependant, la puissance des États-Unis les établit dans une position leur permettant d'appliquer leurs lois de manière extraterritoriale et parfois malgré l'objection des autres pays. La France, en tant que membre de l'Union Européenne, essaie de ne pas réduire le débat à une simple opposition à cette attitude. Avec les autres autorités compétentes des pays membres et les autorités communautaires, les autorités françaises tentent de résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale des législations américaines en favorisant la voie coopérative sur une base d'égal à égal. L'augmentation de la puissance de l'Union Européenne a ouvert la voie à un dialogue sérieux. Les autorités européennes et celles des États membres sont davantage capables aujourd'hui de transmettre leurs inquiétudes à leurs homologues américaines. En réponse, celles-ci ont essayé de Irland as amici curiae in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Esther Kiobel, et al. v. Royal Dutch Petroleum Co., et al, op. cit.*

<sup>1410</sup> Marie-Anne FRISON-ROCHE, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *op. cit.*, p. 26.

limiter l'extension spatiale de leurs lois. Cependant, il est avéré que l'unilatéralisme n'est pas suffisant pour répondre à un problème global. Les États-Unis ont donc pris conscience qu'il faut coopérer avec les autorités compétentes des autres pays. Ils ont effectivement mené de nombreuses modifications pour apaiser les craintes des instances européennes. La loi Dodd-Frank demande ainsi aux autorités de régulation américaines de prendre en compte les effets extraterritoriaux de certaines dispositions américaines et de consulter, coordonner et coopérer avec les autorités réglementaires étrangères afin de promouvoir une réglementation boursière mondiale efficace et cohérente<sup>1411</sup>. Un rapprochement, et si possible, une unification des règles boursières se présente ainsi comme un moyen adéquat pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier national. Le développement actuel de la régulation boursière montre que le dialogue transatlantique conduit à une meilleure compréhension des engagements, des objectifs et des urgences nationales de chaque pays. Les résultats qui ont été atteints à la suite du dialogue, permettent de dire qu'un rapprochement entre les différents systèmes juridiques, autour de certaines questions réglementaires boursières, serait possible à court et moyen terme.

#### **A. La nécessité de limiter l'application extraterritoriale des lois boursières**

La nécessité de limiter l'application extraterritoriale des lois boursières concerne tout droit qui a été conçu pour avoir une telle application. Cette limitation concerne le droit boursier français dont certaines dispositions peuvent avoir une application extraterritoriale, mais elle concerne essentiellement le droit boursier américain qui, depuis longtemps, s'applique de manière extraterritoriale. Les États-Unis utilisent l'extraterritorialité, pour répondre à l'inefficacité actuelle des mécanismes traditionnels du droit international face aux défis de la globalisation financière, et pour assurer l'intégrité des marchés boursiers américains afin de promouvoir les flux de capitaux des sociétés américaines. Comme expliqué précédemment, cette attitude a également pour objectif de changer le droit international dans le but de préserver les intérêts américains.

L'utilisation de l'extraterritorialité par un État puissant, tel que les États-Unis, peut dans certains cas donner des résultats attendus. L'exemple de la loi *Sarbanes-Oxley* (SOX) l'illustre. Cette loi a été adoptée, aux États-Unis, suite aux nombreux scandales financiers et en particulier ceux d'Enron et de Worldcom. Elle a pour objectif de réinstaurer la confiance des investisseurs dans

---

<sup>1411</sup> Sections 719(c) and 752(a), Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, *op. cit.*

les systèmes financiers. Après l'adoption de cette loi américaine, plusieurs pays, tel que la France, l'Angleterre et le Japon, ont apporté des modifications à leurs lois en matière de gouvernance d'entreprise<sup>1412</sup>. En France, la loi de sécurité financière (LSF) a été comparée à la loi SOX, tellement qu'un auteur s'est demandé si la loi de sécurité financière n'était pas une loi *Sarbanes-Oxley* à la française, bien que le périmètre de la LSF soit plus large<sup>1413</sup>. La loi SOX a influencé les principes de gouvernance d'entreprise en France, en particulier en ce qui concerne la mise en place d'autorité de contrôle, l'exigence d'administrateurs indépendants et l'obligation de certification des comptes par les CEO. L'Europe a également modifié la huitième directive du 10 avril 1984 sur le contrôle légal des comptes, par la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 sur les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés, en s'inspirant de la loi SOX<sup>1414</sup>. L'OCDE a modifié ses principes de gouvernement d'entreprise. Comme l'écrit un auteur, «*en recommandant la mise en œuvre de procédure de contrôle interne de l'entreprise, les principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE confirment la thèse selon laquelle l'extraterritorialité serait un instrument efficace et rapide de reshape of international law ; les États-Unis ont en édictant cette loi nationale à portée extraterritoriale inciter les États à lui conférer validité et force exécutoire tant dans leur ordre interne que dans l'ordre international*»<sup>1415</sup>.

Ces changements réglementaires initiés à la suite de l'adoption de la loi américaine montrent que l'extraterritorialité est un moyen efficace et rapide permettant la modification de la loi internationale. Cependant, l'extraterritorialité n'est pas seulement un moyen efficace. Elle est aussi arbitraire et conflictuelle. C'est un moyen hostile et coercitif qui soulève de la part d'autres pays des objections. La loi *Sarbanes-Oxley* a été largement critiquée par les autorités non-américaines pour ses effets extraterritoriaux. L'extraterritorialité ne respecte pas le principe de souveraineté et d'égalité entre les États souverains. Elle risque de créer des situations conflictuelles : conflits de lois, de compétence et de souveraineté. Ce qui peut engendrer des réactions diplomatiques et juridiques, en particulier de la part des partenaires des États-Unis, telle que l'adoption des lois de

---

<sup>1412</sup> Leïla sadoun MEDJABRA, *l'extraterritorialité en droit international économique*, (Doctorat: Droit: Paris I : 2012), p. 259.

<sup>1413</sup> Clémentine de BROSES, «Impact de la loi Sarbanes-Oxley en France : l'essor du gouvernement d'entreprise ?», en ligne : <http://blogs.u-paris10.fr/content/impact-de-la-loi-sarbanes-oxley-en-france-l%E2%80%99essor-du-gouvernement-d%E2%80%99entreprise-par-cl%C3%A9mentin>.

<sup>1414</sup> Éric CAFRITZ, Olivier GENICOT et Xavier BOUCOBZA, «La loi Sarbanes-Oxley et le droit européen», *Les Echos*, 29/08/2007, en ligne : [http://www.lesechos.fr/29/08/2007/LesEchos/19992-052-ECH\\_la-loi-sarbanes-oxley-et-le-droit-europeen.htm](http://www.lesechos.fr/29/08/2007/LesEchos/19992-052-ECH_la-loi-sarbanes-oxley-et-le-droit-europeen.htm).

<sup>1415</sup> Leïla sadoun MEDJABRA, *l'extraterritorialité en droit international économique*, *op. cit.*, p. 260.

blocage. Pour les opérateurs boursiers, cela est inefficace, coûteux et peut conduire à une insécurité juridique. Elle conduit à la frustration des activités économiques productives et nuit au développement économique global. En bref, l'extraterritorialité crée des problèmes économiques et politiques et nuit aux relations internationales. En outre, elle suscite des problèmes juridiques, tels que des conflits de compétence et de lois, elle engendre également une multiplication des poursuites pour les mêmes faits et ainsi une pluralité de jugements et d'exécution de ces jugements et donc de coût de ces poursuites présentant peu d'intérêts nationaux.

Pour toutes ces raisons, limiter l'application extraterritoriale doit être une priorité, non seulement pour les autorités américaines mais aussi pour toute autorité compétente nationale ou régionale. L'adoption d'une règle juridique claire qui limite la compétence extraterritoriale favorise la liquidité ainsi que l'intégrité des marchés financiers et favorise la courtoisie, la coopération et le droit international.

## **B. L'insuffisance des mécanismes existant actuellement en droit interne et international limitant la portée de l'extraterritorialité**

Il existe plusieurs principes en droit interne et international qui permettent de limiter l'application extraterritoriale agressive des droits nationaux.

**Le principe de courtoisie internationale** vise à éviter les conflits et les décisions contradictoires résultant de l'application extraterritoriale du droit national d'un État. Ce principe constitue une auto-limitation à l'application du pouvoir étatique à des personnes ou activités de manière extraterritoriale. La SEC note dans son étude «*Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934*» que : «*International comity requires each jurisdiction to recognize the laws and interests of the other jurisdictions with respect to persons and activities outside its territory, and thus helps ameliorate potential conflicts among the jurisdictions*»<sup>1416</sup>.

---

<sup>1416</sup> SEC, *Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 -- As Required by Section 929Y of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, op. cit., p. 10.

Ce principe permet à une juridiction compétente, dans un litige donné, de se soustraire au profit de la juridiction d'un autre État qui présente des intérêts plus importants. La courtoisie internationale implique donc l'exercice de la modération dans l'affirmation de la compétence par tous les pays concernés par un litige<sup>1417</sup>. Ainsi, Un État se doit de reconnaître les intérêts du pays sur le territoire duquel s'est déroulée l'opération boursière, dans la mesure où, la protection des marchés ou des investisseurs y intervenant, présente de plus grands intérêts pour celui-ci. Alors que ce principe est mis en œuvre dans certains cas<sup>1418</sup>, les pratiques montrent que les intérêts nationaux prévalent et que par conséquent, la courtoisie internationale, dans de nombreuses situations, n'est pas prise en considération. Ainsi, un auteur a souligné que s'il y avait un consensus international à propos de la portée extraterritoriale des lois nationales, les intérêts de chaque État, poussé par le respect de la courtoisie internationale, pourraient être protégés par une approche qui encouragerait les juridictions à restreindre l'exercice de leur compétence<sup>1419</sup>. En attendant un tel consensus, il faut donc avoir recours à un autre principe pour limiter la portée extraterritoriale de certaines lois boursières.

**Le principe conventionnel de la prévention et de la résolution des obligations contradictoires** : l'application extraterritoriale des lois boursières aux opérateurs étrangers peut soumettre ceux-ci à des obligations incompatibles avec celles de leurs pays d'origine. Ces derniers peuvent, en réponse à de telles pratiques, édicter des lois de blocage qui interdisent à leurs

---

<sup>1417</sup> La Cour d'appel du neuvième Circuit a jugé que l'article 40 de *Restatement (second) of foreign relations law*, disposant que «*each state is required by international law to consider, in good faith, moderating the exercise of its enforcement jurisdiction*», indique que «*jurisdictional forbearance in the international sitting is more a question of comity and fireness than on of national power*», *Timberlane LBR. CO. v. Bank of America, N.T. & S.A.*, 549 F2d 597 (1976).

<sup>1418</sup> Dans l'affaire *Paraschos v. YBM Magnex International*, le Tribunal a jugé que «*In light of the foregoing reasons, the Court finds that Canada's interests in this action have become abundantly clear and that the action is now so overwhelmingly dominated by Canadian interests it should be dismissed in deference to Canadian law and the Canadian courts on the basis of international comity. The Court concludes that Canada has a greater interest than the United States in the subject matter of this case, that dismissal of the instant action would not be contrary or prejudicial to the interest of the United States, and that this action would be duplicative of the many related proceedings pending before Canadian courts*», *Paraschos v. YBM Magnex Intern., Inc.*, 130 F. Supp. 2d 642 (E.D. Pa. 2000). Un autre tribunal a souligné que : «*Such deference to the executive, legislative, and judicial acts of a foreign nation "fosters international cooperation and encourages reciprocity, thereby promoting predictability and stability through satisfaction of mutual expectations*», *Iwanowa v. Ford Motor Co.*, 67 F. Supp. 2d 424, 490 (D.N.J. 1999).

<sup>1419</sup> Salil K. MEHRA, «*Extraterritorial Antitrust enforcement and the Myth of International Consensus*», *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol 10 : 191-1999, p. 220.

nationaux de répondre aux exigences des lois étrangères, ce qui constitue également une source génératrice d'obligations contradictoires. Ainsi, pour encourager les activités boursières et la croissance économique, il est nécessaire de limiter les obligations contradictoires et par conséquent, les situations d'application extraterritoriale du droit national. Dans cet objectif, l'OCDE dans sa déclaration sur l'investissement international et les entreprises multinationales de 1976<sup>1420</sup>, incite les États à résoudre ce problème par la coopération. Les États tentent souvent de résoudre ce problème de manière unilatérale. Ils essaient de limiter le champ d'application de leurs lois pour éviter et résoudre les situations présentant des obligations contradictoires. Cependant, l'unilatéralisme s'avère inefficace pour résoudre le problème de l'application extraterritoriale qui constitue l'une des sources de la survenance des obligations contradictoires.

**Le principe de raison (the principle of *reasonableness* or *Reasonable Exercise of Jurisdiction*)** permet de résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale des lois nationales. Si l'on prend en considération les menaces que présente l'application extraterritoriale pour les activités boursières transfrontières, ce principe est important. Il signifie que l'exercice de la compétence doit être raisonnable. Autrement dit, un tribunal doit non seulement vérifier si l'intérêt national, dans la régulation d'une activité boursière donnée, est suffisant pour déclencher la compétence, mais il doit également évaluer s'il est suffisant par rapport aux intérêts concurrents des autres États concernés par la même activité. Ainsi, l'État devrait refuser d'exercer sa compétence lorsque ses intérêts sont manifestement marginaux par rapport aux intérêts des autres États. Ce principe est mis en œuvre en droit interne<sup>1421</sup> et international<sup>1422</sup>. Néanmoins, l'application du

---

<sup>1420</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development, The OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises, available at: <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/ConsolidatedDeclarationTexts.pdf>.

<sup>1421</sup> L'article 403 de la loi *Restatement (Third) of foreign relations law of the United States* dispose que «*Even when one of the bases for jurisdiction under § 402 is present, a state may not exercise jurisdiction to prescribe law with respect to a person or activity having connections with another state when the exercise of such jurisdiction is unreasonable*». Dans l'affaire *Timberlane*, la Cour d'appel du neuvième circuit a estimé que «*That American law covers some conduct beyond this nation's borders does not mean that it embraces all, however. Extraterritorial application is understandably a matter of concern for the other countries involved. Those nations have sometimes resented and protested, as excessive intrusions into their own spheres, broad assertions of authority by American courts. In any event, it is evident that at some point the interests of the United States are too weak and the foreign harmony incentive for restraint too strong to justify an extraterritorial assertion of jurisdiction*», *Timberlane LBR. CO. v. Bank of America, N.T. & S.A., op. cit.*

<sup>1422</sup> Dans l'affaire des Pêcheries opposant le Royaume-Uni à la Norvège, le juge international a considéré que l'exercice de la compétence doit être modéré et raisonnable, *Affaire des Pêcheries*, Cour internationale de Justice, arrêt du 18

principe de raison est laissée à la discrétion du juge, ce qui révèle le caractère peu contraignant de ce principe. En pratique, les juridictions focalisent leurs examens sur les intérêts nationaux. Lorsqu'il existe des intérêts nationaux, aucune considération pour les intérêts étrangers n'est nécessaire, y compris même si l'application extraterritoriale du droit national, aux transactions étrangères, puisse porter atteinte à la liberté reconnue à chaque État dans la réglementation des activités réalisées sur son territoire. De plus, ce principe est subjectif et peut recevoir plusieurs interprétations, ce qui ne permet pas de déterminer avec certitude la compétence à l'égard des situations transfrontières.

**Les principes d'égalité entre États et de non-ingérence** : le principe d'égalité est un corollaire de la souveraineté. Les États souverains sont juridiquement égaux<sup>1423</sup>. Chaque État exerce une pleine compétence à l'intérieur de son territoire. Il a le droit de choisir son système politique, économique, social et culturel. Le deuxième principe signifie que chaque État doit respecter l'intégrité territoriale et l'indépendance politique et économique des autres États. L'application des lois d'un État, ne doit pas interférer avec la politique législative et réglementaire d'un autre État.

Ces principes de droit international sont une limite à la portée du droit national. Une loi nationale ne doit pas être élaborée ou interprétée en violation du droit international. Ces principes, comme vu précédemment, sont utilisés dans le but de s'opposer à l'application extraterritoriale du droit boursier de certains pays. Ces principes doivent limiter la capacité des autorités nationales à appliquer leurs lois boursières dans les situations transnationales<sup>1424</sup>. Cependant, le problème que pose l'extraterritorialité n'est pas l'absence de principes limitant l'application extraterritoriale du droit national, mais le non-respect par certains États de ces principes. Comme le montre les différents *amicus curiae* déposés auprès de la Cour Suprême dans l'affaire Morrison ainsi que la doctrine, l'application extraterritoriale du droit boursier américain, du fait qu'elle apparaît comme une violation du droit international, a été critiquée.

---

décembre 1951, Recueil 1951, p 141-142.

<sup>1423</sup> Serge SUR, *Relations internationales*, op. cit., p. 204-205 et p. 236 et s ; Serge SUR et Jean COMBACAU, *Droit international public*, op. cit., p. 22-23, les auteurs expliquent que les États sont égaux en tant qu'ils sont souverains. La souveraineté de l'État «est un attribut négatif et signifie qu'aucun pouvoir légal ne peut s'exercer sur lui ; c'est de cette souveraineté, excluant en premier lieu l'existence d'un super-État, que résulte en second lieu l'égalité des États, dont chacun est également dépourvu de pouvoir sur chacun des autres, dans toute la mesure où la détention d'un pouvoir sur un sujet est une négation de la souveraineté de celui-ci»

<sup>1424</sup> Comme le note la Cour Suprême des États-Unis : «the practice of using international law to limit the extraterritorial reach of statutes is firmly established in our jurisprudence», *Hartford Fire Ins. Co. v. California*, op. cit..



### C. L'insuffisance des mesures unilatérales pour résoudre les problèmes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier

Les États-Unis ont conscience, qu'ils ne peuvent réguler seuls, les marchés financiers mondiaux. En effet, comme le signale un auteur «*Extraterritoriality nevertheless provides only a poor solution to the problems of global securities regulation [...] there is no guarantee that a country attempting to apply its laws extraterritorially is implementing socially optimal regulations. Not all regulations are beneficial to the market, and extraterritoriality may lead to a sub-optimally high level of regulatory protection*»<sup>1425</sup>. De plus, les critères d'application extraterritoriale ne sont pas clairs. Les pays qui ont une application extraterritoriale de leurs lois exigent qu'il existe un critère de rattachement minimal avec leur territoire, cependant, l'importance de l'acte pris en compte pour répondre au critère choisi n'est pas clairement précisée. Également, l'extraterritorialité pèse sur les opérateurs boursiers qui, en raison des obligations multiples et parfois contradictoires, subissent des coûts supplémentaires. De même, l'extraterritorialité soulève des objections de la part d'autres États. Aussi, elle peut encourager, les régulateurs boursiers à appliquer extraterritorialement leurs lois afin de donner à leurs marchés l'image la plus sécurisé.

La possibilité accrue, l'intensité et les conséquences potentielles des conflits avec les autres pays en raison de l'application extraterritoriale du droit boursier américain ont poussé les États-Unis à restreindre le champ d'application de leur droit boursier. Le législateur a adopté le principe de raison, dans l'article 403 de la loi *Restatement (Third) of foreign relations law of the United States*, pour prendre en considération les intérêts des autres États concernés par une situation donnée. La SEC a adopté la *Regulation S* et plusieurs exemptions. *Regulation S*, à titre d'exemple, a été adopté dans l'objectif de clarifier la portée extraterritoriale des dispositions d'enregistrement de la loi *Securities Act*. Elle permet aux émetteurs de vendre leurs titres à l'étranger en évitant l'obligation d'enregistrement de la loi suscitée. Les juridictions ont adopté la présomption contre l'application extraterritoriale du droit. Elles ont également appliqué dans certaines affaires, les principes mentionnés plus haut qui permettent de limiter l'application extraterritoriale. Ainsi, la Cour Suprême a jugé que «*the expansion of American business and industry will hardly be encouraged if [...] we insist on a parochial concept that all disputes must be resolved under our laws and in our courts [...]. We cannot have trade and commerce in world markets and international waters exclusively on our terms, governed by our laws, and resolved in our courts*»<sup>1426</sup>. Dans une autre

<sup>1425</sup> Stephen J. CHOI, «Assessing Regulatory Responses to Securities Market Globalization», *op. cit.*, p. 642.

<sup>1426</sup> *The Bremen v. Zapata Off-Shore Co.*, *op. cit.*

affaire, la Cour Suprême estime qu'en traitant des situations transfrontières «*we cannot be unmindful of the necessity for mutual forbearance if retaliations are to be avoided ; nor should we forget that any contact which we hold sufficient to warrant application of our law to a foreign transaction will logically be as strong a warrant for a foreign country to apply its law to an American transaction*»<sup>1427</sup>. Ainsi, la Cour suprême est consciente du risque de la réciprocité de l'application extraterritoriale des dispositions nationales<sup>1428</sup>.

Cependant, résoudre les problèmes résultant de l'application extraterritoriale de manière unilatérale ne semble pas être la solution idéale. En effet, limiter l'application extraterritoriale de manière unilatérale peut être efficace à court terme, seulement ce n'est sûrement pas, à long terme, une solution adéquate. En restreignant unilatéralement l'extraterritorialité des dispositions boursières, les autorités nationales pourraient diminuer les objections d'autres pays, mais cela n'éliminerait pas les conflits de compétence. Comme le note un auteur, «*the main problem is that transnational transactions often invoke the regulatory jurisdiction of many countries, and the nation with the most plaintiff- friendly regime will likely emerge as the primary adjudicator of disputes, contrary to the policies of other interested nations. Certainly, the United States is currently this "most plaintiff-friendly" nation, but that does not have to be the case. Reducing the extraterritorial application of US law will only serve to catapult some other nation into the very same position the United States finds itself in today. The proposals to reform American law may eliminate the American hegemony in transnational securities regulation, but they will only be effective until another regulatory hegemony emerges in some other part of the world*»<sup>1429</sup>. Ainsi, puisque les autres pays, qui cherchent à appliquer leurs lois extraterritorialement, peuvent facilement dissiper les efforts entrepris unilatéralement, la limitation unilatérale de l'application extraterritoriale du droit boursier sans coordination internationale ne semble pas opportune. En outre, des restrictions unilatérales excessives peuvent créer des failles dans la réglementation des fraudes transfrontalières<sup>1430</sup> ; les opérateurs pouvant ainsi structurer leurs opérations pour éviter l'application de certaines dispositions boursières rigoureuses.

---

<sup>1427</sup> Lauritzen v. Larsen, *op. cit.*

<sup>1428</sup> Voir Harvard Law Review, «Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act -Extraterritoriality- RJR Nabisco, Inc. v. European Community», *Harvard Law Review*, [Vol. 130:487-2016], p. 494.

<sup>1429</sup> Joshau G. URQUHART, «Transnational securities fraud regulation: Problems and solutions», *Chicago Journal Of International Law*, Vol. 1, No.2 : 471- 2000, p. 478.

<sup>1430</sup> Junsun PARK, «Global Expansion of National Securities Laws: Extraterritoriality and Jurisdictional Conflicts», *University Of New Hampshire Law Review*, Vol. 12, No.1 : 69-2014, p. 83.

Par conséquent, l'unilatéralisme ne s'avère pas le meilleur moyen pour résoudre les difficultés nées de l'application extraterritoriale du droit boursier. Un auteur a estimé à ce propos que «*Solving the problems posed by extraterritoriality is a challenge that remains to be met. In rising to it, we must recognize that unilateral regulation of the world economy is a goal we have no right to pursue*»<sup>1431</sup>. Cela ne signifie pas que l'unilatéralisme est condamné. La restriction à l'application extraterritoriale du droit boursier américain menée dans l'affaire Morrison ne peut être qu'approuvée. Mais cette approche, utile à court terme et qui peut être rapidement réalisable, doit être accompagnée d'un autre moyen : la coopération internationale. Cette dernière devrait permettre d'établir une convention internationale dressant les difficultés résultant de l'application extraterritoriale du droit et des conflits de compétences à l'égard des situations transfrontalières. La meilleure solution est de reconnaître qu'avec la globalisation financière, les transactions boursières n'ont pas des frontières. Par conséquent les États doivent, plutôt qu'agir unilatéralement, se réunir pour traiter des difficultés qui en résultent<sup>1432</sup>. Au travers la coopération, les États peuvent davantage atteindre leurs objectifs de protection des investisseurs et marchés boursiers. De considérables efforts sont d'ores et déjà entrepris dans ce domaine. Les États sont conscients de la nécessité de travailler ensemble. La coopération a diminué les conflits résultant de l'application extraterritoriale. Mais le chemin à parcourir dans ce domaine reste long.

#### **D. La coopération inter-étatique et la coordination de la réglementation boursière au niveau mondial comme moyen pour éviter les conflits résultant de l'extraterritorialité**

L'extraterritorialité pouvant produire des effets pervers et l'unilatéralisme n'étant pas le moyen approprié pour y faire face, il ne faut pas s'interdire de coopérer. La coopération interétatique permet un rapprochement des normes boursières au niveau mondial et une diminution des risques de conflits nés de l'application extraterritoriale des réglementations nationales disparates. Par conséquent, pour faire face au désordre boursier international résultant d'une telle application, il semble que la meilleure option soit une coordination entre les autorités boursières nationales compétentes. Le professeur Louis D'AVOUT considère que «*Sur le long terme, il est certain qu'une telle coordination, par voie de traité, constitue l'issue désirable. En effet, une pareille coordination,*

<sup>1431</sup> Comment, «Predictability and comity : Toward common principles of extraterritorial jurisdiction», *op. cit.*, p. 1326.

<sup>1432</sup> Voir dans ce sens, IOSCO, Remarks by David Wright Secretary General of IOSCO, The Atlantic Council, Washington, DC 10 December 2012, available at : <https://www.iosco.org/library/speeches/pdf/20121210-Wright-David.pdf>.

si elle est correctement pratiquée, fait disparaître tout problème concret d'extraterritorialité : les points de vue des États sont articulés les uns par rapport aux autres ; ils deviennent prévisibles pour les entreprises et ne génèrent plus de conflits de devoirs juridiques»<sup>1433</sup>. D'importants efforts sont entrepris par l'AMF et la SEC dans ce domaine. Ce qui a conduit, à propos de certaines question, à une coordination et à un rapprochement.

## 1. La coopération entre l'AMF et la SEC

L'application extraterritoriale du droit national s'avère, en fait, peu utile compte tenu des moyens de coopération possibles entre les autorités compétentes nationales. Dans le cadre de leur mission de concours technique à la régulation des marchés financiers, l'AMF et la SEC poursuivent leurs actions de coopération au niveau bilatéral<sup>1434</sup> et multilatéral avec leurs homologues étrangers.

Au niveau bilatéral, l'AMF et la SEC ont depuis longtemps coopéré. En 1989, la COB et la SEC ont signé un accord de coopération destinés à assurer la protection des investisseurs et l'intégrité des marchés, dont l'objectif était d'instituer un système d'assistance mutuelle et de consultation de façon à leurs permettre, dans le cadre des compétences qui leurs sont dévolues, de faire respecter les lois et règlements en vigueur dans les deux pays<sup>1435</sup>. Plus particulièrement, l'accord vise à assurer aux investisseurs le droit de disposer d'informations exactes et rapides de la part des émetteurs, ainsi qu'interdire et sanctionner tout abus du marché. De plus, la COB a signé le 6 juin 1990 un accord d'assistance mutuelle et un accord de reconnaissance mutuelle avec la *Commodity Futures and Trading Commission* (CFTC)<sup>1436</sup>. Conformément à ce dernier accord, les intermédiaires français peuvent demander à la CFTC de bénéficier du programme de

---

<sup>1433</sup> Louis D'AVOUT, «L'extraterritorialité vue de Sirius. - (où il est question d'extraterritorialité "régulatoire", entre autres difficultés actuelles d'un droit mondial des affaires peu coordonné)», *op. cit.*

<sup>1434</sup> Voir par exemple : AMF, «Échanges entre l'AMF, la SEC US et la CFTC US», 14 septembre 2010, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

<sup>1435</sup> Accord d'assistance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Commodities Futures and Trading Commission* (USA), 6 juin 1990, Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse n° 237, juin 1990, p. 38.

<sup>1436</sup> Accord de reconnaissance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Commodities Futures and Trading Commission* (USA), 6 juin 1990, Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse n° 237, juin 1990, p. 44. Accord d'assistance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Commodities Futures and Trading Commission* (USA), *op. cit.*

reconnaissance mutuelle et commercialiser, aux États-Unis, leurs contrats à terme et d'options. Cette possibilité est également ouverte aux intermédiaires américains. En outre, l'accord d'assistance mutuelle organise, entre les deux autorités susmentionnées, un dispositif de coopération et d'assistance en matière d'échange d'informations.

L'AMF et la SEC ont également conclu le 8 juillet 2013 un protocole d'accord concernant l'assistance mutuelle dans la surveillance et le contrôle des gestionnaires et des conseillers de fonds d'investissement alternatifs<sup>1437</sup>. Au travers la signature de cet accord, les deux autorités expriment leur volonté de coopérer en vue de respecter respectivement leur mandats réglementaires, notamment dans les domaines de la protection des investisseurs, de la promotion de l'intégrité des marchés et de l'intégrité financière, et de préserver la confiance et la stabilité systémique. L'AMF a également signé avec le Bureau du contrôleur de la Monnaie (Office of the Comptroller of the Currency, OCC, États-Unis) et le Conseil des gouverneurs du système fédéral de réserve (Board of Governors of the Federal Reserve System, FED, États-Unis) un protocole d'accord concernant l'assistance mutuelle dans la surveillance et le contrôle des gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs et de leurs délégataires et dépositaires qui opèrent au niveau transfrontalier dans leurs juridictions<sup>1438</sup>. Les autorités expriment, par le biais de ce protocole, leur volonté de coopérer en vue de respecter la conformité à la directive AIFM.

Les deux autorités coopèrent entre elles et avec leurs homologues étrangers en particulier en matière d'échanges d'informations, d'enquêtes, de contrôle, de surveillance des marchés et de coopération technique. L'AMF a adressé 451 requêtes d'assistance aux régulateurs de 40 pays

---

<sup>1437</sup> Protocole d'accord concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités couvertes dans le secteur de la gestion d'actifs entre la Securities and Exchange Commission of the United States of America (Commission des valeurs mobilières des États-Unis d'Amérique) (SEC, États-Unis d'Amérique) et l'Autorité des marchés financiers (AMF, France), signé le 8 juillet 2013 et entré en vigueur le 22 juillet 2013, JORF n°0219 du 22 septembre 2015.

<sup>1438</sup> Protocole d'accord concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités visées par la directive AIFM entre le Bureau du contrôleur de la Monnaie (Office of the Comptroller of the Currency, OCC, États-Unis) et le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (Board of Governors of the Federal Reserve System, FED, États-Unis) et l'Autorité des marchés financiers (AMF, France), signé le 26 juin 2013 et entré en vigueur le 22 juillet 2013, JORF n°0219 du 22 septembre 2015. L'AMF a également signé un accord avec the Board of Governors of the Federal Reserve System : Protocole d'accord entre the Board of Governors of the Federal Reserve System et l'Autorité des marchés financiers relatif à la coopération et l'échange d'information relatifs à la participation à la chambre de compensation, LCH.Clearnet SA, à la participation au dépositaire central Euroclear France et au système de règlement-livraison de titres ESES France opéré par Euroclear France, signé le 31 juillet 2015, JORF n°0247 du 24 octobre 2015.

différents en 2014 et 361 en 2013, et a, de son côté, reçu 223 requêtes d'assistance de ses homologues étrangers en 2014 et 194 en 2013<sup>1439</sup> (dont 50 en 2014 et 46 en 2013 ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête par l'AMF)<sup>1440</sup>. Dans la même année, 41 enquêtes ont été terminées dans le cadre d'une assistance portée aux autorités étrangères<sup>1441</sup>. Les requêtes d'assistance adressées à l'AMF concernaient principalement des opérations réalisées via des intermédiaires<sup>1442</sup> ou par des personnes<sup>1443</sup> situées en France sur des titres admis aux négociations sur un marché étranger. L'AMF a adressé 28 demandes d'assistance à la SEC en 2013, 31 en 2014, 26 en 2015 et 34 en 2016. Elle a reçu 11 demandes d'assistance adressées par la SEC en 2013, 15 en 2014<sup>1444</sup>, 15 en 2015 et 11 en 2016<sup>1445</sup>. Il y a lieu de noter qu'en matière d'enquête, les autorités compétentes recourent dans 80% des cas à la coopération internationale. Pour l'AMF, la coopération en matière de surveillance, de contrôle, d'enquêtes<sup>1446</sup> et d'échange d'informations<sup>1447</sup> avec une autorité d'un État non membre de l'UE ou partie à l'accord sur l'EEE reste, en l'absence d'un accord conclu entre les deux autorités, possible sous réserve de réciprocité<sup>1448</sup>.

Pour renforcer le processus de coopération, l'AMF et la SEC ont respectivement signé plusieurs accords avec leurs homologues étrangers. Par le biais de cette coopération, l'AMF apporte son concours à la régulation européenne et internationale des marchés financiers. Elle cherche également à mettre en valeur le marché français, à faciliter la reconnaissance des acteurs français sur l'ensemble des places financières et à favoriser la promotion du modèle européen et français de régulation. Dans cet objectif, l'AMF organise des séminaires de formation, et reçoit des représentants des autorités étrangères pour des entretiens d'intérêt commun et des échanges de

---

<sup>1439</sup> AMF, La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes - La coopération internationale - Rapport annuel de l'AMF de 2014, p. 113.

<sup>1440</sup> Ibid., p. 112.

<sup>1441</sup> AMF, La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes - Les enquêtes menées en 2014 - Rapport annuel de l'AMF de 2014, p. 111.

<sup>1442</sup> AMF, Les transactions et les sanctions – Les sanctions- Rapport annuel de l'AMF de 2013, p 123.

<sup>1443</sup> AMF, La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes - La coopération internationale, *op. cit.*, p. 112.

<sup>1444</sup> Ibid., p. 112-113.

<sup>1445</sup> AMF, L'action de l'AMF en 2016 – La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes – Rapport annuel de l'AMF de 2016, p. 84.

<sup>1446</sup> Article L. 632-16 du code monétaire et financier.

<sup>1447</sup> Ibid., Article L. 632-7.

<sup>1448</sup> AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Joseph Raad, Charles Rosier, Abraham Benhamron et Thomas Xander, du 16 mai 2014, en ligne : <http://www.amf-france.org> ; Voir également : AMF, Décision de la commission des sanctions à l'égard de MM. A, B et C, 12 avril 2013, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

points de vue et d'expériences concrètes sur des sujets liés à la régulation financière. Quant à la SEC, elle tente au travers de la coopération d'apporter son aide au développement des réglementations boursières à l'échelle mondiale. Ainsi, les autorités boursières d'autres pays ont recouru aux expertises et à l'expérience du personnel de la SEC en ce qui concerne le traitement des opérations d'initiés, les manipulations de marché, la gouvernance d'entreprise, les inspections, le blanchiment d'argent et bien d'autres questions liées au développement des marchés et des réglementations<sup>1449</sup>. Comme le note la *Commissioner Kathleen L. Casey*, «*Utilizing a faculty of senior SEC and industry officials, and seasoned practitioners, the technical assistance program has provided training to nearly 2000 regulatory and law enforcement officials from over 100 countries. Such technical assistance helps build good relationships with our regulatory counterparts abroad. We often need the assistance of our counterparts abroad in cross-border enforcement matters and, increasingly, in cross-border supervisory matters. Increasingly, we find that they are pursuing the same wrongdoers that we are, so sharing our best regulatory and enforcement practices redounds directly to our benefit*»<sup>1450</sup>.

## **2. La coopération entre l'AMF et les principaux régulateurs européens et de ces derniers avec leurs homologues américaines**

L'AMF coopère considérablement avec les autorités compétentes des pays membres de l'UE. Les directives Prospectus, Abus de marché et MIF établissent une obligation de coopération entre les autorités compétentes des États membres de l'UE. En plus de la coopération bilatérale entre l'AMF et ses homologues des États membres, l'AMF continue à assurer une présence efficace dans les débats relatifs à la régulation européenne. Elle participe activement aux travaux préparatoires, aux plans d'action, à l'élaboration et la réforme des directives européennes. À titre d'exemple, l'AMF contribue à la réflexion lancée par la Commission européenne et visant la mise en place, d'ici 2019, d'une Union des marchés de capitaux. Dans ce cadre, elle apporte son expertise dans les négociations et l'élaboration de plusieurs textes législatifs européens parmi lesquels : l'accord sur le règlement prospectus, les propositions législatives relatives à la titrisation, la proposition de règlement sur le cadre de redressement et de résolution des chambres de

<sup>1449</sup> Kathleen L. CASEY, «*Testimony Concerning Continuing Oversight on International Cooperation to Modernize Financial Regulation*», SEC Commissioner, Before the United States Senate Banking Subcommittee on Security and International Trade and Finance, July 20, 2010, available at: <https://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts072010klc.pdf>.

<sup>1450</sup> Ibid.

compensation<sup>1451</sup>, ou encore le règlement sur les fonds monétaires et celui sur les indices de référence. Elle a également participé à l'appel à témoignages en vue de réaliser une évaluation sur le cadre réglementaire des services financiers dans l'Union.

Au niveau européen, l'AMF a joué un rôle moteur dans plusieurs dossiers liés à la mise en œuvre technique de directives. Elle a proposé un ensemble de recommandations qui devraient, selon elle, guider l'action européenne. Comme indiqué dans ses rapports annuels de 2015 et de 2016<sup>1452</sup>, l'AMF apporte sa contribution à la négociation de plusieurs textes européens, tels que le règlement sur les fonds monétaires et celui sur les indices de référence. Elle participe à la finalisation, au sein de l'ESMA, des textes d'application nécessaires pour la mise en œuvre du règlement EMIR et la compensation obligatoire des transactions sur instruments dérivés négociés de gré à gré (OTC). Elle contribue également à la finalisation des textes d'application relatifs à la législation sur les marchés d'instruments financiers (MIF) et aux conditions d'ouverture du passeport AIFM aux pays tiers à l'Union européenne. En ce qui concerne le plan d'action sur l'Union des marchés de capitaux (UMC), plusieurs textes ont mobilisé l'AMF tels que ceux relatifs à la titrisation, à la réforme de la directive prospectus et à l'accord sur le règlement prospectus, à la révision de la directive sur le droit des actionnaires, et au règlement sur le cadre de redressement et de résolution des chambres de compensation. L'AMF participe, en particulier, au projet de la Commission de réformer l'architecture de surveillance de l'Union qui devrait permettre aux entreprises, consommateurs et investisseurs européens de bénéficier de marchés financiers plus solides et plus intégrés<sup>1453</sup>.

L'AMF était aussi à l'origine du projet TREM (Transaction Reporting Exchange Mechanism)<sup>1454</sup>. Les efforts que l'AMF a entrepris dans la réforme de la directive relative aux OPCVM illustrent son rôle important dans l'élaboration et le développement de la réglementation européenne. Comme le note l'AMF elle-même, *«les réponses détaillées et précises fournies par l'AMF aux différents stades de la consultation sur la réforme de la directive OPCVM (Livre vert, rapports de groupes d'experts de l'industrie) lui ont permis de devenir l'un des interlocuteurs*

---

<sup>1451</sup> AMF, «Introduction», Rapport annuel 2016, p. 12.

<sup>1452</sup> Ibid., p. 11 et 12 ; AMF, «Introduction», Rapport annuel 2015, p. 10 et 11.

<sup>1453</sup> Commission européenne - Communiqué de presse, *Mettre en place une surveillance financière européenne renforcée et plus intégrée pour l'union des marchés des capitaux*, 20 septembre 2017, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-3308\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-3308_fr.htm).

<sup>1454</sup> AMF, La régulation et la coopération internationales - Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR)- Rapport annuel de l'AMF de 2007, p. 62.



*privilégiés de la Commission européenne sur ces sujets*»<sup>1455</sup>. L'AMF coopère avec les régulateurs des États membres dans le cadre du FESCO (Forum of European Securities Commissions) pour lever les obstacles aux activités financières transfrontières au sein de l'EEE. L'AMF participe également aux travaux de différents groupes d'experts et groupes opérationnels du CESR (tel que, par exemple, CESR-Pol, task force, le groupe d'experts CESR-IM). Elle continue de participer aux travaux de l'ESMA qui a remplacé, depuis le 1er janvier 2011, le CESR, en contribuant, aux côtés de ses homologues européens, à l'élaboration des textes dits de «niveau 3» pour préciser certaines dispositions de la directive AIFM et encourager la convergence des pratiques des régulateurs de l'Union dans l'application concrète de cette directive. Elle coopère aussi avec les autres régulateurs de NYSE Euronext.

L'AMF coopère également avec les autorités des pays tiers. Plusieurs directives européennes encouragent les autorités des pays membres à coopérer avec leurs homologues étrangères. À titre d'exemple, le Règlement N° 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, envisage une coopération avec les autorités des pays tiers afin d'assurer une cohérence entre les dispositions de ce Règlement et les exigences fixées par les pays tiers, évitant ainsi toute possibilité de double emploi à cet égard<sup>1456</sup>.

Les autorités européennes et américaines reconnaissent l'importance de la coopération bilatérale et multilatérale. Elles souhaitent améliorer la coopération relative à l'administration et à l'application de leurs lois boursières<sup>1457</sup>, dans l'objectif d'identifier les risques émergents aux marchés américains et européens et de promouvoir une convergence réglementaire en ce qui concerne la future réglementation boursière<sup>1458</sup>. L'ESMA et la SEC ont conclu un *Memorandum of Understanding*<sup>1459</sup> concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à

<sup>1455</sup> AMF, La régulation et la coopération internationales - La réforme de la directive relative aux OPCVM - Rapport annuel de l'AMF de 2007, p. 86.

<sup>1456</sup> Règlement(UE) No 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Journal officiel de l'Union européenne L 201/1, 27.7.2012.

<sup>1457</sup> Giuseppe BIANCO, «Strengths and weaknesses of the ESMA-SEC supervisory cooperation», In *Regulating and Supervising European Financial Markets, More Risks than Achievements*, Springer International Publishing, 2016, p. 179-180.

<sup>1458</sup> SEC, SEC-CESR Set Out the Shape of Future Collaboration, June 4, 2004, available at : <https://www.sec.gov/news/press/2004-75.htm>.

<sup>1459</sup> U.S. Securities and Exchange Commission and European Securities and Markets Authority, Memorandum of Understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regulated entities, march 2012, available at : [https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_bilateral/esma-](https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_bilateral/esma-)

la surveillance des entités réglementées transfrontalières. En prenant en compte la mondialisation croissante des marchés financiers mondiaux, l'augmentation des opérations transfrontalières et des activités des entités réglementées, ainsi que l'évolution des réglementations nationales, les deux autorités souhaitent coopérer dans le but de remplir leurs mandats réglementaires respectifs, notamment dans les domaines de la protection des investisseurs, de l'intégrité du marché financier, du maintien de la confiance dans les marchés de capitaux et de la réduction du risque systémique.

La coopération entre les régulateurs européens et américains s'est intensifiée grâce à la promotion du dialogue transatlantique. Le Conseil économique transatlantique a été créé entre l'UE et les États-Unis dans l'objectif de coordonner l'harmonisation des normes et réglementations et de lancer un processus d'intégration économique transatlantique. Ainsi, les deux partenaires ont lancé lors du sommet économique tenu en 2005 *«l'initiative visant au renforcement de l'intégration économique et de la croissance transatlantique»*. Cette initiative aborde différents sujets, tels que le dialogue et la coopération en matière de réglementation des marchés financiers. L'UE et les États-Unis tiennent régulièrement des sommets présidentiels dans l'objectif d'évaluer et de renforcer la coopération transatlantique. Comme le note la Commission européenne, *«les sommets annuels tenus entre les présidents de la Commission européenne et le Conseil européen et le président des États-Unis sont le point culminant d'un dialogue intensif»*<sup>1460</sup>. Cette coopération est consolidée grâce aux rencontres entre les régulateurs transatlantiques (ex : le Dialogue transatlantique des législateurs "TLD"<sup>1461</sup>). Les membres du Parlement européen et du Congrès américain se réunissent régulièrement pour échanger leurs opinions sur de nombreuses questions importantes. Ces rencontres permettent d'aborder des sujets épineux tel que l'application extraterritoriale du droit américain. La Commission européenne a lancé également un dialogue avec l'*Office of International and Regulatory Affairs* de l'*Office of Management and Budget* américain sur les bonnes pratiques en matière de régulation. D'après la Commission européenne, *«le dialogue sur la réglementation des marchés financiers s'est avéré être un mécanisme utile à la gestion des tensions survenant dans les approches contradictoires de la réglementation financière et à la promotion de la convergence en amont sur les principes de réglementation»*<sup>1462</sup>. Des échanges et rencontres entre les agences de

---

[mou.pdf](#).

<sup>1460</sup> Commission européenne, *L'Union européenne et les États-Unis, Des partenaires mondiaux, des responsabilités mondiales, op. cit.*

<sup>1461</sup> Le TLD est créé en janvier 1999 dans l'objectif de favoriser le dialogue entre les législateurs de l'UE et des États-Unis.

<sup>1462</sup> Commission européenne, *L'Union européenne et les États-Unis, Des partenaires mondiaux, des responsabilités mondiales, op. cit.*

régulation respectives, principalement la Commission européenne, le ministère des Finances américain et la SEC, ont lieu régulièrement, mettant l'accent sur des questions concernant la réglementation des marchés financiers.

### 3. La coopération au sein des instances internationales

Ces dernières années, la coopération internationale s'est intensifiée dans l'objectif d'unifier les efforts afin de faire face aux défis auxquels les marchés financiers sont confrontés. Le Conseil de stabilité financière (FSB) réunit les représentants des ministres des Finances, les gouverneurs des banques centrales et les présidents des organismes de régulation boursière (y compris l'AMF et la SEC), bancaire et du secteur des assurances et des représentants des organisations internationales telles que la Banque mondiale, l'OCDE, l'OICV et d'autres. Les missions du FSB visent principalement à promouvoir la stabilité financière internationale, améliorer les conditions de fonctionnement des marchés et à réduire les risques systémiques<sup>1463</sup>. Le FSB a traité plusieurs problèmes majeurs, parmi lesquels les vulnérabilités et les risques du système financier international, ainsi que le rôle des *hedge funds* et la situation des centres financiers offshore. Il travaille actuellement sur plusieurs questions. En particulier, il coordonne ses efforts avec le G20 pour avancer le projet d'*Implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms*. Ces réformes concernent les réglementations financières adoptées à travers le monde en réponse à la crise financière de 2008 sous l'égide du G20. Dans son rapport de 9 novembre 2015, le FSB demande aux dirigeants du G20 de coopérer pour surmonter les défis juridiques que ces réformes rencontrent, en particulier :

«- *Putting in place legal powers to enable resolution authorities to share information across borders and to be able to give prompt effect to resolution actions by foreign authorities ;*

- *Promoting cooperation to address duplicative or overlapping requirements to cross-border OTC derivatives transactions ;*

- *Removing legal barriers to the reporting of OTC derivatives transactions to trade repositories and permitting authorities' access to trade repository data ; and*

3- *Ensuring that national authorities are adequately resourced for full and timely*

---

<sup>1463</sup> Pour plus d'information en ce qui concerne le rôle du FSB dans la limitation de l'extraterritorialité des règles nationales, voir notamment : Charles H. DALLARA, «Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière», *op. cit.*, p. 53.

*implementation of reforms as well as for supporting their effective monitoring*»<sup>1464</sup>.

L'AMF et la SEC continuent, grâce à leur précieuse expertise, de soutenir les efforts déployés par le FSB. Elles y trouvent un forum de discussions pour examiner les grandes questions affectant les systèmes financiers. Ces discussions permettent d'identifier et de traiter plus facilement certaines lacunes des réglementations boursières, conduisant ainsi à l'émergence d'une réglementation financière claire et cohérente. L'AMF est spécialement impliquée dans les travaux du FSB visant à renforcer la solidité du système financier international. En particulier, elle participe activement aux travaux concernant l'analyse des vulnérabilités conjoncturelles et structurelles associées au secteur de la gestion d'actifs, via sa présidence du comité 5 de l'OICV consacré à la gestion d'actifs et sa coprésidence du groupe de travail du FSB dédié au *shadow banking*<sup>1465</sup>. Sous l'égide de l'AMF et du régulateur prudentiel canadien, des recommandations ont été publiées début 2017, visant à limiter les risques potentiellement systémiques du secteur de la gestion d'actifs. L'action actuelle du FSB vise le cadre applicable aux entités bancaires et assurantielles d'importance systémique, ainsi que le renforcement de la réglementation des marchés<sup>1466</sup>.

La France et les États-Unis coopèrent également au sein du Groupe des vingt. Le G20 constitue un forum important pour formuler des orientations au niveau mondial, en particulier en matière de propositions de refonte du cadre international de régulation financière et prudentielle. Il joue un rôle important dans le dialogue international et dans l'établissement d'un consensus à propos des questions importantes qui doivent être traitées par les membres du G20 pour éviter et atténuer les risques du système financier mondial. Selon le G20, «*Through its efforts to address the global economic challenges, the G20 has proved to be an influential international forum where global economic heavyweights from both the developed and the emerging world are sitting together on an equal footing*»<sup>1467</sup>. Le groupe aborde des sujets divers tels que, par exemple, l'introduction d'une taxe sur les transactions financières (TTF) à l'échelle mondiale<sup>1468</sup>. Ses missions consistent à coordonner les politiques économiques au niveau mondial et à assurer un développement économique harmonieux et durable. Depuis la dernière crise financière, le G20 a pris des décisions

---

<sup>1464</sup> Financial Stability Board (FSB), *Report on implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms*, 9 November 2015, available at: <http://www.fsb.org/2015/11/fsb-publishes-report-on-implementation-and-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms/>.

<sup>1465</sup> AMF, «Introduction», Rapport annuel 2015, *op. cit.*, p. 11.

<sup>1466</sup> AMF, «Introduction», Rapport annuel 2016, *op. cit.*, p. 12.

<sup>1467</sup> OCED, Présentation du G20, «What Is The G20», OCED en ligne : <http://www.oecd.org/g20/about.htm>.

<sup>1468</sup> En Europe, la TTF fait encore l'objet de discussions acerbes où plusieurs pays, comme la France et l'Allemagne, soutiennent sa mise en place.

qui ont été la clé de la stabilité de l'économie mondiale et ont permis d'éviter un effondrement total du système financier international.

L'AMF reste également très impliquée au sein de l'OICV. Elle participe aux travaux de différents chantiers. Ces travaux ont permis l'approbation, en mai 2016, d'un accord multilatéral de coopération renforcé qui devrait permettre aux superviseurs de coopérer de manière plus efficace, en particulier dans le cadre d'enquêtes. En matière de régulation, l'AMF apporte sa vision aux différents sujets, tels que les impacts des évolutions structurelles et réglementaires sur la liquidité des marchés obligataires secondaires, et les initiatives réglementaires relatives aux produits dérivés de gré à gré à fort effet de levier vendus à des investisseurs non professionnels<sup>1469</sup>. L'AMF a également participé à l'action de convergence internationale poursuivie par l'OICV qui s'est notamment traduite, en septembre 2015, par la publication d'un rapport sur la régulation des activités conduites de manière transfrontalière<sup>1470</sup>.

L'AMF et les autorités américaines, la SEC et le CFTC (Commodity Futures Trading Commission), participent activement aux travaux des différents comités de l'OICV, tel que le comité technique qui est chargé d'examiner les principaux thèmes de la réglementation internationale boursière et d'élaborer des standards internationaux. L'AMF et le CFTC sont des membres actifs du comité permanent n° 4 de l'OICV, relatif aux enquêtes, à la coopération et à l'échange d'informations entre les régulateurs. Dans ce contexte, l'OICV a adopté l'accord multilatéral de l'OICV portant sur la consultation, la coopération et l'échange d'informations, compte tenu de l'augmentation du nombre de transactions transfrontières, et de la nécessité d'une coopération mutuelle et de consultation entre les membres de l'OICV afin d'assurer le respect et l'application de leurs lois et règlements. L'AMF a joué un rôle central dans l'adoption de cet accord qui a été élaboré en 2001 et 2002 sous la présidence de M. Michel Prada (le premier président de l'AMF) et a été l'un des tout premiers signataires de ce document. Les autorités compétentes s'engagent, dans le cadre de cet accord, à se porter mutuellement toute l'assistance possible. L'OICV encourage également les régulateurs à développer un cadre juridique qui leurs permettrait, au nom d'un régulateur étranger, de geler les avoirs provenant d'opérations boursières suspectes<sup>1471</sup>. Conscient de la nécessité de

---

<sup>1469</sup> AMF, «Introduction», Rapport annuel 2016, *op. cit.*, p. 13.

<sup>1470</sup> AMF, «Introduction», Rapport annuel 2015, *op. cit.*, p. 11.

<sup>1471</sup> International Organization of Securities Commissions, IOSCO Presidents Committee, *Resolution on Cross-border Cooperation to Freeze Assets Derived from Securities and Derivatives Violations*, 7 June 2006, available at: <https://www.iosco.org/>.

collaboration entre les régulateurs pour surveiller les entreprises et les marchés qui deviennent de plus en plus globaux, le comité technique de l'OICV a établi le *Task Force on Supervisory Cooperation*. Ce groupe de travail est dirigé par l'AMF et la SEC. Suite aux travaux de ce groupe, l'OICV a adopté, dans l'objectif d'inciter les régulateurs à coopérer afin de mieux contrôler les entités qui procèdent à la réalisation de transactions transfrontières, les *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*<sup>1472</sup>. En outre, les régulateurs nationaux s'engagent à unir leurs efforts pour assurer la protection des investisseurs ainsi que l'intégrité et la transparence des marchés<sup>1473</sup>, pour établir une surveillance efficace des opérations transfrontières et pour fournir une assistance mutuelle en matière de lutte contre les infractions boursières<sup>1474</sup>.

En bref, l'OICV a entrepris des efforts considérables pour établir un consensus international et une coordination entre les régulateurs sur des questions où les risques de conflits réglementaires sont de vraies préoccupations, et pour faire progresser le rapprochement des réglementations boursières des États, en particulier en ce qui concerne l'échange d'informations, le contrôle des intermédiaires et émetteurs, et en matière de fonds spéculatifs, les agences de notation, les produits dérivés et d'autres éléments de l'infrastructure des marchés financiers. En particulier, en juin 2013, l'OICV a créé le groupe de travail chargé d'aider les décideurs et les régulateurs à relever les défis auxquels ces derniers sont confrontés et à examiner en détail les questions de réglementation transfrontalière. Certainement, promouvoir des approches réglementaires cohérentes pour les activités transfrontalières reste un défi, notamment en raison des différences de marchés, de philosophies réglementaires et d'autres considérations internes<sup>1475</sup>. Cependant, la réglementation transfrontalière s'oriente vers une plus grande convergence pour la résolution des chevauchements, des lacunes et des incohérences réglementaires<sup>1476</sup>.

Les membres de l'OICV réglementent plus de 95% des marchés boursiers du monde dans

---

<sup>1472</sup> IOSCO, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, May 2010, available at: <https://www.iosco.org/>.

<sup>1473</sup> International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2003 and June 2010, available at: <https://www.iosco.org/>.

<sup>1474</sup> IOSCO *By-Laws*, available at: <https://www.iosco.org/about/?subsection=by-laws> ; voir également : IOSCO, *Strengthening capital markets against financial fraud*, February 2005, available at: <https://www.iosco.org/>.

<sup>1475</sup> Déclaration de M. Ashley Alder, président de Hong Kong Securities and Futures Commission et président du groupe de travail «IOSCO Task Force on Cross-Border Regulation», IOSCO, *IOSCO publishes Report on Cross-Border Regulation*, 17 September 2015, available at : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS400.pdf>.

<sup>1476</sup> Ibid.

plus de 115 juridictions<sup>1477</sup>. Cela constitue donc le forum le plus approprié pour que les régulateurs se rencontrent afin de discuter des préoccupations réglementaires et d'adopter une politique commune qui devrait guider la réglementation des marchés boursiers mondiaux<sup>1478</sup>. En effet, en matière de régulation des marchés boursiers, les objectifs et principes adoptés par l'OICV ont servi de référence internationale principale. Ils sont reconnus par la communauté internationale comme des normes fondamentales pour un système financier solide<sup>1479</sup>.

D'ailleurs, il est remarquable de noter l'existence, en matière boursière, d'une coopération étroite entre différentes organisations internationales telles que l'OICV, le FSB, le G20 et les autorités nationales et régionales (ex : la Commission européenne). La coopération en ce qui concerne les normes comptables internationales, les agences de notation et les produits dérivés négociés de gré à gré en sont des illustrations.

Le dialogue et la coopération sont donc des moyens qui contribuent à l'établissement d'un processus de convergence réglementaire entre les régimes nationaux des réglementations. L'extraterritorialité donne à la coopération un élan particulier. À travers le dialogue et la coopération, les États peuvent exprimer efficacement leurs craintes et leurs mécontentements concernant les pratiques extraterritoriales de certains pays. Ces premiers peuvent demander à ces derniers de fournir des garanties ou d'adopter des réformes, et il est possible qu'ils les invitent à mener un processus de négociation pour adopter des normes internationales qui garantissent l'intérêt de tous. À titre d'exemple, selon Marie-Claude Robert Hawes, ancienne directrice juridique de la COB, le principal problème auquel se heurtaient les marchés français, était que des investisseurs français effectuaient des transactions en utilisant des informations privilégiées venant d'investisseurs installés en Suisse<sup>1480</sup>. Ce qui veut dire que les fraudeurs pouvaient mener leurs activités en toute impunité en se cachant derrière les lois sur le secret bancaire en Suisse. La COB a cherché à établir des relations diplomatiques efficaces avec la Suisse pour assurer une coopération en matière d'infractions financières transfrontières initiées à partir de la Suisse<sup>1481</sup>. Plus

<sup>1477</sup> IOSCO, *IOSCO Publishes Thematic Review of Client Asset Protection Recommendations*, 27 July 2017, available at : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS471.pdf>.

<sup>1478</sup> Kathleen L. CASEY, «Testimony Concerning Continuing Oversight on International Cooperation to Modernize Financial Regulation», *op. cit.*

<sup>1479</sup> Ibid.

<sup>1480</sup> Marie-Claude ROBERT HAWES, Interview Conducted by David Kempthorne on 13 February 2012, voir David KEMPTHORNE, *Governing International Securities Markets: IOSCO and the Politics of International Securities Market Standards*, (Doctoral thesis: University of Waterloo, Ontario, Canada: 2013).

<sup>1481</sup> David KEMPTHORNE, *Governing International Securities Markets: IOSCO and the Politics of International*



particulièrement, «*France's COB believed that bringing Switzerland in to a global organization to negotiate a solution to cross-border financial crime enforcement would be the most effective way to deal with the problems that Switzerland posed and to effectively deal with cross-border financial crime*»<sup>1482</sup>.

La fusion NYSE-Euronext est un autre exemple qui explique l'importance du dialogue lorsqu'il existe des craintes quant à l'application extraterritoriale du droit national d'un État donné. La fusion a incité l'AMF, à renforcer sa coopération avec ses homologues européennes concernés pour garantir l'autonomie de la régulation européenne et, à construire avec la SEC un système de surveillance adapté des bourses ainsi rapprochées. En effet, «*l'une des grandes craintes suscitée par la fusion entre la bourse américaine et Euronext c'est que le régulateur américain prenne l'ascendant sur les acteurs européens et leur impose à plus ou moins long terme ses propres réglementations*»<sup>1483</sup>. À titre d'exemple, les dispositions de gouvernance d'entreprise seraient-elle applicables aux sociétés cotées sur le marché Euronext ? En pratique, les autorités européennes craignaient que ce rapprochement génère une application extraterritoriale de la réglementation américaine aux marchés européens<sup>1484</sup>. Lesdites autorités n'ont autorisé la fusion qu'après l'obtention des garanties suffisantes de la part des autorités américaines et de la société absorbante, telle que le maintien de l'organisation séparée des deux groupes d'origine et la mise en place, par NYSE Euronext, d'une fondation néerlandaise jouant le rôle de garantie ultime de la préservation des marchés européens contre une hypothétique déferlante de la réglementation américaine<sup>1485</sup>. Comme le note Charlie McCreevy, commissaire européen chargé du marché intérieur et des services, «*we were very clear that in any transatlantic mergers there should be no "regulatory spill-overs" – in other words, no extra-territorial application of US law as a result of the transatlantic merger. No Sarbanes-Oxley, and other aspects of US law, to apply to European issuers and European exchanges. And in fact, for their own commercial reasons, the parties in the NYSE-Euronext case were very anxious to ensure that this was the case. So some quite elaborate safeguard arrangements were put in place to ensure that material adverse changes of US law – or, for that matter, of European law – would not affect the markets on the other side of the Atlantic*»<sup>1486</sup>. Ainsi, il

*Securities Market Standards, op. cit.*, p. 95.

<sup>1482</sup> Ibid., p. 95.

<sup>1483</sup> Olivia DUFOUR, «L'AMF envisage de modifier sa procédure de sanction», *Petites affiches* 10 juillet 2007 n°137, p. 3.

<sup>1484</sup> Didier MARTIN, Benjamin KANOVITCH et Elsa FRAYSSE, «Quelques enseignements et réflexion en matière de droit boursier, tirés du rapprochement entre NYSE Groupe et Euronext», *RTDF*, N °1-2007, p. 7.

<sup>1485</sup> Ibid.

<sup>1486</sup> Charlie MCCREEVY, «Security Markets Consolidation and its Implications», Speech by European Commissioner for Internal Market and Services, (Austrian Financial Markets Authority and Vienna Stock Exchange Conference "Main



a été précisé dans la note d'information relative à l'opération que :

«\* Euronext et ses filiales continueront d'être soumises au contrôle du Collège des Régulateurs et des régulateurs européens (et non à celui de la SEC).

\* les sociétés dont les actions sont admises aux négociations uniquement sur des marchés opérés par Euronext et ses filiales ne seront pas soumises aux lois ou règlements américains et au contrôle de la SEC à cause du Rapprochement.

\* le Rapprochement n'entraînera pas la soumission au Sarbanes-Oxley Act de 2002 des sociétés négociant actuellement leurs titres uniquement sur une place boursière d'Euronext.

\* les membres des marchés opérés par Euronext et ses filiales ne deviendront pas soumis aux lois ou règlements américains à cause du Rapprochement»<sup>1487</sup>.

Ainsi, les autorités européennes ont négocié avec leurs homologues américaines les conditions qui permettent de préserver la protection et l'indépendance des marchés européens à l'encontre de toute extension de l'application des réglementations américaines. Ce qui prouve l'importance majeure du dialogue et la capacité des autorités européennes à défendre leurs marchés et leurs intérêts face à toute application extraterritoriale du droit boursier américain. D'ailleurs, d'après la Commission européenne, la négociation d'un possible accord de reconnaissance mutuelle entre l'UE et les États-Unis doit respecter cinq principes ou «*red lines*» parmi lesquels, une application extraterritoriale du droit américain ne doit être faite aux opérations effectuées en Europe : «*Business conducted within the territory of the European Union should only be subject to the laws of the EU and the Member States. Mutual recognition regime means reliance on the other jurisdiction – not overlapping laws*»<sup>1488</sup>.

La coopération entre les régulateurs contribue au rapprochement entre les réglementations boursières nationales sans porter atteinte aux objectifs principaux tel que la protection des investisseurs. La coopération est aussi un moyen de répondre aux conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit national dans des systèmes juridiques qui définissent la souveraineté réglementaire comme une prérogative territoriale. L'extraterritorialité contribue à renforcer le processus du dialogue et du rapprochement déjà en cours entre les régulateurs. Ces derniers ont

Challenges for Supervisor & Exchanges in Central and Eastern Europe") Vienna, 30 November 2007, available at: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-07-776\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-776_en.htm).

<sup>1487</sup> Note d'information de la société NYSE Euronext, Inc. concernant l'offre publique mixte assortie d'une offre publique d'échange et d'une offre publique d'achat visant les actions de la société Euronext (visa n° 07-018, 18 janv. 2007), p. 20, en ligne : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

<sup>1488</sup> Charlie MCCREEVY, «Security Markets Consolidation and its Implications», *op. cit.*

aujourd'hui besoin, plus que jamais, les uns des autres. Aucune autorité nationale n'a la compétence ni les moyens pour contrôler les marchés boursiers du monde entier. Pour cette raison, ils doivent échanger les informations et se consulter afin d'atteindre leurs objectifs.

#### **4. La coopération comme moyen pour limiter l'extension de la compétence extraterritoriale**

Certains peuvent critiquer le recours à la coopération comme étant un moyen pour limiter la compétence extraterritoriale. En effet, les accords bilatéraux et multilatéraux sont les résultats de rapports de force entre les États qui souhaitent protéger leurs intérêts. Au travers la conclusion d'accords, les États les plus forts font intégrer au droit international les normes qui protègent au mieux leurs intérêts. Les accords bilatéraux sont, bien plus susceptibles d'être influencés par la puissance supérieure de l'une des parties<sup>1489</sup>. En particulier, les États-Unis préfèrent avoir recours au bilatéralisme ou régionalisme afin d'augmenter toujours plus leur puissance<sup>1490</sup>. L'exemple de l'accord entre les États-Unis et la Suisse mentionné auparavant le démontre<sup>1491</sup>. Les autorités américaines préfèrent également les accords non contraignants (contrairement aux autorités européennes) comme le montre l'article 2(10) du *Memorandum of Understanding* conclu entre l'ESMA et la SEC concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités réglementées transfrontalières<sup>1492</sup>. En outre, la puissance des États joue un rôle important dans le processus des consensus internationaux sur la politique réglementaire. Le processus de négociation amène à une convergence autour des politiques des États les plus puissants, de sorte que certains auteurs ont douté de la légitimité internationale des normes ainsi

<sup>1489</sup> Nico KRISCH, «International law in times of hegemony : Unequal power and the shaping of the international legal order», *The european journal of international law*, Vol. 16, no. 3 : 390-2005.

<sup>1490</sup> Le professeur Serge SUR considère que «les États-Unis rejettent les réglementations universelles qui ne viennent pas d'eux, s'affranchissent des contraintes du Conseil de sécurité et s'éloignent du multilatéralisme. Régionalisme voir bilatéralisme sont des outils qui conviennent mieux à une optimisation de leur puissance. Il est également important de ne laisser surgir aucun rival, États ou groupe d'États, afin d'assurer une domination à long terme. La puissance publique dispose à cette fin de multiple atouts, économiques aussi bien que stratégiques», Serge SUR, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au 21<sup>e</sup> siècle*, p. 17.

<sup>1491</sup> Comme le note certains auteurs, «the United States has frequently attempted to extend the reach of its regime. Through international negotiations, for example, the United States has successfully exported portions of its insider trading prohibitions - at least formally - to Japan and Switzerland in recent years», Stephen J. CHOI and Andrew T. GUZMAN, «The dangerous extraterritoriality of american securities law», *op. cit.*, p. 208.

<sup>1492</sup> U.S. Securities and Exchange Commission and European Securities and Markets Authority, *Memorandum of Understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regulated entities*, *op. cit.*

adoptées<sup>1493</sup>. Ainsi, certains auteurs considèrent que les normes prudentielles internationales n'étaient pas adoptées par la convergence entre les régulateurs mais par l'exercice du pouvoir de la part des États-Unis et du Royaume-Uni<sup>1494</sup>. Beth A. Simmons estime que «*This concentration of financial power has profound implications for regulatory harmonization. The size of the internal U.S. market gives U.S. regulators an incentive to make unilateral regulatory decisions, even if foreign regulators do not follow suit. The United States is "hegemonic" in finance in the sense that it is costlier to alter its preferred regulatory innovation than to try to change the policies of the rest of the world*»<sup>1495</sup>. David Bach et Abraham L. Newman estiment que la SEC a joué un rôle primordial dans l'adoption des dispositions anti-fraude par différentes juridictions à travers la conclusion des MoUs tels que celui signé avec le Japon, le Royaume-Uni, le Canada et le Brésil. Mais aussi à travers son travail au sein de l'OICV, où elle a été le principal acteur dans l'adoption des *Objectives and Principles of Securities Regulation of the IOSCO*, qui appellent les membres de cette dernière à adopter des réglementations interdisant les manipulations de marché, les comportements trompeurs, les délits d'initié et autres comportements qui peuvent fausser le bon fonctionnement des marchés boursiers<sup>1496</sup>.

Nonobstant ce qui précède, alors que la coopération bilatérale peut démontrer la nature déséquilibrée de la relation entre les puissants pays et leurs partenaires, la coopération internationale permet aux États d'être mieux armés pour faire face à la domination et pression de ces États. En effet, la coopération multilatérale apparaît comme un moyen qui assure l'égalité entre États dans la mesure où chaque État peut participer à la formation du droit. Ainsi, l'asymétrie des États paraît moindre car certains États peuvent s'unir et contrebalancer l'État dominant<sup>1497</sup>. En raison du fait que les États qui participent à l'élaboration d'une norme soient moins enclins à la contester, ce qui n'est guère le cas lorsque celle-ci leur a été imposée, cette égalité constitue un facteur de stabilisation de

---

<sup>1493</sup> Hannah L. BUXBAUM, «Transnational regulatory litigation», *op. cit.*, p. 303.

<sup>1494</sup> Ethan Barnaby KAPSTEIN, «Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence», *International Organization*, 46 : 265-1992, p. 281.

<sup>1495</sup> Beth A. SIMMONS, «The international politics of harmonization: The case of capital market regulation», *International Organization*, 55(3)-2001, p. 595.

<sup>1496</sup> David BACH et Abraham L. NEWMAN, «Networks, Politics and Markets: The International Diffusion of Insider Trading Rules», Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation - University of Warwick, may 2007, pp. 19-22, available at:

<http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/pais/research/researchcentres/csgr/csgr-events/conferences/gmorgan/papers/bach.pdf>.

<sup>1497</sup> Nico KRISCH, «International law in times of hegemony : Unequal power and the shaping of the international legal order», *op. cit.*, p. 390.

l'ordre international<sup>1498</sup>. Ainsi, la coopération internationale présente l'avantage de mettre les États-Unis sur un pied d'égalité avec les autres pays. Ces derniers ont un rôle essentiel dans les travaux des organisations internationales et dans l'élaboration des normes internationales. À titre d'illustration, si la SEC était le principal acteur dans l'adoption des normes de l'OICV et des dispositions anti-fraude par celle-ci et par différents pays, d'autres régulateurs, en particulier l'AMF, ont également joué un rôle primordial à cet égard. Comme le note un auteur, «*European regulators, and France in particular, were critical in the creation of international regulatory principles for MoUs and the adoption of insider trading laws by foreign jurisdictions. Furthermore, Canada's Ed Waitzer proposed the idea of creating IOSCO's Principles in 1995 and Hong Kong's Tony Neoh again pioneered the idea in 1997. Furthermore, a non-US regulator proposed the creation of IOSCO's MMoU to govern cross border financial crime in the wake of the September 11 terrorist attacks*»<sup>1499</sup>. Cela démontre que les États-Unis ne sont pas toujours l'unique acteur et celui qui domine dans l'élaboration de normes internationales en matière boursière et que d'autres régulateurs, parfois même des puissances économiques et politiques moyennes, peuvent prendre des initiatives et être d'incontournables acteurs dans l'élaboration des normes boursières.

La coopération internationale permet donc de renforcer le pouvoir de négociation des États de petite et moyenne puissance. De plus, l'augmentation du pouvoir de l'UE a ouvert la voie à un dialogue sérieux avec les États-Unis, montrant que la répétition du processus de négociation produit la confiance nécessaire entre les États et met en évidence la possibilité d'arriver aux solutions qui respectent la souveraineté de chaque État. L'abondance des discussions menées récemment avec les États-Unis ont permis aux régulateurs européens de prendre conscience de leur capacité et de leur puissance. Cette réalité a poussé les États-Unis à prendre en considération les stratégies et objectifs européens et à apporter certaines modifications à leurs lois pour apaiser les craintes des autorités européennes.

La coopération internationale s'avère la solution idéale pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier. En premier lieu, les problèmes soulevés par l'application extraterritoriale tels que l'impact sur la confiance des investisseurs et des émetteurs, sur les flux de capitaux et la liquidité des marchés concernent l'ensemble des marchés boursiers dans le monde. Tous les États souhaitent préserver leurs souverainetés et développer leurs réglementations

---

<sup>1498</sup> Leïla sadoun MEDJABRA, *L'extraterritorialité en droit international économique*, op. cit., p. 255.

<sup>1499</sup> David KEMPTHORNE, *Governing International Securities Markets: IOSCO and the Politics of International Securities Market Standards*, op. cit., p. 48.

de manière à répondre à leurs stratégies nationales. Tous les régulateurs ont un intérêt commun dans l'élimination de toute inefficacité résultant du chevauchement des réglementations et des conflits de compétence. La coopération permet donc de rappeler à certains États l'existence de limites à leurs compétences spatiales et de leur laisser la possibilité d'accepter librement de restreindre l'application extraterritoriale de leurs lois. Ce qui permet de diminuer les conflits de souveraineté qui peuvent conduire à des ripostes juridiques, à de multiples poursuites, à l'attribution de jugements contradictoires ou inapplicables. Enfin, elle permet à chaque État de réglementer l'activité boursière pour laquelle il a des intérêts qui prédominent sur ceux d'autres États.

En deuxième lieu, en l'absence d'un régime boursier international, la concurrence entre les régulateurs boursiers pour appliquer leurs lois aux activités boursières transfrontières pourrait conduire à un déclin de l'efficacité du secteur boursier, ce qui peut menacer la sécurité et la solidité des marchés financiers nationaux et internationaux. La coopération internationale permet d'atteindre des gains communs en établissant des normes uniques de compétence, ce qui assure une concurrence saine entre les marchés et aide à éviter toute application extraterritoriale incompatible avec des lois nationales. La coopération est donc une occasion afin de rapprocher les normes boursières, assurer la stabilité et la transparence des marchés financiers. Elle devrait conduire à l'adoption d'un accord multilatéral qui encourage les pays à respecter certaines normes minimales en termes d'application spatiale des règles boursières, tout en fournissant, dans le même temps, une solution à la question concernant la détermination d'une seule autorité compétente. Ainsi, la coopération aiderait à résoudre les problèmes de réglementation des activités boursières extraterritoriales, de sorte que la régulation de ces activités n'affecte pas la stabilité financière des systèmes financiers nationaux et internationaux. Par conséquent, les États devraient accorder la priorité à la coopération internationale en matière de conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier. Les conflits survenus récemment, dans les affaires Morrison, Kiobel et d'autres, soulèvent de sérieuses questions de compétence concernant le règlement des opérations boursières transnationales. Ces affaires présentent également une opportunité pour susciter une coopération internationale active dans ce domaine. Toute solution multilatérale adoptée, devrait considérer la tendance accrue des États à l'application extraterritoriale de leurs lois et envisager un cadre qui limiterait les cas où plusieurs États chercheraient à réguler la même activité. En définitive, considérant que les juridictions américaines ont opté pour la restriction de l'application extraterritoriale de leur droit boursier, le climat actuel présente une importante opportunité pour tous les acteurs concernés par l'adoption d'une solution multilatérale aux problèmes posés par l'extraterritorialité.

La reconnaissance accrue de la part des États-Unis dans la nécessité d'adopter une approche plus restreinte du champ d'application de leur droit boursier, combinée à l'augmentation du pouvoir de l'UE, a créé un cadre solide de dialogue entre les autorités américaines et européennes fondé sur une base d'égalité, *peer-to-peer*, *regulator-to-regulator*. Pour cette raison, s'est développée ces dernières années, une coopération multilatérale dynamique, en particulier entre l'UE et les États-Unis, qui peut facilement s'apercevoir dans les travaux des différentes organisations internationales. Les efforts entrepris au niveau mondial au sein de l'OICV ont abordé des questions techniques spécifiques, et ont contribué à l'établissement d'une approche réglementaire plus cohérente concernant les activités boursières transfrontières. Ces mécanismes de coopération ont permis de rapprocher les réglementations boursières des différents États sur certaines questions qui présentent des préoccupations communes.

Il existe donc clairement une tendance récente à la coopération dans le but de résoudre les conflits de juridictions. Cette tendance à travailler ensemble est intelligible dans le *Framework for advancing Transatlantic Economic Integration between the European Union and the United States of America*<sup>1500</sup>. Dans le cadre de ce *Framework*, les dirigeants de l'Union européenne et des États-Unis cherchent à renforcer l'intégration économique transatlantique, dans le but d'améliorer la compétitivité des marchés européens et américains. À cette fin, ce *Framework* vise, en particulier à «*Reinforce the existing transatlantic dialogue on regulatory cooperation by cooperating to improve regulation, specifically through cooperation between OMB (office of Management and Budget) and the EC to:*

- a) *Taking into account, among other things, the impact assessment considerations in place, evaluate progress regarding this cooperation, and consider a more formal basis to enhance this cooperation ;*
- b) *Intensify their dialogue focusing on issues of methodology ;*
- c) *Hold regular and active exchanges on the overall framework of our regulatory cooperation and on methodological issues which may arise in individual cases ;*
- d) *Review the application of their respective regulatory impact analysis guidelines so that the regulatory impacts on trade and investment are considered, as appropriate ; and*
- e) *Share forward planning schedules»*<sup>1501</sup>.

---

<sup>1500</sup> Transatlantic Economic Council, Summit on 30 April 2007, «Framework for advancing Transatlantic Economic Integration between the European Union and the United States of America», April, 2007 available at: [http://eeas.europa.eu/us/docs/framework\\_trans\\_economic\\_integration07\\_en.pdf](http://eeas.europa.eu/us/docs/framework_trans_economic_integration07_en.pdf).

Le fruit du dialogue est donc un rapprochement réglementaire. À titre d'illustration, les dispositions américaines relatives à l'enregistrement d'auditeurs étrangers auprès du PCAOB ayant une application extraterritoriale ont été critiquées en Europe. La Commission européenne a intensifié son dialogue avec les États-Unis et a renforcé sa réflexion sur la réforme du contrôle légal des comptes, notamment aux fins de promouvoir la reconnaissance mutuelle, des deux côtés de l'Atlantique, des procédures d'enregistrement et de surveillance des auditeurs<sup>1502</sup>. Cela a abouti à l'adoption de la directive 2006/43/CE du 17 mai 2006 sur les contrôles légaux des comptes annuels et des comptes consolidés. Dans cette perspective de rapprochement réglementaire, Charlie McCreevy, Commissaire européen chargé du marché intérieur et des services a considéré que «*We should get rid of as much regulatory duplication as possible. If US regulators offer an equivalent standard of regulation and equivalent enforcement, we should have the courage to rely on them. And vice-versa*»<sup>1503</sup>. Les États-Unis et l'UE estimant que leurs intérêts sont mieux servis en travaillant ensemble, cherchent à renforcer leur coopération et à rapprocher leurs réglementations pour faire face à toute source de conflits telle que l'application extraterritoriale du droit boursier. Cette dernière constitue une vertu incitative. Sa pression «*devrait donc constituer dans les années à venir un facteur d'accélération du décloisonnement et du dialogue transatlantiques*»<sup>1504</sup>.

L'application extraterritoriale du droit boursier a donc consolidé l'approche coopérative auprès des politiciens, législateurs et autorités de régulation en vue de rationaliser la réglementation des activités boursières transnationales, de réduire les conflits de compétence, d'éviter les situations dans lesquelles les acteurs boursiers sont soumis à des obligations contradictoires, des coûts supplémentaires et de construire un lien gagnant-gagnant entre les différents régulateurs. L'extraterritorialité a inspiré un besoin de réforme réglementaire loin de l'approche unilatérale et qui s'oriente vers une coopération mondiale. La cohérence réglementaire issue d'une coopération internationale permettra d'améliorer l'efficacité réglementaire, l'intégrité et la liquidité des marchés boursiers, de faire face aux risques financiers, de réduire les coûts de transaction, et d'offrir un plus grand choix aux acteurs des marchés. Ainsi, la coopération internationale, suscitée par l'application extraterritoriale des normes boursières, remet en question l'utilité de l'extraterritorialité comme outil

---

<sup>1501</sup> Ibid., Annex 1-A-3.

<sup>1502</sup> Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, *op. cit.*

<sup>1503</sup> Charlie MCCREEVY, «The Future of the Transatlantic Capital Market – Regulation, Risk, Governance», Speech by European Commissioner for Internal Market and Services, Finance Dublin 8<sup>th</sup> Annual Conference, Dublin, 26 March 2007, available at: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-07-187\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-187_en.htm).

<sup>1504</sup> Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, *op. cit.*

de réglementation des activités boursières transnationales. Cette coopération internationale doit être menée au sein de l'OICV, structure la plus appropriée pour traiter les questions relatives aux réglementations boursières. De manière ultime, elle doit permettre de transposer l'autorité d'édicter des normes boursières de la sphère nationale à la sphère mondiale.

## **5. Le renforcement des pouvoirs de l'OICV pour atteindre une coopération optimale**

En dépit des progrès réalisés ces dernières années, la coopération internationale entre régulateurs boursiers n'est pas suffisante et n'a pas atteint un niveau optimal. Les conventions bilatérales n'ont qu'un impact limité car conclues entre deux parties. De plus, la conclusion de plusieurs conventions, dans un même domaine par un État, pourrait entraîner des interprétations différentes à propos de questions identiques. Les efforts entrepris par l'OICV se sont concentrés, par l'intermédiaire de l'adoption de recommandations non contraignantes, sur la collecte et l'échange d'informations, ainsi que sur la lutte contre les comportements qui peuvent perturber la stabilité du système financier et la confiance des investisseurs. Cependant, non seulement il existe des obstacles juridiques pour leur mise en œuvre, mais la coopération en matière d'échange d'informations, d'enquêtes, de contrôle, de surveillance des marchés et la coopération technique ne résout également pas les problèmes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier d'un État donné. Les recommandations formulées par l'OICV, qui peuvent servir comme moyens de résolution des conflits résultant de l'application extraterritoriale, rencontrent des difficultés d'efficacité. Car ces recommandations ne présentent pas de caractère obligatoire (simples recommandations) et leur exécution est laissée à la libre discrétion des États. De ce fait, leur valeur juridique se trouve diminuée, et les États peuvent continuer à exercer une compétence extraterritoriale. En outre, alors qu'il est rare qu'un État membre de l'OICV fasse fi des recommandations de celle-ci, les régulateurs nationaux, ayant le pouvoir souverain de les adopter, sont en mesure de les moduler conformément aux intérêts et exigences nationaux, créant ainsi des régimes réglementaires différents de ceux dessinés par l'OICV. Celle-ci peut uniquement faire des recommandations et vérifier si ses membres les appliquent, mais elle n'a aucun pouvoir de sanction. Il est donc difficile pour l'OICV de surveiller et faire respecter ses recommandations. Ainsi, la vraie difficulté qui peut être rencontrée à la conclusion d'un accord international limitant l'application extraterritoriale de droits boursier nationaux, est le manque de crédibilité des règles annoncées à l'échelle national, en raison de l'absence d'autorité internationale ayant des pouvoirs contraignants.



En dépit de toute critique pouvant être adressée aux travaux de l'OICV, celle-ci reste le forum principal, au niveau mondial, pour discuter des questions et des préoccupations réglementaires boursières. Elle est la seule organisation internationale qui regroupe les régulateurs des marchés boursiers à travers le monde (plus de 115 régulateurs de différentes nations). Les membres de cette organisation ont l'expertise et l'autorité de réglementation, ce qui leur permet d'établir une approche coordonnée des problèmes réglementaires communs et de transmettre, en droit interne, la politique adoptée. Ainsi, la politique réglementaire adoptée par l'OICV constitue les principes qui devraient guider la réglementation boursière sur les marchés financiers mondiaux. Comme l'a signalé M. David Wright, ancien secrétaire général de l'OICV : «*Our value-add as an international organisation is to identify, take a position and define global principles on new issues as early as possible, from which national and regional law can later be drawn up*»<sup>1505</sup>.

D'ailleurs, alors que les travaux effectués au sein d'autres organisations internationales, telles que le G20 et le FSB, restent utiles pour ouvrir de nouvelles perspectives de dialogue et pour établir une convergence autour de certaines questions, le vrai travail qui permet de construire un consensus réglementaire international est élaboré au sein de l'OICV. Ce travail est soutenu par le G20 et le FSB<sup>1506</sup>, de sorte que les politiques, y compris celles dessinées par ceux-ci, peuvent être forgées, en principe, pour guider la réglementation boursières<sup>1507</sup>. L'OICV continue de concentrer ses efforts sur l'amélioration des normes de coopération et de coordination internationale entre les organismes de réglementation boursière, et les membres de l'OICV tiennent compte, généralement, des recommandations de celle-ci. L'OICV peut aider les marchés émergents à développer leurs marchés boursiers à travers la recherche, la formation, l'éducation et l'assistance technique. En effet, l'OICV est considérée par ses membres comme une organisation indépendante. Ceux-ci peuvent donc recourir à cette dernière sans craindre l'exercice d'un ascendant ou d'une influence sur leurs marchés nationaux.

Les principaux efforts de coopération et de coordination en matière boursière ont mis l'accent sur la mise en œuvre des normes internationales minimales et sur la coopération entre les régulateurs dans des situations transfrontalières. Pour compléter ces efforts, l'OICV devrait édicter

<sup>1505</sup> David WRIGHT, Secretary-general at the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), Hard Talk, Soft Tools, Interview, The Trade, issue 33, jui-sep 2012, p89, en ligne :

[https://www.iosco.org/library/bulletins/pdf/20121029\\_Regulatory\\_Interview\\_David\\_Wright.pdf](https://www.iosco.org/library/bulletins/pdf/20121029_Regulatory_Interview_David_Wright.pdf).

<sup>1506</sup> Ibid., p89.

<sup>1507</sup> Kathleen L. CASEY, «Testimony Concerning Continuing Oversight on International Cooperation to Modernize Financial Regulation», *op. cit.*

des normes expliquant comment traiter les questions résultant de l'application extraterritoriale des dispositions boursières nationales. Elle pourrait formuler ces normes dans un accord sur la compétence extraterritoriale en matière boursière. Tout accord sur l'application extraterritoriale doit conduire à déterminer une seule loi applicable et une seule juridiction compétente parmi les différentes lois et juridictions concernées par la transaction transfrontière. L'OICV devrait établir un mécanisme pour résoudre le problème du chevauchement des compétences. Elle devrait imposer à ses membres une obligation de coopération et de consultation dans de telles situations. Les autorités nationales devraient se consulter mutuellement lorsqu'elles sont en présence d'un problème soulevé par l'application extraterritoriale des normes boursières. Cela permettrait d'éviter les situations de conflits de compétences et la multiplicité des demandes d'informations, d'enquêtes et de poursuites et d'augmenter la probabilité d'exécution des jugements.

La conclusion d'un tel accord rendrait un grand service aux marchés boursiers et à leurs opérateurs en termes de sécurité juridique et de stabilité financière. Cet accord serait également utile pour les organismes nationaux de réglementation. Pour certains pays dont les dispositions boursières ne sont pas assez développées ou rigoureuses, l'adoption de normes proposées dans un accord est un moyen d'éviter l'application extraterritoriale du droit boursier de puissants États, en particulier du droit américain. Pour les pays puissants, les normes proposées dans l'accord pourraient être moins rigoureuses que leurs normes nationales. Néanmoins, l'accord aide à la création d'une harmonie internationale des normes boursières, évite que les opérateurs soient soumis à des obligations contradictoires ou qu'ils aillent sur des marchés moins sophistiqués, afin d'échapper à l'application du droit strict auquel ils devraient être soumis ou seulement afin de profiter des lacunes réglementaires, et évite que les investisseurs ne cherchent à porter leurs actions devant leurs juridictions dans des situations essentiellement extraterritoriales, de sorte que, ultimement, chaque État ait compétence pour juger les affaires qui le concernent.

Si l'OICV présente le forum idéal pour la coopération internationale en matière boursière, il est nécessaire cependant de la restructurer et de renforcer ses pouvoirs pour atteindre les objectifs de la coopération. Aucune autorité nationale ne pouvant atteindre la globalisation des marchés boursiers. De même, les problèmes soulevés par l'application extraterritoriale, et de manière plus

générale, les problèmes liés à l'organisation et au contrôle des marchés boursiers s'imposent à l'échelle mondiale. L'objectif devrait donc être la création d'une organisation mondiale qui ne soit pas l'extension du pouvoir local à un pouvoir mondial, et dont les règles ne soient pas la réplique d'un droit national puissant, et qui serait chargée de la régulation des marchés boursiers. En d'autres termes, l'objectif est d'établir une organisation de réglementation coopérative mondiale dotée de pouvoirs contraignants<sup>1508</sup>.

Ce régulateur mondial du droit boursier, doit se doter d'un conseil législatif compétent dans l'examen de suggestions et dans l'édiction de réglementations en matière boursière. Il doit aussi s'armer de comités spécialisés pour aider le conseil législatif (comités consultatifs). Il doit par conséquent pouvoir conclure des accords et édicter des normes dont la transmission aux droits nationaux est obligatoire. Alors que l'OICV a aujourd'hui le pouvoir d'édicter des principes et des recommandations, qui n'ont pas de caractères contraignants. Il n'existe pas actuellement d'instrument juridique permettant d'imposer ces règles. La réforme proposée doit permettre à l'OICV de se doter d'un tel instrument. Il faut dans ce cadre qu'elle puisse obliger les autorités nationales à recourir à la coopération et à la coordination. Il est nécessaire aussi qu'elle soit dotée d'un organe de surveillance et d'évaluation (auquel seront attachés plusieurs comités spécialisés pour suivre l'adoption des réglementations prises par les États membres) qui surveillera la mise en œuvre des normes adoptées. Il faut de surcroît, établir un organe de règlement des conflits (Tribunal de conflits de compétence et Cour de cassation) qui permette d'éviter et de résoudre les affrontements entre les règles nationales gouvernant les marchés boursiers. Enfin, il est important d'établir un organe qui aurait la mission de fournir une assistance technique aux autorités nationales. Un tel organe est considérablement important pour les pays émergents dans le domaine boursier et qui souhaitent développer leurs marchés à travers l'adoption de normes internationalement reconnues.

Enfin, l'autorité de régulation française a eu un rôle majeur dans la création de l'OICV. Comme le note un auteur, «*IOSCO was created in 1983, in part, to address the issue of cross-border financial crime. European regulators, led by France, approached the United States to transform the regional organization of American securities regulators into a global regulatory body*

---

<sup>1508</sup> Cette approche, consistant à adopter un système harmonisé et centralisé de réglementation boursière, s'est avéré possible et efficace au niveau régional, comme c'est le cas dans l'UE. Elle a également été utilisée avec succès au niveau national aux États-Unis à la suite du krach boursier de 1929 pour stabiliser les marchés boursiers américains via l'adoption des lois *Securities Act* et *Exchange Act*, et la création d'une seule autorité régulatrice compétente.

*to establish a forum to negotiate a cooperative solution for cross-border financial crime. European securities regulators sought to push back against the extraterritorial application of U.S. Law*»<sup>1509</sup>. Nous ne pouvons qu'espérer que l'AMF reprenne son rôle de *leader*, cette fois-ci pour diriger le processus de reconstruction des pouvoirs de l'OICV. La reconstruction des pouvoirs de l'OICV, est nécessaire pour diminuer le pouvoir et la puissance des États-Unis, et d'établir un droit boursier mondial, réellement international et non un droit mondial «américanisé». Ce droit mondial, s'appliquant de façon identique à tous les États, limite sans doute l'influence des États-Unis.

---

<sup>1509</sup> David KEMPTHORNE, *Governing International Securities Markets: IOSCO and the Politics of International Securities Market Standards*, *op. cit.*, p 112-113.



## CONCLUSION

Cette étude a été réalisée à une époque de grands changements des marchés financiers américains, français et plus largement mondiaux, et parallèlement à ces changements, l'application extraterritoriale des droits boursiers nationaux a rapidement évolué. Au cours des dernières décennies, les marchés boursiers ont connu d'importantes transformations en raison des développements technologiques et de la libéralisation des marchés, ce qui a conduit à une globalisation des services financiers, avec tous les avantages, mais aussi les difficultés qu'elle implique. Cette transformation du marché financier est révolutionnaire dans le sens où, les marchés des pays en voie de développement, peuvent rivaliser avec les grands centres financiers mondiaux. En effet, ces marchés ont développé des marchés liquides qui attirent de plus en plus d'investisseurs étrangers. La globalisation financière est ainsi source d'opportunités, tant pour les émetteurs que pour les investisseurs. Cependant, celle-ci engendre des problèmes pour les opérateurs boursiers et pour les États souverains. En particulier, elle suscite de nouveaux risques pour les investisseurs, des moyens d'évasion pour les fraudeurs, et entraîne des lacunes en matière de réglementation boursière. En dépit de la globalisation des marchés, la réglementation boursière reste en grande partie élaborée au niveau national.

Jusqu'à récemment, les États avaient pour tendance de répondre unilatéralement à ces problèmes en étendant extraterritorialement le champ d'application de leurs droits nationaux. Les États-Unis, par exemple, appliquent extraterritorialement leurs dispositions boursières depuis de nombreuses années. Ils ont longtemps considéré que les normes américaines étaient plus développées que celles adoptées et appliquées par les autres pays, et que, par conséquent, la protection des sociétés et investisseurs américains à l'étranger devait passer par l'application extraterritoriale de leur droit national. Alors que l'arrêt Morrison cherchait à mettre fin à l'application extraterritoriale des dispositions boursières américaines, les analyses des juridictions, la réponse de la loi Dodd-Frank et la volonté de la SEC ne laissent aucun doute sur le fait que la question n'est pas définitivement résolue. Ainsi, l'application extraterritoriale est révélatrice de l'évolution du droit boursier.

Cette étude tend à démontrer que l'extraterritorialité a un impact considérable sur les opérateurs boursiers. Les États peuvent, à travers l'application extraterritoriale de leurs droits, exercer une influence sur les acteurs boursiers et leurs comportements à l'étranger. Les États-Unis et

la France adoptent les mêmes objectifs en matière boursière, à savoir la protection des investisseurs et des marchés boursiers, protection assurée par une réglementation et un contrôle strict des opérateurs boursiers. Cependant, les réponses apportées par les deux systèmes à la question de l'extraterritorialité diffèrent de manière significative. Avant l'arrêt Morrison, les autorités américaines avaient élargi le champ d'application de certaines dispositions boursières à des situations connues sous le nom de *F-C class actions*, dans le but de protéger les investisseurs, américains dans certains cas, et étrangers dans d'autres, intervenant sur des marchés étrangers. Le critère de nationalité et/ou des *conduct and effects tests* ont été le fondement de l'application extraterritoriale du droit boursier américain. En revanche, les autorités françaises garantissent la protection des investisseurs français intervenant sur un marché d'un pays membre de l'UE, grâce au principe d'égalité de traitement adopté au niveau européen. Néanmoins, la protection des investisseurs français ou étrangers intervenant sur un marché d'un pays tiers n'est possible que dans des cas d'abus de marché. En matière d'abus de marché, le droit boursier français a connu une extension extraterritoriale aussi importante que le droit boursier américain.

Au-delà de cette différence, que cette étude a pris le soin d'examiner, cette dernière tend à expliquer que les opérateurs boursiers ne sont pas de simples récepteurs de la règle de droit appliquée extraterritorialement. Ceux-ci participent également aux changements des marchés boursiers et de leurs réglementations. L'application extraterritoriale du droit boursier américain a favorisé pendant des années une pratique de *Forum Shopping*, en encourageant des investisseurs non-américains à déposer leurs réclamations devant les tribunaux américains, et ce, même lorsqu'ils étaient en mesure d'obtenir des indemnités raisonnables dans leurs pays. Ainsi, des investisseurs français insatisfaits de la protection accordée par le droit français ont sollicité des juridictions américaines, le droit substantiel et procédural américain étant, d'après eux, plus favorable à leurs intérêts. Cela a animé un vif débat en droit français, qui a abouti à l'adoption des procédures de *class actions*. Pour expliquer l'impact de l'extraterritorialité sur les investisseurs, cette étude s'est appuyée sur l'évolution du droit américain. À la suite de la restriction du champ d'application extraterritoriale du droit boursier américain, les investisseurs étrangers ont modifié leurs comportements. En particulier, ils essaient de s'adapter à cette nouvelle évolution en ayant recours à des théories créatives mais, plus important encore, ils ont commencé à se tourner vers d'autres juridictions pour intenter leurs actions. Certains pays, tels que les Pays-Bas, présentent des alternatives intéressantes : affirmation extraterritoriale de la compétence, en parallèle de systèmes juridiques qui commencent à attirer de plus en plus de plaignants transnationaux. Cela va ouvrir la voie à une nouvelle ère de concurrence entre les juridictions nationales afin d'attirer les plaignants

qui se trouvent liés à des transactions transfrontières. La restriction de l'application extraterritoriale du droit boursier américain a encouragé d'autres États à jouer le rôle des États-Unis en tant que *plaintiff-friendly jurisdictions*. La question de l'application extraterritoriale du droit boursier va continuer à tourmenter les tribunaux dans les années à venir.

En ce qui concerne les émetteurs et intermédiaires boursiers, la politique de la France et des États-Unis se base sur une logique de réglementation et de surveillance. Cependant, l'évolution des lois boursières américaines et françaises n'est pas identique. Alors que les États-Unis ont historiquement adopté une vision unilatérale en étendant extraterritorialement leurs lois aux entreprises agissant à l'étranger, les autorités françaises ont cherché, avec leurs homologues européens, à établir des règles boursières communes en prenant en compte les intérêts des différents États membres. Pour cette raison, la réglementation américaine des entreprises étrangères a connu une extension beaucoup plus importante que celle de la France. Par exemple, la conception de la portée extraterritoriale de l'obligation d'enregistrement en droit américain et français diffère. Bien que l'arrêt Morrison ait limité le champ d'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude, l'obligation d'enregistrement et d'informations est toujours dominée par une conception extraterritoriale extensive. Le fait qu'une société non-américaine, qui n'a jamais effectué d'opération sur un marché américain, se trouve obligée d'enregistrer ses titres auprès de la SEC parce qu'au moins 300 de ses actionnaires résident aux États-Unis, n'est qu'un exemple. À contrario, l'obligation d'enregistrement du droit français, grâce à une harmonisation européenne, est appliquée de manière extraterritoriale douce. Le champ d'application de cette obligation est plus limité en droit français qu'en droit américain. Ainsi, il n'y a pas d'obligation d'enregistrement pour les entreprises agissant sur le marché d'un pays tiers. En matière d'abus de marché, le droit boursier français assume aujourd'hui une application plus extensive que le droit américain. Avant l'arrêt Morrison, en présence d'entreprises exerçant leurs activités à l'étranger, l'élément déterminant la compétence des tribunaux américains, était la survenance d'un comportement ou d'un effet néfaste aux États-Unis. Cet arrêt a limité le champ d'application des dispositions anti-fraude aux opérations effectuées aux États-Unis. En revanche, en utilisant le critère du fait dommageable comme vecteur de la compétence des juridictions françaises à l'égard des entreprises exerçant des activités à l'étranger, les dispositions anti-fraude françaises assument aujourd'hui une dimension extraterritoriale très importante.

Quelle que soit son origine, l'extraterritorialité peut influencer la manière dont la société se comporte et mène ses activités à l'étranger. L'application extraterritoriale des lois nationales expose



les entreprises à des exigences juridiques contradictoires et, par conséquent, à un risque d'insécurité juridique, ainsi qu'à des litiges et à de lourds coûts. Cependant, la pratique montre que les entreprises disposent d'un certain nombre de solutions qui leur permettent d'éviter ou d'alléger les conséquences de l'application extraterritoriale d'un droit boursier donné. Elles peuvent, en principe, échapper à l'application extraterritoriale d'un droit donné en évitant les marchés qu'il régit, ou en ayant recours à certaines règles ou théories, telles que la présomption contre l'application extraterritoriale, la balance des intérêts, la théorie de *forum non conveniens*, ou encore de *choice-of-law*.

Il existe ainsi une interaction entre l'application extraterritoriale du droit boursier et le comportement des entreprises. Lorsque la compétence est assurée de manière extraterritoriale par les juridictions d'un État donné, en se basant sur des liens de rattachements insignifiants, les entreprises étrangères risquent de chercher à éviter les opérations, les investisseurs et les marchés qui les soumettent aux lois de ce pays. Cependant, certains marchés boursiers ont une telle importance économique qu'ils sont en mesure d'influencer significativement les entreprises partout dans le monde, même celles qui choisissent de ne pas intervenir sur ces marchés. La puissance des marchés américains et le caractère extraterritorial extensif de certaines dispositions boursières permettent, aux autorités américaines, d'être en mesure d'avoir une influence conséquente sur la manière dont les entreprises mènent leurs activités sur les marchés non-américains. Mais aujourd'hui, la globalisation financière témoigne de la mobilité de nombreux émetteurs et de l'importance du cadre réglementaire dans la décision des entreprises de se faire coter sur un marché donné. Cela explique la rivalité entre les marchés boursiers d'une part, et entre les réglementations nationales d'autre part. La compétitivité croissante des marchés non-américains a, semble-t-il, exercé une pression sur les régulateurs américains pour réduire le champ d'application extraterritoriale de certaines dispositions, dans l'objectif de rassurer et d'attirer les entreprises étrangères ; une tendance qui est vraisemblablement traduite par l'attribution de nombreuses exemptions à ces dernières. L'un des résultats de cette compétitivité est que les régulateurs américains ne jouissent plus d'une domination de fait sur l'élaboration des normes boursières internationales.

L'interaction entre les opérateurs du marché et la règle du droit appliquée extraterritorialement ne se réduit pas à une simple relation de soumission mais, ceux-ci participent au développement de l'aspect extraterritorial du droit boursier. Alors que l'évolution de la question de l'extraterritorialité témoigne d'un important progrès, les personnes concernées par

l'extraterritorialité doivent demeurer vigilantes. Il y aura certainement des escarmouches et des batailles à l'avenir. Cette évolution n'est pas terminée et la question n'est pas définitivement tranchée, ni en droit français, ni en en droit américain.

Cette étude tend également à démontrer que la globalisation a reconceptualisé la notion de souveraineté en rendant, les strictes limites territoriales de la compétence, de plus en plus difficiles à respecter. Au cours des dernières décennies, les marchés boursiers ont connu une transformation radicale et une expansion rapide. Les opérations boursières peuvent s'effectuer avec une facilité et une vitesse spectaculaires. Dans ce contexte globalisé, les auteurs de fraudes boursières ne respectent plus les limites des frontières ou les identités nationales. Il est donc difficile d'imaginer que les lois ayant été établies pour régir des zones géographiques limitées, puissent s'appliquer aux transactions et entités qui ne considèrent en aucune façon ces limites géographiques comme une contrainte. Une approche territoriale stricte de la compétence peut donc être considérée comme mal adaptée pour résoudre les conflits dans un monde d'activités transfrontalières. L'extraterritorialité est utilisée dans ce contexte comme un moyen de réponse à cette évolution.

Pourtant, la réalité montre que les États restent attachés à leur souveraineté. Alors qu'il est inévitable, dans un monde de globalisation et d'interdépendance<sup>1510</sup>, que les législations nationales produisent des effets au-delà des frontières étatiques, leur admissibilité est sujette à la condition qu'elles ne violent pas la souveraineté d'autres pays. L'affirmation extraterritoriale de compétence à l'égard des acteurs et des activités boursières, doit respecter le principe fondamental du droit international de l'égalité souveraine des États, dont le corollaire est qu'aucun État ne peut intervenir dans les affaires intérieures d'un autre État. Les législations et réglementations boursières varient d'un pays à l'autre et reflètent le développement historique et les conditions du marché et du droit local. La manière dont un État régleme ses marchés doit être comprise dans son contexte national, dont le cadre juridique et commercial. La réglementation boursière inclut des choix et compromis fondamentaux, que le législateur et le régulateur effectuent en considérant leur communauté et leurs marchés. L'ingérence dans les choix réglementaires d'un autre État serait intrinsèquement inacceptable et pourrait provoquer des mesures de représailles. L'État prétendant à l'application extraterritoriale pourrait, par conséquent, se trouver incapable de contrôler les opérateurs et les transactions transfrontières qu'il aurait voulu régir. Les États peuvent s'entendre sur les objectifs de la réglementation boursière, mais restent en désaccord sur la meilleure réponse

---

<sup>1510</sup> Pour une définition du concept d'interdépendance, voir Michel BÉLANGER, *Institutions économiques internationales – La mondialisation économique et ses limites*, op. cit., p.27.

réglementaire. C'est la leçon que nous enseigne la loi SOX. À titre d'exemple, plusieurs pays ont abouti à des conclusions différentes sur ce qui constitue une fraude, mais aussi sur la meilleure manière de la sanctionner et de dissuader un tel comportement. L'application extraterritoriale d'un droit boursier risque de nuire, à d'autres pays, dans leur choix de réglementations. Le danger peut être particulièrement grave lorsque l'application extraterritoriale a des effets négatifs directs sur les intérêts économiques d'autres pays. L'affaire Morrison montre que les États restent attachés à leur souveraineté et que l'application extraterritoriale d'un droit donné peut engendrer des problèmes considérables avec les autres pays.

Malgré les difficultés susmentionnées, il est possible de constater une évolution similaire des droits français et américain (jusqu'à l'affaire Morrison) vers l'extension de l'application extraterritoriale du droit national. Cependant, les bourses américaines ont longtemps dominé le marché mondial en se plaçant comme leader. L'influence du système boursier américain sur les autres droits est dès lors plus intelligible que celle du droit français. L'approche du droit américain est économique, tandis que l'objectif du droit français est de rationaliser les marchés financiers et les risques qu'ils impliquent. C'est pour cette raison que le droit boursier américain a connu une application extraterritoriale beaucoup plus importante que celle du droit boursier français. La tendance à l'extraterritorialité de ce premier a marqué les réglementations boursières mondiales. L'extraterritorialité du droit français, quant à elle, se base sur une harmonisation européenne. La réglementation d'un État membre peut produire des effets extraterritoriaux sur les territoires des autres États membres sans soulever de problèmes, ce que l'on a pu nommer l'application extraterritoriale douce du droit boursier. En revanche, l'extraterritorialité du droit américain se base sur l'hégémonie et l'exportation des réglementations. Les dispositions de la loi *Sarbanes-Oxley* sur la gouvernance d'entreprise sont probablement l'exemple le plus marquant. Il ne fait guère de doute, que les États-Unis sont éminemment qualifiés pour assumer un rôle de leadership dans la réglementation internationale des valeurs mobilières ; leurs décisions et leurs politiques économiques influencent les marchés boursiers mondiaux. Ainsi, l'application extraterritoriale est révélateur de la domination du surpuissant économique. Les États-Unis sont la superpuissance qui impose ses règles aux marchés boursiers mondiaux ; leurs dispositions anti-fraude sont depuis longtemps considérées comme un symbole de la domination et de la suprématie juridique de leur hyperpuissance.

Néanmoins, l'application extraterritoriale du droit boursier américain a suscité beaucoup de controverses et de critiques. En particulier, les pays membres de la Communauté européenne,

spécialement la France, qui subissaient les conséquences de l'application extraterritoriale du droit américain, ont pris conscience qu'il fallait réagir pour protéger leurs opérateurs et leurs marchés devant une extension sans cesse croissante du droit américain. Ils ont donc adopté certains mécanismes de résistance à l'application extraterritoriale du droit américain. En effet, les régimes extraterritoriaux qui ne tiennent pas compte des structures réglementaires, des traditions et des priorités des États concernés, sont susceptibles d'être fermement contrés. La montée en puissance des marchés européens et le contrôle des régulateurs européens sur un nombre croissant d'entreprises, ont donné à l'UE davantage de pouvoir pour influencer la SEC. La SEC ne peut plus adopter une approche unilatérale et extraterritoriale de la réglementation boursière et supposer que les marchés américains resteront les principaux marchés de capitaux. Les investisseurs américains achètent de plus en plus de titres étrangers et les émetteurs étrangers ne considèrent plus indispensable de faire des offres publiques aux États-Unis pour lever leurs capitaux. Ainsi, l'influence de l'UE sur la SEC est aujourd'hui aussi importante que l'influence de la SEC sur l'UE. La résistance des régulateurs européens et la pression qu'ils exercent sur la SEC, ont permis d'atténuer l'impact de l'application extraterritoriale du droit boursier américain sur les opérateurs européens. Auparavant, l'application extraterritoriale du droit boursier résultait de dispositions unilatérales prises par la puissance dominante. Actuellement, les États-Unis perdent du pouvoir, et ont, par conséquent, tendance à limiter l'extension de leurs lois et à accorder de nombreuses exemptions aux entreprises étrangères.

Cette étude identifie, par conséquent, un changement important dans la résolution des conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier. Cela est clairement démontré par les réponses réglementaires à ces conflits. Alors que certains États agissaient de manière unilatérale sans tenir compte des intérêts des États concernés, il semble que l'opposition à l'application extraterritoriale et la pression exercée par les États subissant les conséquences d'une telle application extensive, aient suscité des revendications politiques en faveur d'une coopération internationale beaucoup plus étroite pour l'élaboration des normes boursières, d'application et d'échange d'informations. La globalisation signifie que les États ne peuvent plus développer leurs régimes réglementaires de manière unilatérale. Il est peu probable que les régimes extraterritoriaux atteignent leurs objectifs sans coopération internationale. Les régulateurs nationaux comptent beaucoup sur l'assistance de leurs homologues étrangers pour accomplir leur mission dans la protection des investisseurs et marchés locaux. Consciente de cette réalité, l'UE participe désormais à une série de dialogues internationaux sur la réglementation boursière. Aujourd'hui, les États-Unis sont également conscients de la nécessité d'une plus grande convergence des systèmes et approches

réglementaires. Pendant des décennies, le développement de l'extraterritorialité en droit américain a été alimenté par le fait que les États-Unis considéraient que la protection des intérêts nationaux s'effectuait par l'application extraterritoriale du droit national. Ils ont récemment commencé à délaisser cette approche, depuis qu'ils ont réalisé que la protection de leurs intérêts pouvait aussi s'effectuer par la voie coopérative, en appliquant le droit d'un autre État (via la reconnaissance mutuelle par exemple) ou en appliquant des normes internationales conventionnelles. Désormais, la coopération internationale est devenue un sujet prioritaire de l'agenda de discussion des responsables américains et européens. L'avantage que présente une telle approche est celui de la diminution des possibilités de frictions dans les relations étrangères. L'affaire Morrison a probablement suscité un appel à la SEC et à l'UE pour signaler la nécessité d'une convergence de leurs systèmes réglementaires, d'une coopération accrue entre régulateurs et d'une nouvelle approche de l'extraterritorialité.

Dans un monde où certains pays hébergent des centres financiers à forte dimension internationale, l'objectif de la coopération et de l'harmonisation est :

- de créer un système de réglementation transfrontalier ;
- d'éviter l'imposition de la vision du fort sur le plus faible ;
- d'éviter l'exportation des règles boursières des pays dominants vers les autres pays ; et
- d'accorder les politiques économiques nationales divergentes.

Dans ce contexte, il est nécessaire que les législateurs, les régulateurs et les tribunaux nationaux reconnaissent la courtoisie internationale et les principes de modération et de respect des intérêts des autres États lorsqu'ils adoptent des lois, appliquent des règles ou exercent leurs compétences. Ils doivent minimiser et éviter l'imposition des exigences extraterritoriales pouvant solliciter des conflits, et limiter l'application des lois et règlements nationaux aux questions liées à leur territoire national par un lien substantiel et prévisible.

Les autorités nationales reconnaissent la nécessité d'harmoniser les droits substantiels et procéduraux traitant les questions liées à l'extraterritorialité dans les transactions boursières internationales. Cette étude prétend que le niveau actuel de la coopération est en progrès, mais qu'il est encore en dessous du niveau requis pour résoudre les conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier. Certaines autorités nationales ne sont pas qualifiées ou suffisamment à même de déterminer de manière appropriée les intérêts et les priorités politiques des autres États. De plus, les principes existant en droit international ne permettent pas d'éviter tous les conflits résultant de l'exercice extraterritorial de la compétence. Plusieurs pays n'ont que récemment

commencé à se confronter à la question de l'extraterritorialité dans le domaine boursier. Pour cette raison, les normes internationales sont moins développées dans ce domaine que dans d'autres.

Il y a plusieurs moyens de réduire les conflits résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier, via les exemptions ou la reconnaissance mutuelle, par exemple. Cette étude propose une coopération au sein de l'OICV, dans l'objectif de parvenir à un accord international qui limite l'application extraterritoriale en matière boursière, et détermine la loi applicable et la juridiction compétente en cas de conflits liés aux transactions transfrontières. Un accord international établi par les membres de l'OICV, aura un grand impact sur la prévention de conflits entre souverainetés, et rendra un grand service aux opérateurs des marchés boursiers. Cette étude encourage les autorités nationales à utiliser l'OICV comme forum de discussion et de règlement des différends liés à l'application extraterritoriale de lois nationales. Elle incite ces autorités à examiner la faisabilité d'une convention internationale sur l'application extraterritoriale des lois boursières nationales, prévoyant des moyens pour résoudre les différends relatifs à l'extraterritorialité. Cela ne signifie pas qu'il faille minimiser l'importance des autres moyens. Certains, tels que la reconnaissance unilatérale<sup>1511</sup>, les exemptions ou les restrictions unilatérales de champ d'application extraterritoriale des dispositions nationales, ont la vertu de pouvoir être mises en œuvre dans des délais relativement rapides. Cependant, ils doivent être considérés comme constituant un progrès important dans le processus de création d'une culture mondiale de réglementation boursière cohérente. Dans ce

<sup>1511</sup> À titre d'exemple, en ce qui concerne le cadre juridique et de surveillance américain des agences de notation, l'Autorité européenne des marchés financiers a considéré que les exigences introduites par la loi Dodd-Frank, ainsi que les règles statutaires que la SEC est tenue d'émettre, fournissent une base solide pour une décision positive sur l'équivalence de ce cadre, European Securities and Markets Authority (ESMA), Final report : Technical advice on CRA regulatory equivalence - US , Canada and Australia, 18 April 2012, available at : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012\\_-259\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012_-259_0.pdf) ; voir également, Committee Of European Securities Regulators, Technical Advice to the European Commission on the Equivalence between the US Regulatory and Supervisory Framework and the EU Regulatory Regime for Credit Rating Agencies, *op. cit.* De plus, le droit américain a parfois recours à ce mécanisme de reconnaissance unilatérale. À titre d'exemple, les dispositions relatives aux swaps contenues dans la loi Dodd-Frank et dans les règlements de la CFTC s'appliquent aux activités transfrontières effectuées à l'extérieur des États-Unis, si ces activités ont un lien direct et significatif avec des activités réalisées à l'intérieur de ce pays, ou si elles ont un effet sur le commerce aux États-Unis. Les intermédiaires étrangers en swaps et les principaux participants aux swaps qui se livrent à des activités au-dessus de certains seuils doivent s'inscrire et se conformer aux exigences de la CFTC. Toutefois, en tenant compte des principes de courtoisie internationale, le CFTC a procédé à des évaluations des régimes de réglementation des swaps étrangers afin d'examiner la possibilité de se fier à la surveillance exercée par les autorités étrangères en matière de conformité. Cela permet aux intermédiaires étrangers en swaps et aux principaux participants aux swaps de se conformer à des réglementations comparables dans leurs juridictions d'origine en tant que substituts au respect de certaines dispositions américaines.

contexte, la restriction de la portée extraterritoriale des dispositions boursières américaines, bien qu'elle ne puisse qu'être félicitée, n'est qu'une réponse partielle du point de vue global. En effet, en l'absence de coordination internationale, d'autres pays peuvent commencer, et certains ont effectivement commencé, à appliquer leurs lois de manière extraterritoriale, ce qui atténue les effets de cette restriction. Les opérateurs boursiers se trouvent toujours dans une insécurité juridique. Ainsi, les initiatives nationales de réforme, si elles sont nécessaires, ne sont pas suffisantes pour prévenir les futurs conflits liés à l'application extraterritoriale du droit national. Il est ainsi dans l'intérêt des marchés et des opérateurs de marchés, que les États se regroupent et établissent des normes internationales communes conduisant à une grande prévisibilité dans la portée extraterritoriale des lois boursières nationales. Par conséquent, cette étude propose que les États agissent unilatéralement d'une part, en s'efforçant de limiter l'extension extraterritoriale de leurs lois, et multi-latéralement d'autre part, en cherchant parallèlement à adopter un accord international. Sans cela, les problèmes liés à l'extraterritorialité continueront de troubler les marchés et les opérateurs boursiers.

Il y a aujourd'hui une tendance accrue à la coopération, afin de parvenir à une plus grande convergence des approches et des normes réglementaires, ainsi qu'à une meilleure consultation entre États, pour traiter plus efficacement les problèmes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier. Dans ce cadre, l'OICV dispose, sur la scène internationale, d'un pouvoir croissant, et est en train de devenir l'organisation internationale spécialisée en matière de développement des réglementations boursières. Au cours des dernières années, elle est devenue un forum clé pour le dialogue international entre régulateurs nationaux. Elle s'engage de plus en plus dans le réexamen des réglementations transfrontalières.

Le développement en matière boursière montre le succès du mécanisme de coopération. De nombreux efforts de coordination et d'harmonisation au sein de l'OICV ont abouti, tels que les objectifs et principes de la régulation financière, et le souci d'harmonisation des principes comptables conformément aux normes internationales d'information financière («*IFRS*»). Depuis de nombreuses années, l'OICV travaille sur l'harmonisation de l'obligation de divulgation d'informations et sur celle des dispositions de lutte contre les délits d'initiés. Au cours de la dernière crise financière, le *Multilateral Memorandum of Understanding* de l'OICV a aidé les régulateurs à lutter contre la fraude transfrontière en leur permettant d'obtenir les informations nécessaires à leurs enquêtes, dont des dossiers bancaires et des témoignages réalisés à l'étranger. L'OICV a également soutenu les efforts visant à renforcer la coopération en matière de supervision en créant «*le groupe*

*de travail sur la coopération en matière de supervision*». Ce groupe a récemment publié un ensemble de principes sur la coopération transfrontalière, ainsi qu'un exemple de protocole d'entente, que les régulateurs peuvent consulter lors de négociations d'accords de coopération entre eux, en matière de surveillance et de contrôle de certains acteurs du marché.

La coopération au sein de l'OICV permet d'établir de bonnes relations entre les régulateurs des marchés boursiers. Cette coopération aide chaque régulateur à reconnaître l'existence de problématiques importantes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier national, à identifier les préoccupations communes, et à chercher des solutions à ces problématiques. Elle renforce la confiance, évite l'imposition d'obligations contradictoires et permet à chaque régulateur d'atteindre ses objectifs en matière de protection des investisseurs et des marchés nationaux. La coopération entre la SEC et l'AMF ne peut qu'accroître les chances d'une coopération plus fructueuse à l'avenir. Plus largement, la coopération au sein de l'OICV permet aux régulateurs de se rencontrer comme parties égales, plutôt que comme rivaux essayant d'imposer leur façon de faire à l'autre partie. Ils doivent profiter de ce désir de rencontre pour aligner leurs intérêts et adopter une compréhension commune des problèmes auxquels sont confrontés les marchés et les opérateurs boursiers, en raison de l'application extraterritoriale du droit boursier national.

Sans doute, la conclusion d'un accord international est l'objectif idéal, mais lointain<sup>1512</sup>. Considérant que le fait de parvenir à un tel accord prendra un certain temps, il est nécessaire que les régulateurs nationaux fassent de leur mieux pour éviter l'application extraterritoriale de leurs droits boursiers nationaux. La divergence des politiques économiques intérieures des États, des priorités et objectifs des réglementations nationales, révèle l'existence d'obstacles à la coopération. Cependant, ce parcours est nécessaire, l'unilatéralisme ne pouvant pas seul fournir une solution adéquate aux problèmes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier national. Les exemples susmentionnés montrent que l'harmonisation et la coopération internationales, bien qu'elles soient un processus long et difficile, sont possibles et efficaces. Les principes et les réglementations boursières seraient peut-être à l'avenir élaborés au niveau international, avant d'être adoptés par les droits nationaux. L'OICV tend à être l'organisation internationale spécialisée en matière boursière.

---

<sup>1512</sup> Certains auteurs considèrent que l'extraterritorialité est un concept éphémère qui devrait disparaître bientôt (D'AVOUT Louis, «L'extraterritorialité vue de Sirius. *op. cit.*). Au contraire, cette étude considère que la résolution des problèmes pratiques de l'extraterritorialité est un long chemin, et que la conclusion d'un accord international en la matière limite considérablement ce genre de conflits mais ne fait pas disparaître le phénomène de l'extraterritorialité. Il suffit de citer l'exemple du commerce internationale où, malgré l'existence d'accords internationaux et d'un organe international compétent, les conflits liés à l'extraterritorialité sont encore portés devant l'OMC.



Cette étude propose donc de renforcer le rôle de l'OICV en tant que coordinateur et élaborateur mondial des règles boursières. Elle propose de restructurer cette organisation internationale et de lui donner un pouvoir de coercition. Cette dernière devrait également se doter d'un comité de règlement des conflits, qui édicterait des décisions contraignantes, et dont la mission serait de résoudre tout conflit d'interprétation ou de compétence entre régulateurs nationaux.

Les changements dans la réglementation, l'interprétation et l'exécution extraterritoriale du droit boursier national ne devraient pas être réalisés par l'adoption de règlements internationaux qui marginaliseraient le rôle des réglementations nationales existantes. Les deux doivent évoluer parallèlement et conjointement. En réalité, la mise en œuvre de règles adoptées au niveau international, devrait garder un certain degré de différence entre les différents systèmes juridiques, en raison de la divergence des traditions culturelles et juridiques. Les règles adoptées au niveau international doivent laisser une certaine liberté aux États, laissant ainsi la place à une concurrence entre les différents systèmes juridiques, et par conséquent, entre les différents marchés qui y sont soumis. Ainsi, une combinaison entre la concurrence réglementaire et la coopération entre les États et les régulateurs nationaux<sup>1513</sup>, ou autrement dit, une coopération permettant une concurrence qui sert les intérêts de tous les opérateurs boursiers<sup>1514</sup>, semble être l'approche la plus judicieuse en ce qui concerne la question de l'application extraterritoriale du droit boursier. La coopération qui laisse une certaine marge de concurrence réglementaire, permet aux États de définir les limites du choix du droit applicable par les parties de la transaction boursière, et les limites de la compétence des juridictions. Ce mécanisme doit permettre de déterminer les choix des parties, de sorte qu'elles ne recourent pas au *Forum Shopping*, profitant de l'application extraterritoriale d'un droit boursier donné, et doit aussi permettre de déterminer les choix des juridictions, de sorte qu'elles n'exercent

---

<sup>1513</sup> Le professeur Régis BISMUTH considère que la mise en place de stratégies visant la poursuite exclusive de l'un des deux objectifs, respectivement une concurrence pure ou une coopération pure entre autorités nationales, présente de considérables dangers, Régis BISMUTH, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, op. cit., p. 359. Dans le même contexte, l'OICV considère que : «In the context of regulation, there should also be recognition of the benefits of competition in the marketplace», International Organization of Securities Commissions, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, Report of IOSCO, 31 May 2017, available at : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>.

<sup>1514</sup> L'Organisation de Coopération et de Développement Économiques souligne qu'il convient de promouvoir la concurrence entre les différents marchés boursiers dans l'objectif de donner aux consommateurs un plus grand choix de services financiers, de créer une pression concurrentielle sur les fournisseurs pour qu'ils offrent des produits plus compétitifs, d'améliorer l'innovation et de maintenir une qualité de service élevée. Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection*, op. cit., principe n° 10.

pas de compétence extraterritoriale extensive qui menace la souveraineté des autres États.

La question de l'application extraterritoriale du droit boursier national se pose dans un temps de grands changements. À défaut de favoriser le mécanisme de coopération, ce n'est qu'une question de temps avant que des situations comme celle de l'affaire Morrison, où des tribunaux nationaux sont invités à trancher des situations essentiellement extraterritoriales, frappent à la porte des juridictions nationales. À l'avenir, les conflits d'extraterritorialité seront probablement résolus par des négociations multilatérales. Certains problèmes continueront à émerger, tant qu'un accord international n'est pas adopté. En raison de la restriction du champ d'application des dispositions anti-fraude américaines, les conflits, qui provenaient principalement de l'application extraterritoriale extensive des lois boursières américaines, résulteraient probablement de l'application extraterritoriale des dispositions anti-fraude françaises ou de celles d'autres États, qui commencent depuis peu à occuper la place vacante laissée par les États-Unis.



## Bibliographie

### Encyclopédies

BERAUDO Jean-Paul et BERAUDO Marie-Josèphe, «Convention De Bruxelles, Conventions De Lugano Et Règlement (CE) N° 44/2001. – Règles ordinaires de compétence. – Matières autres que les obligations contractuelles», in Encyclopédie du JurisClasseur Europe Traité, Fasc. 3022, 1er Mai 2012.

MORTIER Renaud, «rachats d'actions ou de parts sociales.- Généralité», in Juris-classeur Banque-Crédit- Bourse, Fasc. n°1658, 11 avril 2011.

STOUFFLET Jean, «Marché d'instruments financiers en droit international – Statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers. – Conflits d'autorités et conflits de lois», in Encyclopédie du JurisClasseur international, Fasc. n°566-30, 2012.

STOUFFLET Jean et BOURETZ Emmanuelle, «marchés d'instruments financiers en droit international. – Statut légal et règles de fonctionnement des marchés d'instruments financiers . – Conflits d'autorités et conflits de lois», in JurisClasseur internatioal, Fasc. n°566-30, 2012.

## Ouvrages généraux

ALLAND Denis, *droit international public*, PUF 1<sup>er</sup> édition, 2000.

AUDIT Bernard, *Droit international privé*, Economica, 6<sup>ème</sup> édition 2010.

AUDIT Mathias, BOLLÉE Sylvain et CALLÉ Pierre, *Droit du commerce international et des investissements étrangers*, LGDJ, 2<sup>ème</sup> édition, 2016.

BÉLANGER Michel, *Institutions économiques internationales – La mondialisation économique et ses limites*, Economica, 6<sup>ème</sup> édition, 1997.

BERNASCONI Christophe, *Yearbook of private international law*, Petar Sarcevic, Paul Volken, Vol III, 2001.

BOUCOBZA Xavier, *L'acquisition internationale de société*, L.G.D.J, 1998.

CARREAU Dominique et MARRELLA Fabrizio, *Droit international*, 11<sup>ème</sup> édition, Pedone, 2012.

CARREAU Dominique et JUILLARD Patrick, *Droit international économique*, Dalloz, 5<sup>ème</sup> édition 2013.

COMBEAU Jean et SUR Serge, *Droit international public*, 8<sup>ème</sup> édition, Montchrestien, Lextenso édition, 2008.

CRAWFORD James, *Brownlie's Principles of Public International Law*, 5th edn, Oxford: Oxford University Press, 1998.

DUPUY Pierre-Marie, *droit international public*, Dalloz ; 9<sup>ème</sup> édition, 2008.

DUPUY Pierre-Marie et KERBRAT Yann, *Droit international public*, 11<sup>o</sup> édition, Dalloz, 2012.

FUCHS Angelika, WATT Horatia Muir et PATAUT Etienne, *Les conflits de lois et le système juridique communautaire*, Dalloz. 2004.

MAYER Pierre et HEUZÉ Vincent, *Droit international privé*, 11<sup>ème</sup> édition, L.G.D.J. 2014

RUBUT Didier, *Droit pénal international*, 1<sup>re</sup> édition, Dalloz, 2012.

SCHOKKAERT Jan, *Pratique conventionnelle en matière de protection juridique des investissements internationaux*, Bruylant, 2006.

SEIDL-HOHENVELDERN Ignaz, *International economic law*, Nijhoff Publishers, 1989.

SORDINO Marie-Christine, *Droit pénal général*, Ellipses 4<sup>o</sup> édition 2011.

SOUSI-ROUBI Blanche, *Droit bancaire européen*, Daloz, 1995.

STORY Joseph, *Commentaries on the Conflict of Laws, Foreign and Domestic, In Regard to Contracts, Rights, And Remedies, And Especially In Regard To Marriages, Divorces, Wills, Successions, And Judgments*, Hilliard, Gray, And Company, 1834.

SUR Serge, *Les aventures de la mondialisation, Les relations internationales au début du XXI<sup>e</sup> siècle*, La Documentation Française, 2014.

SUR Serge, *Un monde en miettes, les relations internationales à l'aube du XXI<sup>e</sup> siècle*, La Documentation Française, 2010.

SUR Serge, *Relations internationales*, Montchrestien 6<sup>o</sup> édition 2011.

SUR Serge et COMBACAU Jean, *Droit international public*, L.G.D.J. 11<sup>o</sup> édition 2014.

## Ouvrages spéciaux

AÏDAN Pierre, *Droit des marchés financiers, Réflexions sur les sources*, Banque éditeur, 2001.

AUCKENTHALER Franck, *Droit des marchés de capitaux*, L.G.D.J, 2004.

BARBE Odile et DIDELOT Laurent, *Maîtriser les IFRS*, Groupe Revue Fiduciaire, 8e édition, 2016.

BARNETO Pascal, *Normes IFRS : Application aux états financiers*, DUNOD, 2ème édition 2006.

BARTOS James M., *United States Securities Law: A Practical Guide*, Kluwer Law International, third Edition, 2006.

BISMUTH Régis, *La coopération internationale des autorités de régulation du secteur financier et le droit international public*, Bruylant, 2011.

BONNEAU Thierry, *Régulation bancaire et financière européenne et internationale*, Bruylant 3<sup>ème</sup> édition, 2016.

BONNEAU Thierry, DRUMMOND France, *Droit des marchés financiers*, 3<sup>ème</sup> édition, Economica, 2010.

BORNET Jean-Pierre et DE VAUPLANE Hubert, *Droit des marchés financiers*, Litec, 3ème édition, 2001.

BOUTHINON-DUMAS Hugues, *Le droit des sociétés cotées et le marché boursier*, L.G.D.J. 2007.

BRUN Stéphan, *Les normes comptables internationales ISA/IFRS*, Gualino, 2006.

CONAC Pierre-Henri, *La régulation des marchés boursiers par la Commission des opérations de bourse (COB) et la securities and exchange Commission (SEC)*, L.G.D.J. 2002.

COURET Alain, Le NABASQUE Hervé, COQUELET Marie-Laure, GRANIER Thierry, PROACCHIA Didier, RAYNOUARD Arnaud, REYGROBELLET Arnaud et ROBINE David, *Droit Financier*, 2<sup>ème</sup> édition, Dalloz 2012.

DAILLY Léonard, *La coopération des régulateurs boursiers en matière d'enquêtes*, Editions universitaires européennes, 2014.

FRIEDEL-SOUCHU Evelyne, *Extraterritorialité du droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté Européenne*, L.G.D.J, 1994.

LE GALL Jean-Pierre et LE GALL-ROBINSON Claire, *Droit des sociétés : Valeurs mobilières et marchés boursiers, groupes de sociétés*, Dalloz 2004.

LOSS Louis & SELIGMAN Joel, *Securities regulation*, 3th edition 1989.

MERVILLE Anne-Dominique, *Droit financier*, Gualino 2<sup>ème</sup> édition, 2015.

M. MEESSEN Karl, *Extraterritorial jurisdiction in theory and practice*, Kluwer Law International, 1996.

NEUVILLE Sébastien, *Droit de la banque et des marchés financiers*, PUF Droit, 2005.

PAULIN NIBOYET Jean, *Traité de droit international privé français . Tome V . La territorialité (fin). L'extraterritorialité : Obligations. Personnes physiques et morales*, Recueil Sirey, 1948.

SPITZ Nicolas, *La réparation des préjudices boursiers*, RB édition, 2010.

SYNVET Hervé et TENENBAUM Aline, *Instruments financiers*, Dalloz janvier 2009.



## Thèses et Mémoire

BOUCOBZA Xavier, *L'Acquisition Internationale de Société*, (Doctorat : Droit : Paris II : 1996).

FRIEDEL-SOUCHU Evelyne, *Extraterritorialité du droit de la concurrence aux États-Unis et dans la Communauté européenne*, (Doctorat : Droit : Paris 2 : 1992).

GUO Lin, *globalisation financière, développement financier et croissance en économie émergente*, (Doctorat : Droit : Paris 1 : 2011).

KEMPTHORNE David, *Governing International Securities Markets: IOSCO and the Politics of International Securities Market Standards*, (Doctoral thesis : University of Waterloo, Ontario, Canada : 2013).

MEDJABRA Leïla sadoun, *L'extraterritorialité en droit international économique*, (Doctorat : Droit : Paris I : 2012).

LUTTEROTTI Lvon, *US extraterritorial economic sanctions and the EU blocking statute*, (Doctoral thesis : Vienna University : 2003).

NICODÈME Éric, *Essai sur la notion d'extraterritorialité en droits américain et communautaire de la concurrence et des valeurs mobilières*, (Doctorat : Droit : Paris 1 : 1998).

RICARD Antoine, *Lois de police et activités bancaires internationales : contribution à l'étude des lois de police à propos des activités bancaires et d'investissement*, (Doctorat : Droit : Evry-Val d'Essonne : 2008).

RUMEAU-MAILLOT Hala, *Les autorités de régulation dans le domaine bancaire et financier : Vers la mise en œuvre d'un cadre institutionnel européen*, (Doctorat : Droit : Jean Moulin : 2008).

SIMON François-Luc, *Le juge et les autorités du marché boursier*, (Doctorat : Droit : Paris II : 2000).

TELLER Marina, *L'information communiquée par les sociétés cotées : analyse juridique d'une mutation*, (Doctorat : Droit : Nice : 2007).

VALANCE Laure, *L'indemnisation des victimes d'infractions boursières*, Université du Panthéon-Assas (Mémoire : Droit : Paris II : 2006-2007).

## Articles (Revue juridiques) et Note

AFFAKI Georges, «L'extraterritorialité en droit bancaire», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

ARSOUZE Charles et LEDOUX Patrick, «L'indemnisation des victimes d'infractions boursières», *Bulletin Joly Bourse*, n° 4, 01 juillet 2006.

ATHANASSIOU Phoebus, PROKOP Mikulas et THEODOSOPOULOU Aikaterini, «Effets extraterritoriaux du droit américain sur les institutions financières non-américaines – une vue d'ensemble», *Revue de Droit bancaire et financier*, 01/09/2014.

AUDIT Bernard, «Rapport de synthèse», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

AUDIT Mathias, BISMUTH Régis et MIGNON-COLOMBET Astrid, «Sanctions et extraterritorialité du droit américain : quelles réponses pour les entreprises françaises ?», *La Semaine Juridique - Édition Générale*- N° 1-2 -12 janvier 2015, p. 64.

AUBER Emmanuel, «États-Unis Versus Union Européenne, observations comparatives sur la répartition des compétences», *Revue du marché commun et de l'Union européenne*, n°517, avril 2008, p.221.

AUSTIN Robert P., «Regulatory principles and the internationalization of securities markets», *Law And Contemporary Problems*, Vol. 50: No. 3. p. 221: Summer 1987.

BAQUIZAL Kara, «The extraterritorial reach of section 10(b): Revisiting morrison in light of Dodd-Frank», *Fordham International Law Journal*, Vol.34: 1544-2011.

BARRIÈRE François, «La réforme des introductions en bourse», *Bulletin Joly Bourse*, n°3 mars 2015.

BASNAGE John M., «SEC Amends Cross-Border Business Combination Rules», *Business Law*

*International*, Vol 10 No 2 May 2009, p. 156.

BASNAGE John M., CURTIN III William J., and RUBIN Jeffrey W., «Cross-Border Tender Offers and Other Business Combination Transactions and the U.S. Federal Securities Laws: An Overview», *The Business Lawyer*, Vol. 61, No. 3, May 2006, p. 1071.

BECKER Dania S., «Less can be more: Recent examples of cooperation between the United States and European Union on securities regulation», *Washington University Global Studies Law Review*, Vol. 8: 139-2009.

BERMAN Paul Schiff, «The globalisation of jurisdiction», *University Of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151, NO.2: 311-december 2002.

BERMAN Paul Schiff, «From international law to law and globalization», *Columbia Journal Of Transnational Law*, 43: 485-2005.

BEYEA Genevieve, «Morrison v. National Australia Bank and the Future of Extraterritorial Application of the U.S. Securities Laws», *Ohio State Law Journal*, Vol. 72: 3-2011.

BISMUTH Régis, «Le système international de prévention des crises financières. - Réflexions autour de la structure en réseau du Forum de stabilité financière», *Journal du droit international (Clunet)*, 01/01/2007.

BOHRER Stephen D., «The Application of U.S. Securities Laws to Overseas Business Transactions», *Stanford Journal of Law, Business & Financ*, Vol 11: 126- 2005.

BONNEAU Thierry, «Extraterritorialité, ouverture des marchés et démocratie», *Revue de droit bancaire et financier*, janvier-février 2015, Repère 1.

BOUCOBZA Xavier, «La loi applicable a l'offre publique d'acquisition», *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 1999 n° 1, p. 3.

BOURETZ Emmanuelle, «Autorité compétente et loi applicable aux opérations boursières :

l'exemple des offres publiques transfrontières, *Conflits de lois et régulation économique*», *LGDJ*, 2008, p. 93.

BOY Laurence, «L'abus de pouvoir de marché : contrôle de la domination ou protection de la concurrence ?», *Revue internationale de droit économique*, 2005/I, p. 27.

BRADLEY Curtis A., «Territorial intellectual property rights in an age of globalism», *Virginia Journal Of International Law*, Vol. 37: 505-1997.

BRÉHIER Bertrand, «Les nouveaux législateurs : OICV, Comité de Bâle, FSB, G20», *Revue de Droit bancaire et financier*, 01/05/2015.

BREYER Stephen, «La Cour suprême, le droit américain et le monde» – Horatia Muir Watt – *Revue critique de droit international privé*, 2016, p. 221.

BRUMMER Chris, «Stock Exchanges and the New Markets for Securities Laws», *The University of Chicago Law Review*, Vol.75: 1435-2008.

BUCKBERG Elaine and GULKER Max, «Cross-Border Shareholder Class Actions Before and After Morrison», *NERA Economic Consulting*, December 16, 2011.

BUXBAUM Hannah L., «Conflict of economic laws: From sovereignty to substance», *Virginia Journal of international law*, Vol. 42: 931-2002.

BUXBAUM Hannah L., «Transnational regulatory litigation», *Virginia Journal Of International Law*, Vol. 46, issue 2: 251-2006.

BUXBAUM Hannah L., «Multinational Class Actions Under Federal Securities Law: Managing Jurisdictional Conflict», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 46, Issue 1- June 2007.

BUXBAUM Hannah L., «Territory, Territoriality, and the Resolution of Jurisdictional Conflict», *The American Journal Of Comparative Law*, Vol. 57: 634-2009.

CAFRTIZ Eric et TENE Omer, «Plaidoyer en faveur d'une restriction de la compétence personnelle passive en droit français», *Revue de science criminelle et de droit pénal comparé*, n° 4, 2003, p.733.

CAILLEMER DU FERRAGE Alban, «Les enjeux de l'extraterritorialité du droit financier», *Revue de droit bancaire et financier*, n°6, Novembre 15, p.95.

CANAC Jean-Marie, «Droit bancaire : supranationalité et extraterritorialité (1re partie)», *Revue de Droit bancaire et financier*, Mai 2015 - n° 3.

CANAC Jean-Marie, «Droit bancaire : supranationalité et extraterritorialité (2e partie)», *Revue de Droit bancaire et financier*, Juillet 2015 - n° 4.

CAPDEVILLE Jérôme Lasserre, «pratiques commerciales trompeuses et fonds commun de placement», *Bulletin Joly Bourse*, avril 2013. p. 176.

CARDILLI Maria Camilla, «Regulation Without Borders: The Impact of Sarbanes-Oxley on European Companies», *Fordham International Law Journal*, Vol. 27: 785-2004.

CARNEY William J., «The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of "Going Private"», *Emory Law Journal*, Vol. 55. 141-2006.

CHAFFEE Eric C., «A Call for Legislative Reform: Expanding the Extraterritorial Application of the Private Rights of Action Under Federal Securities Law While Limiting the Scope of Relief Available», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol 22:1-Winter 2017, p. 1.

CHANG Kun Young, «Multinational Enforcement Of U.S. Securities Laws: The Need For The Clear And Restrained Scope Of Extraterritorial Subject-Matter Jurisdiction», *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, Vol. IX: 89-2003.

CHANG Kun Younr, «Reforming U.S. disclosure rules in global securities markets», *Annual Review Of Banking & Financial Law*, Vol. 22: 237-2003.

CHARPENTIER Jean, «De la non-discrimination dans les investissements», *Annuaire français de*

*droit international*, Vol. 9, 1963. P. 36.

CHOI Stephen J. et GUZMAN Andrew T., «The Dangerous Extraterritoriality of American Securities Law», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol.17: 207 (1996).

CHOI Stephen J., «Promoting Issuer Choice in Securities Regulation», *Virginia Journal of International Law*, 815 (2000-2001).

CHOI Stephen J., «Assessing regulatory responses to securities market globalization», *Theoretical inquiries in law*, Vol.2: 613-2001.

CHOI Stephen J., «Channeling competition in the global securities market», *The Transnational Lawyer*, Vol. 16: 111 – 2002.

CHOI Stephen J. & SILBERMAN Linda J., «Transnational Litigation and Global Securities Class-Action Lawsuits», *Wisconsin Law Review*, 2009: 465.

COHEN-TANUGI Laurent, «L'application extraterritoriale du droit américain, fer de lance de la régulation économique internationale ?», *Les Cahiers*, Décembre 2014.

COLANGELO Anthony J., «Constitutional limits on extraterritorial jurisdiction: terrorism and intersection of national and international law», *Harvard International Law Journal*, Vol. 48, N°1: 128-2007.

CONNELLY Mark Q., «Multinational Securities Offerings: A Canadian Perspective», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 50, No. 3, (Summer, 1987).

CORNELOUP Sabine, «la place du règlement Rome II dans la régulation globale des marchés financiers», *Cahiers de droit de l'entreprise*, n° 6, novembre 2012, dossier 30, p. 31.

COX JAMES D., «Rethinking U.S. Securities Laws in the Shadow of International Regulatory Competition», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 55, No. 4, (Autumn, 1992).

COX James D., «Regulatory Duopoly in U. S. Securities Markets», *Columbia Law Review*, Vol. 99,

No. 5 (Jun., 1999).

CURRAN Vivian Grosswald, «La jurisprudence récente de la Cour suprême des États-Unis sur l'extraterritorialité et d'autres questions d'importance internationale», *Recueil Dalloz*, décembre 2014, p. 2473.

DALLARA Charles H., «Contenir l'extraterritorialité afin de promouvoir la stabilité financière», *Banque de France, Revue de la stabilité financière*, N° 17, Avril 2013, p. 53.

DAM Kenneth, «Economic and political aspects of extraterritoriality», *The international lawyer*, Vol. 19, n° 3: 887-1985.

DA SILVEIRA Paulo Burnier, «Le contrôle des concentrations transnationales : perspectives comparées», *Innovations* 2011/2 (n°35), p. 139.

D'AVOUT Louis, «L'extraterritorialité vue de Sirius. - (où il est question d'extraterritorialité "régulatoire", entre autres difficultés actuelles d'un droit mondial des affaires peu coordonné)», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

D'AVOUT Louis et PISANI Hervé, «La France laissera-t-elle son contentieux d'affaires partir à l'étranger ?», *Les Echos* du 20-21 novembre 2009, p. 27.

DE MAISON ROUGE Olivier, «La géopolitique du droit, l'autre champ de bataille de la guerre économique», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 10.

DE VAUPLANE Hubert, «Les entreprises européennes face à l'extraterritorialité du droit américain», *Revue Banque*, mai 2010, n° 724, p. 78.

DE VAUPLANE Hubert, «Note sous arrêt de la Cour d'appel de Paris, 30 juin 2006, LVMH c/ Morgan Stanley», *Banque et droit* n° 108, juillet-août, 2006, p. 34.

DE VAUPLANE Hubert, DAIGRE Jean-Jacques, DE SAINT MARS Bertrand et BORNET Jean-



Pierre, «Note sous arrêt de la Cour d'appel de Paris, 28 avril 2010, Vivendi v. Gérard et autres», *Banque et Droit*, 01/05/2010, n° 131, p. 23.

DEVOUGE Jean-Christophe, «Réforme du droit des offres publiques : quel régulateur pour les offres publiques transfrontalières ?» *RTDF* N° 3 – 2012, p. 26.

DIERKER Martin, «The Value of Private and Public Information in Firms: An Agency View», *University of Houston, C.T. Bauer College of Business*, March 1, 2006.

DODGE William S., «Morrison's effects test», *Southwestern Law Review*, Vol. 40: 687-2011.

DODGE William S., «Understanding the presumption against extraterritoriality», *Berkeley Journal Of International Law*, Vol. 16: 85-1998.

DOMBALAGIAN Onnig H., «Choice of Law and Capital Markets Regulation», *Tulane Law Review*, Vol. 82: 1903-2008, p. 1930.

DUBERTRET Matthieu, «Affaire Morrison v. National Australia Bank Ltd : l'espoir d'un nouvel âge», *Revue de droit bancaire et financier*, juillet-août 2010, p. 32.

DUBERTRET Matthieu, «Procédures américaines de *discovery* – Le transfert d'information d'ordre économique ou à caractère personnel», *Banque & Droit* N° 129 janvier-février 2010, p. 5.

DUCOULOUX-FAVARD Claude, «Le marché de l'infraction d'initié», *Petites affiches*, 01 juin 1994 n° 65, p. 32.

DUFOUR Olivia, «L'AMF envisage de modifier sa procédure de sanction», *Petites affiches* 10 juillet 2007 n°137, p. 3.

EARL CHILDRESS III Donald, «When Erie Goes International», *Northwestern University Law Review*, Vol. 105:1531-2011

EARL CHILDRESS III Donald, «Escaping federal law in transnational cases: The brave new world

of transnational litigation», *North Carolina Law Review*, Vol. 93, n°4: 995-2015.

ELGADEH Meny, «Morrison V National Australia Bank: Life After Dodd-Frank», *Fordham Journal Of Corporate & Financial Law*, Vol. XVI: 573-2011.

EMMANUEL Gaillard, «Les leçons de l'affaire Morrison. Réflexions sur l'arrêt rendu par la Cour suprême des États-Unis le 24 juin 2010», *Bulletin Joly Bourse*, n°4, 01 juillet 2010.

ENGELN Klaus C., «Preventing European "Enronitis": How European Regulators Are Handling the Spillover Effects of Sarbanes-Oxley», *The International Economy*, June 22, 2004. p. 40.

EVANS Nilene R., LYNN David M. and PINEDO Anna T., «JOBS Act Quick Start- A brief overview of the JOBS Act», *International Financial Law Review*, 1 Feb 2013.

FADLALLAH Ibrahim, «Point de vue sur l'affaire *Péchiney* : la localisation du délit d'initié», *Revue critique de droit international privé* 1996, p. 621.

FAGES Bertrand et PERCHET Christophe, «Les foreign cubed class actions après les arrêts Morrison et Vivendi», *Bulletin Joly Sociétés*, septembre 2010, n° 9, p. 738.

FANTO James A. & KARMEL Roberta S., «A Report on the Attitudes of Foreign Companies Regarding a U.S. Listing», *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 3: 1-1997.

FAUGÉROLAS Laurent et SCEMAMA Jeremy, «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale étrangère de la cible (article 34 de la loi Breton)», *Bulletin Joly Bourse*, novembre-décembre 2005, p. 707.

FLEISCHER Holger et DECKERT Katrin, «La réforme de la directive transparence : harmonisation minimale ou pleine harmonisation des règles relatives aux déclarations de franchissement de seuils ?» *RTDF* No1/2-2011, p. 40.

FOX Merritt B., «Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom», *Michigan Law Review*. Vol. 95, No 8: 2498-1997.

FOX Merritt B., «Securities Class Actions Against Foreign Issuers», *Stanford Law Review*, Vol. 64: 1174-May 2012.

FRIED Douglas M., «General Partnership Interests as Securities Under the Federal Securities Laws: Substance over Form», *Fordham Law Review*, Vol. 54: Issue 2-1985.

FRISON-ROCHE Marie-Anne, «Comment créer un espace juridique européen compétitif face à la puissance anglo-saxonne ?», *Petites affiches*, 13 juillet 2000 n° 139, p. 26.

FRISON-ROCHE Marie-Anne, «Exemple de régulation et de contrôle étrangers», *Petites affiches*, 17 septembre 2001 n° 185, p. 34.

FULKERSON Brandy L., «Extraterritorial Jurisdiction and U.S. Securities Law: Seeking Limits for Application of the 10(b) and 10b-5 Antifraud Provisions», *Kentucky Law Journal*, Vol. 92-2003-2004.

GARAPON Antoine, «Deals de justice : le marché américain de l'obéissance mondialisée ?», interview, *Petites affiches*, n° 233, 21/11/2013, p. 4.

GARRIGUES Brigitte, «Éclairage. L'accès au prétoire américain des porteurs de titres émis par une société étrangère», *Bulletin Joly Bourse*, n°4, 01 juillet 2010.

GAUDEMET-TALLON Hélène, «Le *forum non conveniens*, une menace pour la Convention de Bruxelles (À propos de trois arrêts anglais récents)», *Rev. crit. DIP* 1991, p. 499.

GAUDEMET-TALLON Hélène, «Les régimes relatifs au refus d'exercer la compétence juridictionnelle en matière civile et commerciale : *forum non conveniens*, *lis pendens*», *Revue internationale de droit comparé*, 2-1994, p. 424.

GEIGER Uri, «Harmonization of Securities Disclosure Rules in the Global Market - A Proposal», *Fordham Law Review*, Vol. 66: 1800-1998.

GESLIN Albane, «La position de la France en matière d'extraterritorialité du droit économique

national», *Revue juridique de l'Ouest*, 1997-4. p. 413.

GEVURTZ Franklin A., «An Introduction to the Symposium and an Examination of Morrison's Impact on the Presumption Against Extraterritoriality», *Global Business & Development Law Journal*, Vol. 27: 173-2014.

GIANSANTI CAG Madeleine et al., Europe, *44 INT'L LAW*. 645, 652 (2010).

GIRARD Renaud, «La France doit cesser d'être le caniche des États-Unis», *Le figaro*, 31/07/2015.

GOLDMAN Martin E. & MAGRINO Joseph L., «Some Foreign Aspects of Securities Regulation: Towards a Reevaluation of Section 30(b) of the Securities Exchange Act», *Virginia Law Review*, Vol. 55, n° 6, October 1969, p. 1015.

GRANGÉ Joël, «La résistance de la norme nationale française à la norme nationale étrangère», *La Semaine Juridique Social*, n° 17-18, 3 Mai 2016, p. 1154.

GRANIER Thierry, «La commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs : une rencontre entre droit de la consommation et droit financier», *Bulletin Joly Bourse*, n° 1, 01 janvier 2006, p. 7.

GRILLIER Frédéric et SEGAIN Hubert, «Franchissements de seuils : Réglementation applicable et évolutions souhaitables», *RTDF N° 4- 2007*, p. 20.

GUSEVA Yuliya, «Extraterritoriality of securities law redux: litigation five years after Morrison v National Australia Bank», *Columbia Business Law Review*, Vol. 2017-No. 1:199.

HEALY James J., «Consumer protection choice of law: European lessons for the United States», *Duke journal of comparative & international law*, Vol 19: 535-2009.

HEMINWAY Joan MacLeod, «The extraterritorial application of U.S. securities fraud prohibitions in an increasing global transnational world», May 7, 2012, p. 2.

HERZ-ROIPHE Daniel E., «Innocent Abroad? Morrison, Vilar, and the Extraterritorial Application of the Exchange Act», *The Yale Law Journal*, Vol. 123: 1875-2014, p. 1885.

HUDSON Alan, «Beyond the Borders: Globalisation, Sovereignty and Extra-Territoriality», *Geopolitics*, Vol. 3, Issue 1, p. 89, 1998.

Huw JONES, «L'extraterritorialité, nouvelle menace pour le secteur financier», *Les Echos Bourse*, 06/02/2012.

JACKSON Howell E. & PAN Eric J., «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999—Part I», *Business Lawyer*, Vol. 56: 653-2001.

JACKSON Howell E. & PAN Eric J., «Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe - Part II», *Virginia Law & Business Review*, N°2, Vol. 3: 207-2008.

JACQUIN Jean-Baptiste, «Affaire Pierre Bergé: la Cour d'appel de Paris réduit l'amende de la COB», *Les Echos* n° 16605 du 17 Mars 1994, p. 32.

JENNINGS Robert.Y., «Extraterritorial Jurisdiction and the United States Antitrust Law», *British Yearbook of International Law*, Vol. 33: 146-1957.

Jonathan MARSH, «Loi Florange – Un regard outre-Atlantique et point de vue au sein d'une entreprise multinationale», *Bulletin Joly Bourse*, n° 10, 01 octobre 2014.

JONES Ashby, «Lawyers are Looking to Canada For Shareholder Litigation», *The Wall Street Journal*, February 27, 2012.

JUVIN Hervé, «L'union européenne, une entreprise à décerveler les peuples», *Le figaro*, 26/06/2015.

KAAL Wulf A. and PAINTER Richard W., «Forum Competition and Choice of Law Competition in Securities Law After Morrison v. National Australia Bank», *Minnesota Law Review*, Vol. 97: 132-

2012.

KAHN Daniel S., «The collapsing jurisdictional boundaries of the antifraud provisions of the U.S. securities laws: The supreme court and congress ready to redress forty years of ambiguity», *New York University Journal of Law and Business*, Vol. 6, No. 2: 365-2010.

KANNAN Arut, «ISDA 2014 Resolution Stay Protocol et suspension des accords de close-out netting: vers une reconnaissance extraterritoriale des mesures de résolution ?», *Revue de Droit bancaire et financier*, Mai 2015 - n° 3.

KANTÉ Lucille, «L'arrêt Morrison : vers la fin du forum shopping en matière boursière ?», *Journal de l'arbitrage de l'Université de Versailles*, 01/10/2011.

KAPSTEIN Ethan Barnaby, «Between power and purpose: central bankers and the politics of regulatory convergence», *International Organization*, Vol. 46, Issue 1, January 1992, pp. 265-287.

KARMEL Roberta S., «The extraterritorial application of federal securities code», *Connecticut law review*, Vol. 7: 669-1975.

KARMEL Roberta S., «The second Circuit's Role in Expanding the SEC's Jurisdiction Abroad», *ST. John's Law Review*, Vol. 65: 743-1991.

KARMIN Craig, «SEC's Exemption Gets Some Praise», *The Wall Street Journal*, January 13, 2003.

KASPARIAN Patrick, «Quand la création d'une holding suffit pour le contournement de la réglementation sur les franchissements de seuil...», *Bulletin Joly Bourse*, 31 janvier 2015 n° 1, p. 8.

KELLY John D., «Let there be fraud (abroad): A proposal for a new U.S. Jurisprudence with regard to the extraterritorial application of the anti-fraud provisions of the 1933 and 1934 securities acts», *Law & Policy in International Business*, Vol. 28: 477-1997.

KIM Jong-Seok, «Sales Of Securities Over The Internet: Extraterritorial Reach And Limit Of The Federal Securities Laws In The U.S.», *Korean J. Of INT'L & COMP. L.*, Vol 30: 40-41, 2002.

KRISCH Nico, «International law in times of hegemony: Unequal power and the shaping of the international legal order», *The european journal of international law*, Vol. 16, no. 3: 390-2005.

LAGARDE Paul et TENENBAUM Aline, «De la Convention de Rome au règlement «Rome I», *Rev. crit. DIP* 2008, p. 727.

LAMBERT Sylvain, «Clauses attributives de juridiction statutaires : une arme efficace contre les *foreign-cubed class actions* ?», *Bulletin Joly Bourse*, Mai-Juin, 2010, p. 264.

LANDER Guy P., «Regulation S - Securities Offerings Outside the United States», *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*, Vol. 21: 339-1996.

LANGEVOORT Donald C., «Schoenbaum Revisited: Limiting the Scope of Antifraud Protection in an Internationalized Securities Marketplace», *Law And Contemporary Problems*, Vol. 55: No. 4: 241-1992.

LANGEVOORT Donald C., «U.S. Securities Regulation and Global Competition», *Virginia Law & Business Review*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1313133, December 8, 2008.

LANOIS Paul, «Between a rock and a hard place: the Sarbanes-Oxley Act and its global impact», *Journal of international law and policy*, Vol. 4: 1-2007.

LAPRADE Frank Martin, «Affaire Orco : Du prix à payer (cher) par une société cotée en cas de récidive», *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 2013 n° 1, p. 17.

LAPRADE Frank Martin, «Vers une reconnaissance en droit français de la notion de "bénéficiaire économique" ?», *Bulletin Joly Bourse*, 01 avril 2013 n° 4, p. 173.

LAPRADE Frank Martin, «Bilan critique de la consultation publique de l'AMF sur les introductions en bourse», *Bulletin Joly Bourse*, n° 1, 31 janvier 2015.

LE CANNU Paul, «Offre publique d'achat obligatoire pour une société étrangère, et notion de part

essentielle des actifs de la société holding intermédiaire (art. 5-3-7 du règlement du CMF)», *Revue des sociétés* 1998, p. 572.

LEE Nathan, «The extraterritorial reach of United States securities actions after Morrison v. National Australian Bank», *Richmond Journal of Global Laws & Business*, Vol. 13: issue 4: 6232015, p. 643.

LENOIR Noëlle, «Le droit de la preuve à l'heure de l'extraterritorialité», *RFDA*, mai-juin 2014, p. 487.

LICHT Amir N., «International diversity in securities regulation: Some roadblocks on the way to convergence», *Cardozo Law Review*, Vol. 20: 227-1998.

LICHT Amir N., «Games Commissions Play: 2x2 Games of International Securities Regulation», *The Yale Journal Of International Law*, Vol. 24: 61-1999.

LOFTUS Peter, «Delistings Surge After Sarbanes-Oxley, Study Finds», *The Associated Press*, December 13, 2004.

LONGSTRETH Bevis, «A Look at the SEC's Adaptation to Global Market Pressures», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 33: 319-1995.

LOUIS-LUCAS Pierre, «L'impérieuse territorialité du droit», *RCDI* 1935 p. 651.

LU Bingbin, «International harmonization of disclosure rules for cross-Border securities offerings: A chinese perspective», *Corporate Governance Law Review*, Vol. 1: 245-2005.

MACLEAN Daniel C., «The transnational investment company and the federal securities laws», *Columbia Journal Of Transnational Law*, Vol. 12: 1-1973.

MAGNIER Véronique, «L'affaire *Vivendi* entre rêve américain et cauchemar, A propos de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 28 avril 2010 (*SA Vivendi c/ Gerard et a.*)», *Revue des sociétés*, n° 7, 2010,



MAHMOUD Mohamed Salah, «Droit économique et droit international privé, Présentation – Ouverture», *Revue internationale de droit économique* 1/2010 (t. XXIV, 1), p. 9.

MAISON-BLANCHE Catherine, «Extension de la compétence territoriale de l'Autorité des marchés financiers concernant le contrôle des offres publiques d'acquisition : apports de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie et de la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition», *RTDF* n°1-2006, p. 134.

MALASSIGNÉ Vincent, «Les depositary receipts», *Bulletin Joly Bourse*, 01 janvier 2017 - n° 01, p. 24.

MALBRUNOT Georges, «En Iran, l'offensive discrète des entreprises américaines», *Le figaro*, 04/10/2013.

MANN Micheal D. & BARRY William P., «developments in the internationalization of securities enforcement», *The International Lawyer*, Vol. 39, NO.4 -937, 2005.

MARÉCHAL Anne, «Le retrait de la cote aux États-Unis ou les pièges de la réglementation américaine», *RTDF* N° 2 – 2006, p. 57.

MARÉCHAL Anne, «La réforme du retrait de la cote des sociétés étrangères cotées aux États-Unis est enfin adoptée», *RTDF*, N° 2 – 2007, p. 29.

MARTIN Didier, «3 QUESTIONS Extraterritorialité : anticiper et gérer», *La Semaine Juridique Entreprise et Affaires* n° 11, 17 Mars 2016, p. 223.

MARTIN Didier, «Les offres publiques internationales», *RTDF* N° 2-2008, p. 17.

MARTIN Didier, «L'extraterritorialité en droit des marchés financiers», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 6, Novembre 2015, dossier 52.

MARTIN Didier et HAAS Florence, «la compétence internationale de l'autorité des marchés

financiers en matière d'offre publique», *RTDF* N° 3 – 2006, p. 38.

MARTIN Didier, KANOVITCH benjamin et FRAYSSE Elsa, «Quelques enseignements et réflexions en matière de droit boursier, tirés du rapprochement entre NYSE et Euronext», *RTDF*, N° 1-2007, p. 7.

MASTOR Wanda et RAPP Lucien, «Wall Street 2 : Vers la fin de la présomption de l'extraterritorialité du droit boursier américain ?», *Constitutions*, 2010, p. 475.

MATHEY Nicolas, «Obligation d'information du professionnel sur les risques des produits financiers proposés», *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, Novembre 2008, étude 27.

MATTEI Ugo, «A theory of imperial law: A study on U.S hrgemony and the latin resistance», *Indiana Journal Of Global Legal Studies*, Vol. 10: 383-2003.

MATTOUT Jean-Pierre, «Droit bancaire, supranationalité et extraterritorialité : la lex mercatoria», *Revue de Droit bancaire et financier* - Mai 2015 - n° 3.

MAZIAU Nicolas, «L'extraterritorialité du droit entre souveraineté et mondialisation des droits», *La Semaine Juridique - Entreprise et Affaires*, 09/07/2015.

MEHRA Salil K., «Extraterritorial Antitrust enforcement and the Myth of International Consensus», *Duke Journal of Comparative & International Law*, Vol 10: 191-1999.

MENJUCQ Michel, «La prise de contrôle internationale», *la revue Droit 21*, 2001, ER 037.

MEYERT Jeffrey A., «Dual Illegality and Geoambiguous Law: A New Rule for Extraterritorial Application of U.S. Law», *Minnesota Law Review*, 95: 111-2010.

MOON John G., «The dangerous territoriality of american securities law: A proposal for an integrated globl securities market», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 21: 131-2000.

MORRISON Alan B., «Fundamental of american law», Note bibliographique de Joël Monéger,

*Revue internationale de droit comparé*, année 1997, Volume 49, N° 3, p. 743.

MOUSTAFA Alexandre, «Ces lois américaines qui font frémir les entreprises françaises», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 14.

NAVARRO Jean-Louis, «Les obligations comptables des commerçants», *Juris-Classeur Commercial*, septembre 2009 (actualisé en décembre 2011).

N. Ba., «Délit d'initié : la COB se félicite de la jurisprudence Saint Laurent», *Les Echos* n° 16622 du 12 Avril 1994, p. 31.

NORTON Joseph Jude, «United States securities laws: A transnational perspective», *Anglo-American law review* 81-1978.

OLIVEIRA Marcela Tarré, «L'offre publique obligatoire étendue à la filiale européenne», *RTDF* N°4-2007, p. 46.

PACLOT Yann, «Class actions : le vent du boulet...», *Revue de Droit bancaire et financier* n° 4, Juillet 2010, focus 14.

PAILLER Pauline, «Existe-t-il une notion d'instrument financier à terme ?», *RTDF*, 2010, n° 4, p. 36.

PAINTER Richard W., «The Dodd-Frank extraterritorial jurisdiction provision: Was it effective, needed or sufficient ?», *Harvard Business Law Review*, Vol. 1: 195-2011.

PARK Junsun, «Global Expansion of National Securities Laws: Extraterritoriality and Jurisdictional Conflicts», *University Of New Hampshire Law Review*, Vol. 12, No.1: 69-2014.

PIETRANCOSTA Alain, «Affaire Morgan Stanley c/ LVMH : Le recadrage de la Cour d'appel de Paris», *RTDF*, 2006/1, p. 6.

PIETRANCOSTA Alain, «La réforme américaine et ses répercussions mondiales», *Revue de Droit*

*bancaire et financier*, 01/11/2002.

PLACID Debbie Mavis, «A look at the effects of Morrison v. National Australia Bank on American Depository Receipts and Section 10(b) liability», *Ston Hall Law eRepository*, 5-1-2013.

POSNER Elliot, «Making Rules for Global Finance: Transatlantic Regulatory Cooperation at the Turn of the Millennium», *International Organization*, Vol. 63, No. 4 (Fall, 2009), p. 665.

PRADA Michel, «Internet et la régulation des marchés financiers», *Revue d'Économie Financière*, n° 69, 2002, p. 233.

RACINE Jean-Baptiste, «Droit économique et lois de police», *Revue internationale de droit économique* 1/2010 (t. XXIV, 1), p. 74.

RAUSTIALA Kal, «Does the Constitution Follow the Flag? The Evolution of Territoriality in American Law», *Law & Society Review*, Vol. 45, No. 2 (JUNE 2011), p. 511.

REVELOSTT C. Nicholas, «Transnational Securities regulation: Can U.S. investors have their cake and eat it too?», *Journal of International Law and Practice*, 3: 87-1994.

REYNIER Hubert, «Les offres publiques internationales : répartition géographique de compétence», *RTDF*, N° 3-2006, p. 99.

RIASSETTO Isabelle, «Commercialisation d'instruments financiers : ce qu'il ne faut pas faire !», *Bulletin Joly Bourse*, 01 février 2013 n° 2, p. 82.

ROCH Géraldine, «L'activité des fonds spéculatifs jugée illégitime par la Commission des sanctions de l'AMF», *Bulletin Joly Bourse*, 01 octobre 2014 n° 10, p. 470.

RONTCHEVSKY Nicolas, «La responsabilité pénale», *Bulletin Joly Bourse*, 01 mai 2007 n° 3, p. 335.

RONTCHEVSKY Nicolas, «LVMH C/ Morgane Stanley : retour à l'orthodoxie juridique : la Cour

d'appel de Paris infirme sur l'essentiel le jugement du Tribunal de commerce de Paris du 12 janvier 2004», *RTDcom*, octobre-décembre 2006, p. 875.

ROSEMAIN Mathieu, «Délit d'initiés : le régulateur boursier touche les limites de son pouvoir», *Les Echos* n° 20414 du 28 Avril 2009. p. 40.

ROSENTHAL Douglas E. and KNIGHTON William M., «National Laws and International Commerce : The Problem of Extra-territoriality», *London, Routledge & Kegan Paul, The Royal Institute of International Affairs, Coll. « Chatham House Papers, No. 17, 1982, p. IX.*

RUIZ FABRI Hélène, «Immatériel, territorialité et État», *Archives de Philosophie du Droit*, 43 (1999).

RYNGAERT Cedric, «Cross-Border Takeover Regulation: a Transatlantic Perspective», *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, issue 3, 2007, p. 434.

SACHS Margaret V., «The international reach of rule 10b-5: The Myth of congressional silence», *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 28, No. 3: 677-1990.

SADLAK Kristina A., «The European Commission's action plan to modernize European company law: How far should the SEC do in exempting European issuers from complying with the Sarbanes-Oxley Act?», *International law & Management review*, Vol.3 Winter 2006.

SAGAUT Jean-François et CAGNIART Marc, «Regard communautaire sur le *Forum Shopping* et le *forum non conveniens*», *Petites affiches* n° 74, 14/04/2005, p. 51.

SALÜN Yvon, DELORME Thibault et BELIN-ZERBIB Sarah, «IFRS et droit», *Bulletin Joly Société*, N° 4, 2005, p. 499.

SANSDBERG Stevan, «The Extraterritorial Reach of American Economic Regulation: The Case of Securities Law», *Harvard International Law Journal*, Vol. 17- 1976, p. 326

SAUDAGARAN Shahrokh M. & BIDDLE Gary C., «Financial Disclosure Levels and Foreign

Stock Exchange Listing Decisions», *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 4, No. 2, 1992.

SCHUSTER Gunnar, «Extraterritoriality of Securities Laws: An Economic Analysis of Jurisdictional Conflicts», *Law & Policy In International Business*, Vol. 26-1994, p. 170.

SERVAN-SCHREIBER Pierre et BOULON Olivier, «"Class actions" : l'État français intervient devant la Cour suprême», *Les Echos*, 11/3/2010, p. 11.

SIEGMUND Eric, «Extraterritoriality and the Unique Analogy Between Multinational Antitrust and Securities Fraud Claims», *Virginia Journal of International Law*, Vol. 51: 1047-2011.

SIMMONS Beth A., «The international politics of harmonization: The case of capital market regulation», *Internatinal Organization*, 55(3)-2001, p. 595.

SJOSTROM JR. William K., «The birth of rule 144A equity offerings», *UCLA Law Review*, Vol. 56: 409-2008.

SMALL David H., «Managing Extraterritorial Jurisdiction Problems: The United States Government Approach», *Law and Contemporary Problems*, Vol. 50, No. 3, (Summer, 1987), p. 283.

SOREL Jean-Marc, «Remarques sur l'application extraterritoriale du droit national à la lumière de la législation américaine récente», *Revue juridique de l'Ouest*, Volume 9 Numéro 4, 1996, p. 415.

SPENDER Peta and TARLOWSKI Michael, «Morrison V National Australia Bank Ltd, Adventures On The Barbary Coast: Morrison And Enforcement In A Globalised Securities Market», *Melbourne University Law Review*, Vol 35: 282-2011.

SPITZ Nicolas, «Possibilités ouvertes en droit financier et protection des épargnants», *Revue Lamy de la concurrence*, N° 28, 1er juillet 2011.

STERN Brigitte, «Quelques observations sur les règles internationales relatives à l'application extraterritoriale du droit», In *Annuaire français de droit international, édition du CNRS*, volume 32,

1986, p. 7.

STERN Brigitte, «Une tentative d'élucidation du concept d'application extraterritoriale», *Revue québécoise de droit international* III, p. 49-1986.

SYNVET Hervé, «Les enjeux de l'extraterritorialité en droit financier : introduction», *Revue de Droit bancaire et financier* n° 6, Novembre 2015, dossier 49.

TANEDA Kenji, «Sarbanes-Oxley, Foreign Issuers and United States Securities Regulation», *Columbia Business Law Review*, Vol. 2003, No. 2: 715.

TAYLOR George M., «Extraterritorial application of the federal securities Code: An examination of the role of international law in american courts», *Vanderbilt Journal of transnational law*, Vol. 11: 711-1978.

TENENBAUM Aline, «L'application territoriale du droit boursier», *Petites Affiches*, 18 janvier 1999 n° 12, p. 10.

TENENBAUM Aline, «La compétence internationale des autorités de surveillance des marchés financiers en matière d'offre publique, Réflexion à propos de l'offre publique de la société Mittal Steel sur les titres de la société Arcelor», *Revue critique de droit international privé*, N° 3-2006, p. 573.

TENENBAUM Aline, «La disparition de l'exigence de territorialité en matière de compétence des autorités de contrôle à l'épreuve du droit des marchés dérivés ?», *Revue de Droit bancaire et financier*, Juillet 2015 - n° 4.

TENENBAUM Aline, «La restauration et le renforcement de la confiance des consommateurs dans le secteur financier européen : la relance passerait-elle par le recours à des outils contractuels ?», *Revue des contrats*, n° 1, 01/01/2011.

TENENBAUM Aline, «L'enchevêtrement des compétences européennes et nationales - Morceaux choisis tirés des directives Prospectus et Transparence», *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2012, dossier 29, p. 25.

TENENBAUM Aline, «La mise en œuvre dans l'affaire Luxalpha des règles de compétence européennes et de la Convention de Lugano en matière de responsabilité délictuelle», *Bulletin Joly Bourse*, 30 septembre 2014 n° 9, p. 400.

The Harvard Law Review Association, «Predictability and Comity: Toward Common Principles of Extraterritorial Jurisdiction», *Harvard Law Review*, Vol. 98-1985, p. 1310.

THEODORE Jean-François, MARINI Philippe, KESSLER Denis, ZASS Manfred, BEZARD Pierre, FEVRE Jean-Pierre, SCHOEN Thierry et DE LA MARTINIÈRE Gérard, «Débats», *Petites affiches*, 10 janvier 1996 n° 5, P. 29.

THOMAS Barbara S., «Extraterritoriality in an era of internationalization of the securities markets: The need to revisit domestic policies», *Rutgers Law Review*, n° 3, Vol. 35: 453-1983.

TORCHIANA William D., «L'extraterritorialité vue des États-Unis», *Revue de Droit bancaire et financier*, Novembre 2015 - n° 6.

TORCK Stéphane, «Application du Règlement général AMF dans l'espace», *Revue de Droit bancaire et financier*, n° 4, Juillet 2009, p. 67.

TRACHTMAN Joel P., «Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistency and Cooperation», *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 12-1991, p. 241.

TRACHTMAN Joel P., «Unilateralism, bilateralism, regionalism, multilateralism, and functionalism: A comparison with reference to securities regulation», *Transnational Law & Contemporary Problems*, Vol. 4: 69-1994.

TRAUTMAN Donald T., «The Role of Conflicts Thinking in Defining the International Reach of American Regulatory Legislation», *Ohio State Law Journal*, vol. 22: 586-1961.

URQUHART Joshau G., «Transnational securities fraud regulation: Problems and solutions»,



*Chicago Journal Of International Law*, Vol. 1, No.2: 471-2000.

VERDEVOYE Alain-Gabriel, «Quand Obama oblige Renault à quitter l'Iran... à son grand dam», *La Tribune*, 26/07/2013.

VIANDIER Alain, «L'Europe et le droit des valeurs mobilières», *Bulletin Joly Sociétés*, 01 juin 1991 n° 6, p. 575.

WALSH Ryan, «Extraterritorial confusion: The complex relationship between Bowman and Morrison and a revised approach to extraterritoriality», *Valparaiso University Law Review*, Vol. 47: 669-2013.

WATT Horatia Muir, «Le champ d'application dans l'espace de la législation financière américaine, Le serpent de mer de l'extraterritorialité», *Cahiers de droit de l'entreprise* n° 6, Novembre 2012, dossier 31, p. 37.

W. BARTON Patterson, «Defining the Reach of the Securities Exchange Act: Extraterritorial Application of the Antifraud Provision», *Fordham Law Review*, Vol. 74, issue 1: 213-2005.

WHYTOCK Christopher A., «The Evolving Forum Shopping System», *Cornell Law Review*, Vol. 96: 481-2011, p. 503-504.

WINTHROP HAIGHTI George, «International law and extraterritorial application of the antitrust laws», *The Yale Law Journal*, Vol. 63: 639-1954.

WU Jennifer, «Morrison v. Dodd-Frank, Deciphering the congressional rebuttal to the supreme court ruling», *University Of Pennsylvania Journal Of business Law*, Vol. 14: 317-2011.

SYNFIE, «L'extraterritorialité ou l'extension du domaine de la lutte», *Syndicat Français de l'Intelligence Économique*, Lettre d'information N°5, mars 2016, p. 5.

ZEKKOUTI Naguin B., «Le contentieux boursier international à l'épreuve de l'extraterritorialité du droit américain : "Morrison toujours"», *Bulletin Joly Bourse et produits financiers*, 01/12/2014, n° 12, p. 594.

ZEKKOUTI Naguin B., «L'extraterritorialité des règles boursières américaines à l'ère post-Morrison : une double confirmation qui soulève des questions», *Bulletin Joly Bourse et produits financiers*, 01/01/2015, n° 1, p. 19.

Comment, «Extraterritorial Application of the Securities Exchange Act of 1934», *Columbia Law Review*, Vol. 69: 94-1969.

Comment, «Predictability and comity : Toward common principles of extraterritorial jurisdiction», *Harvard Law Review*, Vol. 98, No. 6: 1310-1985.

Comment, «Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act -Extraterritoriality- RJR Nabisco, Inc. v. European Community», *Harvard Law Review*, [Vol. 130:487-2016].

Comment, «Securities Law – Subject Matter Jurisdiction In Transnational Securities Fraud – Bersch v. Drexel Firestone, Inc ; IIT V. Vencap, Ltd», *International Law And Politics*, Vol. 9: 113-1976.

Comment, «The Transnational Reach of Rule 10b-5», *University Of Pennsylvania Law Review*, Vol. 12: 1363-1973.

Note, «Appel public à l'épargne et cotation des sociétés étrangères», (Cf. Note), *Bulletin Joly Sociétés*, 01 juillet 1989 n° 7-8, p. 595.

Note sur la décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 26 juin 2008 à l'encontre de MM Arnaud Mimran et franck Mouyal, *Banque et droit* N° 125 mai-juin 2009, p. 27.

## Mélanges et Contributions à un ouvrage

AMADOU Souley, «Bourses d'hier et de demain : brèves réflexions sur l'évolution des incertitudes sémantiques et juridiques relatives à la notion de marché», in, Mélanges AEDBF-France, dir. J.-P. MATTOUT et H. DE VAUPLANE, Banque éditeur 1997.

AUDIT Mathias, «Les autorités de régulation : la confrontation des autorités nationales de régulation à la transnationalité des marchés», in Conflit de lois et régulation économique, L.G.D.J, 2008.

BIANCO Giuseppe, «Strengths and weaknesses of the ESMA-SEC supervisory cooperation», In Regulating and Supervising European Financial Markets, More Risks than Achievements, Springer International Publishing, 2016, p. 167.

BOUTHINON-DUMAS Hugues, «La défense de la place financière par le régulateur boursier», in Les défis actuels du droit financier, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 45.

Didier PORACCHIA, «La mobilité des sociétés par transfert de siège au sein de l'Union européenne – Un nouvel enjeu pour le droit français», in Les défis actuels du droit financier, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 423.

ERGEC Rusen, «La compétence extraterritoriale à la lumière du contentieux gazoduc euro-sibérien», In: Politique étrangère, n°1 - 1986 - 51<sup>e</sup>année. p. 329.

FRANÇOIS Bénédicte, «Les marchés financiers américains : quels enseignements pour l'Europe», in Les défis actuels du droit financier, Mélanges - Joly éditions, 2010, p. 103.

JACKSON Howell E., «Toward a New Regulatory Paradigm for the Trans-Atlantic Financial Market and Beyond: Legal and Economic Perspectives», in Global Capital Markets and the U.S. Securities Laws 2009: Strategies for the Changing Regulatory Environment, NY: Practising Law Institute, May 2009.

JACQUEMAIN Marc, «État et marché à l'heure de la mondialisation. Babel comme perspective sociologique», in *Le marché et l'État à l'heure de la mondialisation, Actes du 1er colloque David-Constant de la faculté de droit de l'Université de Liège*, Larcier, 2007, p. 265.

KERBRAT Yann, «Introduction», in *Forum shopping et concurrence des procédures contentieuses internationales*, Bruylant, 2011.

M. C. Robert, «La réparation civile des infractions financières», in *La criminalité d'argent, Actes du colloque tenu à la première chambre de la Cour d'appel de Paris, le 14 novembre 2003*, L.G.D.J, 2005.

MICHAELS Ralf, «Territorial Jurisdiction After Territoriality», in *Globalisation And Jurisdiction*, édité by Piet Jan Slot & Mielle Bulterman (Leiden Kluwer, 2004).

MUIR-WATT Horatia, «Concurrence d'ordres juridiques et conflits de lois de droit privé», in *Le droit international privé : Esprit et méthodes, Mélanges en l'honneur de Paul Lagarde*, Paris, Dalloz, 2005.

NEUVILLE Sébastien, «Marché et justice – Pour une nouvelle culture financière», in *Les défis actuels du droit financier, Mélanges - Joly éditions*, 2010, p. 9.

QUEINNEC Yann et CAILLET Marie Caroline, «Quels outils juridiques pour une régulations efficaces des activités des sociétés transnationales ?», in *Responsabilité sociale de l'entreprise transnationale et globalisation de l'économie*, Bruylant, 2010.

SCOTT Hal S., «International finance: Rule choices for global financial markets», in *Research handbook in international economic law*, Edward Elgar, 2007.

SCOTT Joanne, «Extraterritoriality and Territorial Extension in EU Law», *The American Journal Of Comparative Law*, Vol. 62: 87-2014.

TENENBAUM Aline, «La détermination de l'autorité compétente dans le droit communautaire des instruments financiers», in *Les défis actuels du droit financiers*, Joly édition 2010.

TENENBAUM Aline, «l'internationalisation des marchés financiers et la compétence des autorités en matière d'information : la disparition de l'exigence d'un lien territorial ?», in Droit bancaire et financier, Mélanges AEDBF-France VI, édition RB 2013.

## Colloques

ATKINS Paul S., «Remarks before the European Institute of the University of Gent», Speech by SEC Commissioner, Brussels, Belgium, June 23, 2005, available at:

<http://www.sec.gov/news/speech/spch062305psa.htm>.

CASEY Kathleen L., «Testimony Concerning Continuing Oversight on International Cooperation to Modernize Financial Regulation», SEC Commissioner, Before the United States Senate Banking Subcommittee on Security and International Trade and Finance, July 20, 2010, available at:

<https://www.sec.gov/news/testimony/2010/ts072010klc.pdf>.

CHEVÈNEMENT Jean-Pierre, «Les sanctions commerciales imposées par les États-Unis et leurs conséquences sur le droit et les normes au niveau global», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

JUVIN Hervé, «L'imperium normatif et juridique américain et le système de financement du Department of Justice», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

MCCREEVY Charlie, «The Future of the Transatlantic Capital Market – Regulation, Risk, Governance», Speech by European Commissioner for Internal Market and Services, Finance Dublin 8<sup>th</sup> Annual Conference, Dublin, 26 March 2007, available at: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-07-187\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-187_en.htm).

MCCREEVY Charlie, «Security Markets Consolidation and its Implications», Speech by European Commissioner for Internal Market and Services, (Austrian Financial Markets Authority and Vienna Stock Exchange Conference "Main Challenges for Supervisor & Exchanges in Central and Eastern Europe") Vienna, 30 November 2007, available at: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-07-776\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-07-776_en.htm).

PITT Harvey L., «A Single Capital Market in Europe: Challenges for Global Companies», Speech by SEC Chairman, Remarks at the Conference of the Institute of Chartered Accountants of England

and Wales, October 10, 2002, available at: <http://www.sec.gov/news/speech/spch589.htm>.

POZEN Robert C., «International Securities Markets: Comparative Disclosure Requirements», *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, Vol. 3: 392 (1981).

QUATREPOINT Jean-Michel, «Une offensive judiciaire globale», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

GUTMANN Francis, «Quelles parades ?», Colloques de la Fondation Res Publica sur l'extraterritorialité du droit américain, Colloque du 1er février 2016.

RAPP Lucien, «Le droit international : entre espace et territoire», Texte de présentation du Colloque de l'IDETCOM, Université Toulouse1-Capitole, 5-6 octobre 2017.

SCHMIDT Dominique, «Le droit boursier en mouvement», Colloque de Chantilly, 14 et 15 juin 2003, *Revue de jurisprudence commerciale*, numéro spécial, novembre 2003.

TAFARA Ethiopis, «Investors' Choice in the Regulation of Global Capital Markets?», Speech by SEC Staff (Director, Office of International Affairs, U.S. Securities and Exchange Commission) in International Corporate Governance Network Annual Conference, Globalization of Capital Markets, Seoul, Korea, June 19, 2008, available at:

<https://www.sec.gov/news/speech/2008/spch061908et.htm>.

THOMAS Barbara S. (Commissioner), U.S. Securities and Exchange Commission, «Extraterritorial application of the United States securities laws: The need for a balanced policy», Sixth Multi-Choice International Corporate Finance Conference seminar Services International, London, United Kingdom, October 29, 1981.

THOMAS Barbara S. (Commissioner), U.S. Securities and Exchange Commission, «Extraterritoriality in an era of internationalization of the securities markets: The need to revisit domestic policies», International Law Weekend, The Association of the Bar of the City of New York, New York November 12, 1982.

## **Jurisprudances**

### **A) Arrêts des Juridictions internationales**

Affaire Ahlström Osakeyhtiö e.a./Commission, Cour de justice des communautés européennes, affaire 89/85, 104/85, 114/85, 116/85, 117/85 et 125/85 à 129/85, 27 septembre 1988, Rec. p. 5193.

Affaire Andrew Owusu v. N.B Jackson et autres, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-281/02, 1er mars 2005, Rec. p. I-1445.

Affaire Antonio Marinari v. Lloyds Bank plc et Zubaidi Trading Company, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-364/93, 19 septembre 1995, Rec. 1995, p. I-2733.

Affaire Centros Ltd v. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen., Cour de justice des communautés européennes, affaire C-212/97, 9 mars 1999, Rec. p. I – 1484

Affaire de la Barcelona Traction, Light and Power Company, Limited, Cour internationale de Justice, arrêt du 5 février 1970, Recueil 1970, p. 3.

Affaire de l'île de Palmas, Cour Permanente d'arbitrage, arrêt du 4 avril 1928, Recueil sentences arbitrales, Vol.II, p. 281.

Affaire des Pêcheries, Cour internationale de Justice, arrêt du 18 décembre 1951, Recueil 1951, p 116.

Affaire du Lotus, Cour permanente de justice internationale, arrêt du 7 septembre 1927, Recueil des arrêts série A – n° 10, 7 septembre 1927.

Affaire Dumez France SA et Tracoba SARL v. Hessische Landesbank et autres, Cour de justice des communautés européennes (sixième chambre), affaire C-220/88, 11 janvier 1990, Rec. p. I-49.

Affaire Fiona Shevill, Ixora Trading Inc., Chequepoint SARL et Chequepoint International Ltd v.



Presse Alliance SA, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-68/93, 7 mars 1995., Rec. p. I-450.

Affaire Gencor Ltd c/ Commission des Communautés européennes, Tribunal de première instance des Communautés européennes, 5ème Chambre élargie, affaire T-102/96, 25 mars 1999, Rec. p. II - 753.

Affaire Google Spain SI & Google Inc. v. Agencie Española de Protección de Datos (AEPD) & Mario Costeja Gonzalez, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-131/12, 13 mai 2014.

Affaire Handelskwekerij G. J. Bier BV contre Mines de potasse d'Alsace SA., Cour de justice des communautés européennes, affaire 21-76, 30 novembre 1976, Rec. p. 1735.

Affaire Harald Kolassa c./ Barclays Bank plc., Cour de justice des communautés européennes (quatrième chambre), affaire C-375/13, 28 janvier 2015, Journal officiel de l'Union européenne n° C 107/4, 30.3.2015.

Affaire Ingmar v. Eaton Léonard Technologies, Cour de justice des communautés européennes (5ème chambre) - affaire C-381/98, 9 novembre 2000, Rec. 2000, p. I-9305.

Affaire Nicaragua v. United States of America, Cour Internationale de Justice, arrêt du 27 juin 1986, Recueil C.I.J 1986.

Affaire Öcalan c/ Turquie, Cour européenne des droits de l'homme, Requête no 46221/99, arrêt du 12 mars 2003.

Affaire Poulsen et Diva Navigation, Cour de justice des communautés européennes, affaire C-286/90, 24 novembre 1992, Rec. p. I-6019.

Affaire Rudolf Kronhofer v. Marianne Maier et autres, Cour de justice des communautés européennes (deuxième chambre), affaire C-168/02, 10 juin 2004, Rec. 2004, p. I-6022.

## **B) Arrêts des juridictions autres que françaises ou américaines**

Abdula v. Canadian Solar, Superior Court Of Justice – Ontario, No: C-710-10, 2011 ONSC 5105. (Canada).

British Nylon Spinners Ld. v. Imperial Chemical Industries Ld., [1953] 1 Ch.19. (CA), (Court of Appeal, England)

Converium Foundation Veb / Scor Zfs, Amsterdam Court Of Appeal, Sixteenth Three-Judge Civil Section, 17 Janvier 2012, available at:

[Http://www.converiumsettlements.com/en/converium\\_beschikking.pdf](http://www.converiumsettlements.com/en/converium_beschikking.pdf). (Neth.)

Smith Kline and French Laboratories Ldt y. Bloch, [1983], 2 All E.R 72, 74 (Court of Appeal, England)

Stichting Investor Claims Against Fortis/Ageas N.V. (Utrecht July 7, 2011) (Neth.).

VEB et alia v. World Online, ABN AMRO and Goldman Sachs, N° BH2162, November 27, 2009. (Neth.).

### **C) Arrêts des juridictions françaises**

Conseil constitutionnel, n° 81-132 DC du 16 janvier 1982, loi de nationalisation.

Conseil d'État, 6<sup>ème</sup> et 1<sup>ère</sup> sous-sections, n° 316508 du 11 févr. 2011, Société Générale.

Cass. ch. Civ., 21 juin 1948, arrêt Patiño.

Cass. 1<sup>ère</sup> ch. Civ., n° 58-10.628 du 19 octobre 1959, Sieur Giorgio Pelassa c/ Sieur Marcel Charrière.

Cass. 1<sup>ère</sup> ch. Civ., n°37 du 30 octobre 1962, arrêt Scheffel.

Cass.crim., 4 juin 1969 : Bull.crim., n°190.

Cass. crim., 23 février 1884, Bull. crim., n° 52.

Cass. 1<sup>ère</sup> ch. civ., n° 83-11.241 du 6 février 1985, arrêt Fairhurst c. Simitch.

Cass. 1<sup>ère</sup> ch. Civ., n° 84-16.338 du 17 décembre 1985, Cie de signaux et d'entreprises électriques (C.S.E.E.) c. Soc. Sorelec.

Cass.crim., 11 avril 1988, Bull. crim., n° 144.

Cass. crim., 3 novembre 1992 n° 92-84.745, affaire Pechiney-Triangle.

Cass. crim., 26-10-1995, n° 94-83.780 : Bull. crim. n° 324.

Cass. com., N° 94-13660 du 18 juin 1996, Pierre Bergé c/ agent judiciaire du trésor.

Cass.crim., 29 mars 2000 : Bull. crim., n°146.

Cass. crim., 4 févr. 2004 : Bull.crim., n°32.

Cass. 1ère ch. civ. n° 857 du 23 mai 2006, arrêt Prieur.

Cass. crim., 14-06-2006, n° 05-82.453, SOROS Georges.

Cass. 1ère ch. Civ., N° 05-14082 du 20 février 2007, Cornelissen c. Avianca Inc. e. a.,

Cass. com., n° 06-21.798 du 24 juin 2008, FP P+B+R+I, Aubin c/ Caisse d'épargne et de prévoyance Île-de-France Paris

Cass. 1ère ch. Civ., n°1003 du 22 octobre 2008, Monster Cable Products Inc, c. Audio marketing services (AMS).

Cass. com., N° 10-24006 du 12 juillet 2011, arrêt Luxalpha.

Cass. Com., n°14-26225;14-26892;15-12362 du 01 mars 2017.

CA Paris, 13 juillet 1988, Sté Emess Plc. c/ Sté Thorn Emi Plc.

CA Paris, 1re ch. Suppl., 29 mars 1991, Sté Ganz et autres c. Sté nationale des Chemins de fer tunisiens.

CA Paris, 1re ch. Suppl., 19 mai 1993, SA Labinal c. Sté Mors et Sté de droit anglais Westland Aerospace

CA Paris, 1er, COB, 16-03-1994, n° 93/23741, Pierre Bergé c/ Agent judiciaire du Trésor.

CA Paris, 1re ch., 13 janvier 1998, Sté Teknecomp Holding International BV c/CMF.

CA Paris, 15e, 30 Juin 2006, n° 04/06308, société Morgan Stanley et Co. et société Morgan Stanley DW. Inc. c/ société LVMH.

CA Paris, 5e, sec. B, 28 septembre 2006, Monster Cable Products Inc, c. Audio marketing services (AMS).

CA Paris, 15e, B, 26-10-2006, n° 05/05205, M. Marc Michel C/ S.A. Natexis Banques Populaires.

CA Paris, 8e, A, 05-07-2007, n° 05/14610, Banque Postale c/ M. Mourad Naim.

CA Paris, 2e pôle, 2e ch., n°2010-014126 du 28 avril 2010, Vivendi c/ Gérard.

CA Paris, 3 avril 2014, n° 2012/23179, société Orco Property Group et Jean-François OTT.

CA Paris, P. 5, Ch. 7, 24 juin 2014, n° 2013/06665, X. c/ Eisenberg.

T. com. Paris, 1re ch. suppl., no 2002093985 du 12 janv. 2004, SA LVMH c/ Sté Morgan Stanley Co. International Limited et autre.

TGI Paris, 1re ch., 1re section, n° 09/15408 du 13-01-2010, Société VIVENDI c/ Monsieur Gérard MOREL, Association pour la Défense des Actionnaires Minoritaires (ADAM).

TGI Paris, 3ème ch, 4ème sec, no 14/07872 du 14 janvier 2016, Tecnokar Trailers, Tecnokar, Legras Industries / Remec.

COB, décision de sanction prononcée à l'encontre de la société de gestion Fleming : Cons. Disc. Gestion financière n°1/97, société Jardine Fleming Unit Trust Ltd, société Fleming Finance, M. Anthony Doggart, M. Martial Chainet et Patrick Petit Jean, mars 1999 : Bull. COB n° 333, mars 1999.

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société X et de la société Y, dépositaire central, 24 novembre 2005, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de sanction de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) à l'égard de la société Allianz AG et de la société Euroclear France, dépositaire central, du 24 novembre 2005, Revue mensuelle AMF, no 24 d'avril 2006, p. 65 à 74

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard des sociétés S, U, V, W et X, 23 novembre

2006, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) du 7 juin 2007, à l'égard des sociétés S, T, W, X, Y, et Z, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de MM. Arnaud Mimran et Franck Mouyal, Bulletin officiel n°52- 1er et 2 mai 2009.

AMF, Décision de la Commission des sanctions du 23 décembre 2008 à l'égard de MM. Xavier THOMA, Charles THOMA, Stefano MOCCIA, Giovanni Batista DI NATALE, A, W, B, C, D, Antonello FILOSA, Federico PANTANELLA, E, F, G, H, Publié le 16 octobre 2009, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions de l'AMF du 27 novembre 2009 à l'encontre de la société EADS et d'autres, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société B\*Capital, 5 mai 2011, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions du 28 septembre 2012 à l'égard de MM. Hanif Lalani, Alykhan Lalani, Kavita Handa, Alfeen Esmail, Mukesh Valabhji, de Mme Parvin Esmail et de la société Intouch Investments, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions du 22 octobre 2012 à l'égard de la société ORCO Property Group, de MM. Jean-François Ott, A et Ales Vobruba, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Fival Sa, MM. Marc Gilson, Jean-Marc Thys, Thierry Girardet, John Turpel et Yannick Tabot, 10 décembre 2012, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions à l'égard de la société Gilaspi et de M. Marc Eisenberg, 28 janvier 2013, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la commission des sanctions à l'égard de MM. A, B et C, 12 avril 2013, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions du 25 avril 2014 à l'égard des sociétés Elliott advisors UK Ltd et Eliott management corporation, en ligne : <http://www.amf-france.org/>

AMF, Décision de la Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers (AMF) du 16 mai 2014 à l'égard de MM. Joseph Raad, Charles Rosier, Abraham Benhamron et Thomas Xander, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la Commission des sanctions du 4 décembre 2015, à l'égard des sociétés Euronext Paris SA et Virtu Financial Europe Ltd, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

AMF, Décision de la commission des sanctions du 8 juillet 2016 à l'égard de la société Getco Europe Ltd, en ligne : <http://www.amf-france.org>.

## **D) Arrêts des juridictions américaines**

Absolute Activist Value Master Fund Ltd. v. Ficeto , 677 F.3d 60 (2d Cir. 2012).

Alfadda v. Fenn, 935 F.2d 475, 478 (2d Cir. 1991).

Alfadda v. Fenn, 159 F.3d 41, 49 (2d Cir. 1998).

Allstate Life Ins. v. Linter Group, Ltd., 994 F.2d 996, 1001 (2d Cir. 1993).

American Banana Co. v. United Fruit Co. 213 U.S. 347 (1909).

Anagnostou v Stifel, 204 AD2d 61 (1st Dept 1994).

Basic Inc. v. Levinson, 485 U.S. 224 (1988).

Basis Yield Alpha Fund (Master) v Goldman Sachs Group, Inc., 798 FSupp2d 533 (SDNY 2011).

Basis Yield Alpha Fund v. Goldman Sachs Group, Inc. No. 652996/2011, 961 N.Y.S.2d 356 (N.Y. Sup. Ct. Oct. 18, 2012).

Basis Yield Alpha Fund (Master) v. Goldman Sachs Group, Inc., 115 A.D.3d 128 (N.Y. App. Div. Jan. 30, 2014).

Benz v. Compania Naviera Hidalgo, S.A. 353 U.S. 138 (1957).

Bersch v. Drexel Firestone, Inc. 519 F.2d 974 (2d Cir. 1975).

Blackmer v. United States, 284 U.S. 421(1932).

Bonny v. Society of Lloyd's, 3 F.3d 156 (7th Cir. 1993).

Carnero v. Boston Scientific Corp., 433 F.3d 1 (1st Cir. 2006).



Carter v. Derwinski, 987 F.2d 611 (9th Cir. 1993)

City of Pontiac Policemen's and Firemen's Retirement System v. UBS AG, 752 F.3d 173 (2d Cir. 2014)

Coates v. SEC, 394 U.S. 976 (1969).

Continental Grain (Australia) Pty., Ltd. v. Pacific Oilseeds, Inc., 592 F.2d 409, (8th Cir. 1979).

Cornwell v. Credit Suisse Group, 729 F. Supp. 2d (S.D.N.Y. 2010).

Cromer Finance Ltd. v. Berger, 158 F. Supp. 2d 347 (S.D.N.Y. 2001).

DaimlerAG v. Bauman, 134 S. Ct. 746 (2014).

Dandong v. Pinnacle Performance Ltd., 2011 U.S. Dist. LEXIS 126552 (S.D.N.Y. Oct. 31, 2011).

Du Daobin v. Cisco Sys., Inc. , 2 F.Supp.3d 717 (2014).

EEOC v. Arabian American Oil Co. 499 U.S. 244 (1991).

Elliot Assocs. v Porsche, 759 F Supp 2d 469, 475-77 (SD NY 2010).

Endicott Johnson Corp. v. Perkins - 317 U.S. 501 (1943).

Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Co.,No. 09-1403, 563 U.S. 804 (2011).

Erling v. Powell,. 429 F.2d 795 (8th Cir. 1970)

Ernst & Ernst v. Hochfelder, 425 U.S. 203 (1976).

Europe and Overseas Commodity Traders v. Banque Paribas London, 147 F.3d 118, (2d Cir. 1998).

F. Hoffmann-La Roche Ltd v Empagran S.A., 542 U.S. 155, (2004)

Foley Bros., Inc. v. Filardo, 336 U.S. 281 (1949).

Fontaine v. Securities and Exchange Commission, 259 F.Supp. 880 (1966).

Futura Dev. Corp. v. Centex Corp., 761 F.2d 33, (1st Cir.1985)

Gabriel Dirienzo v. Philip Services Corporation, 232 F.3d 49 (2nd Cir. 2000).

Ge Dandong v. Pinnacle Perform. Ltd., No. 10-8086, 2013 WL 5658790 (S.D.N.Y. Oct. 17, 2013).

Goodyear Dunlop Tires Operations, S.A. v. Brown , 131 S. Ct. 2846 (2011).

Graham V. Richardson, 403 U.S. 365 (1971).

Greenlight Capital, Inc. v. Greenlight (Switzerland) S.A., No. 04 Civ. 3136 (HB), 2005, WL 13682, \*2 (S.D.N.Y. Jan. 3, 2005).

Grunenthal GmbH v. Hotz, 712 F.2d 421, (9th Cir. 1983).

Hampton v. Mow Sun Wong, 426 U.S. 88 (1976).

Hanover v. Zapata Corp., CCH FED. SEC. L. REP. 93,904 (S.D.N.Y. 1973).

Harry Stackhouse v. Toyota Motor Co., et al., No. 10 Civ. 0922 (DSF), 2010 WL 3377409, at \*1 (C.D. Cal. July 16, 2010).

Hartford Fire Ins. Co. v. California, 509 U.S. 764 (1993).

Helvering v. Reynolds, 313 U.S. 428 (1941).

Herman & MacLean v. Huddleston, 459 U.S. 375 (1983)

Hong Leong Finance Ltd. (Singapore) v. Pinnacle Performance Ltd., 2013 WL 5746126 (S.D.NY

Oct. 23, 2013).

Hong Leong Fin. Ltd. (Singapore) v. Morgan Stanley, 998 N.Y.S.2d 306 (Sup. Ct. 2014).

Hugel v. Corporation of Lloyd's, 999 F.2d 206, (7th Cir. 1993).

IIT v. Cornfeld, 619 F.2d 909, 920-21 (2d Cir.1980).

IIT v. Vencap, Ltd., 519 F.2d 1001. (2d Cir. 1975).

In re Air Cargo Shipping Services Antitrust Litig., No. 06-MD-1775, 2010 WL 1189341 (E.D.N.Y. Mar. 29, 2010).

In re Alstom SA, 406 F. Supp. 2d 346, 366–385 (S.D.N.Y. 2005).

In re Alstom SA Securities Litigation, 741 F. Supp. 2d 469, 471-73 (S.D.N.Y. 2010).

In re Baan Co. Sec. Litig., 103 F. Supp. 2d 1, 4 (D.D.C. 2000).

In re Bayer AG Sec. Litig., 423 F. Supp. 2d 105, 113 (S.D.N.Y. 2005)

In re Cable & Wireless, PLC, Sec. Litig., 321 F. Supp. 2D 794, 764 (E.D. Va. 2004).

In re Celestica Inc. Sec. Litig., No. 07-312, 2010 WL 4159587 (S.D.N.Y. Oct. 14, 2010).

In re Gaming Lottery, Sec. Litig., 58 F.Supp.2d 62, 73 (S.D.N.Y.1999).

In re Global Power Equipment Group Inc., 418 B.R. 833 (Bankr. D. Del. 2009).

In re Indep. Energy Holdings PLC Sec. Litig., 210 F.R.D. 476, 478 (S.D.N.Y. 2002).

In re Infineon Techs. AG Sec.Litig., No. C 04-04156 JW, 2011 WL 7121006, (N.D. Cal. Mar. 17, 2011).

In re Optimal U.S. Litig. 865 F. Supp. 2d 451 (S.D.N.Y. 2012).

In re Petrobras Sec. Litig., 150 F. Supp. 3d 337, 341 – 42 (S.D.N.Y. 2015).

In Re Royal Bank of Scotland Group Plc Securities Lit., 765 F. Supp. 2d 327 (S.D.N.Y. 2011).

In re Societe Generale Securities Litigation, No 08 Civ 2495(RMB), 2010 WL 3910286 (SDNY, 29 September 2010).

In re UBS Sec. Litig., No. 07 Civ. 11225(RJS), 2011 WL 4059356 (S.D.N.Y. Sept. 13, 2011).

In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig., 02 Civ. 5571(HB), 2003 WL 22489764, (S.D.N.Y. Nov. 3, 2003).

In re Vivendi Universal, S.A. Sec. Litig., 765 F.Supp.2d 512, (S.D.N.Y. 2011).

Interbrew v. Edperbrascan Corp., 23 F. Supp. 2d 425 (S.D.N.Y. 1998).

Interstate Commerce Commission v. Goodrich Transit Co., 224 U.S. 194 (1912).

Investment Properties International. Ltd. v. I.O.S. Ltd., CCH Sec. L. Rep. 93,011 (S.D.N.Y. 1971).

Itoba Ltd. v. Lep Group PLC, 54 F.3d 118, 121-122 (2d Cir. 1995).

Iwanowa v. Ford Motor Co., 67 F. Supp. 2d 424, 490 (D.N.J. 1999).

J. McIntyre Machinery, Ltd. v. Nicastro, 131 S. Ct. 2780 (2011).

Jones v. Liberty Glass Co., 332 U.S. 524, 533-34 (1947).

Kahan v. Rosenstiel, 424 F.2d 161, 167 (3d Cir 1970).

Kauthar SDN BHD v. Sternberg, 149 F.3d 659 (7th Cir. 1998).

Kiobel v. Royal Dutch Petroleum Co., 133 S.Ct. 1659 (2013).

Klaus Zoelsch v. Arthur Andersen & Co., 824 F.2d 27 (D.C. Cir. 1987).

Kook v. Crang, 182 F.Supp. 388 (S.D.N.Y.1960).

Koster v. (American) Lumbermens Mut. Cas. Co., 330 U.S. 518 (67 S.Ct. 828, 91 L.Ed. 1067) (1947).

Krishanti v. Rajaratnam , 2014 WL 1669873 (D.N.J. Apr. 28, 2014).

Lam Yeen Leng v. Pinnacle Performance Ltd., 474 F. App'x 810, 814 (2d Cir. 2012).

Lank v. New York Stock Exch., 548F.2d 61, 65 (2d Cir. 1977)

Lauritzen v. Larsen, 345 U.S. 571, 582 (1953).

Leasco Data Processing Equipment Corp. v. Maxwell, 468 F.2d 1326 (2nd Cir.1972).

Liliana Maria Cardona v. Chiquita Brands International, Inc., 12-14898 (11th Cir. 2014).

Lincoln National Bank v. James F. Herber and First National Bank of Lake Forest, 604 F.2d 1038 (7th Cir. 1979)

McCulloch v. Sociedad Nacional de Marineros de Honduras, 372 U.S. 10 (1963).

Microsoft Corp. v. AT&T Corp., 550 U.S. 437, 454 (2007).

Morrison v National Australia Bank Ltd, 130 S. Ct. 2869 (2010).

M/S Bremen And Unterweser Reederei, GmbH, Petitioners, V. Zapata Off-Shore Company, 407 U.S. 1 (92 S.Ct. 1907, 32 L.Ed.2d 513) (1972).

Murray v. British Broadcasting Corp., 81 F.3d 287, 290 (2d Cir.1996).

Mwani v. Laden , 947 F. Supp. 2d 1 (D.D.C. 2013).

New York Cent. R. Co. v. Chisholm, 268 U.S. 29 (1925).

O'Driscoll v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 1983 WL 1360, \* 3 (S.D.N.Y. Sept. 8, 1983).

Paraschos v. YBM Magnex Intern., Inc., 130 F. Supp. 2d 642 (E.D. Pa. 2000).

Pennoyer v. Neff, 95 U.S. 714 (1878).

Pinker v. Roche Holdings Ltd., 292 F.3d 361 (3d Cir. 2002).

Piper v. Chris-Craft Industries, Inc. - 430 U.S. 1 (1977).

Piper Aircraft Co. v. Reyno, 454 U.S. 235, 249, (102 S. Ct. 252, 70 L. Ed. 2D 419) (1981).

Psimenos v. E.F. Hutton & Co., 722 F.2d 1041, 1045 (2d Cir.1983).

Riley V. Kingsley Underwriting Agencies, Ltd, 969 F.2d 953, 955 (10th Cir. 1992).

RJR Nabisco, Inc. v. European Community, No. 15-138 (US June 20, 2016).

Robinson v. TCI/US West Communications, Inc., 117 F.3d 900 (5th Cir. 1997).

Sandberg v. McDonald - 248 U.S. 185 (1918).

Scherk v. Alberto-Culver Co. 417 U.S. 506 (1974).

Schlanger v. Four-Phase Systems, Inc., 582 F.Supp. 128 (S.D.N.Y. 1984).

Schoenbaum v. Firstbrook, 268 F. Supp. 385 (S.D.N.Y. 1967).

Schoenbaum v. Firstbrook, 405 F.2d 200 (2d Cir. 1968).

SEC v. A.C.L.N., Ltd., United States District Court For The Southern District Of New York, No. 1:02-CV-7988 (LAP), October 8, 2002.

SEC v. Berger, 322 F.3d 187, 192 (2d Cir. 2003).

SEC v. Black, et al, No. 1:2004cv07377 - Document 225 (N.D. Ill. 2012).

SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U.S. 180, 186 (1963)

SEC v. Gulf Intercontinental Fin., 223 F. Supp. 987, (S.D. Fla. 1963).

SEC v. Kasser, 548 F.2d 109, 115 (3d Cir. 1977).

S.E.C. v. Princeton Economic Intern., Ltd., 84 F.Supp.2d 452, 454 (S.D.N.Y.2000).

SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d 833, 860-2 (2nd Cir. 1968).

SEC v. Tourre No. 10 Civ. 3229(KBF), 2013 WL 2407172 (S.D.N.Y. June. 4, 2013).

SEC v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, Civ. No. 03-CV-10195 (PKC) (S.D.N.Y. January 9, 2004).

SEC v. Zahareas, Civil Action No. 3-92-CV-431 (D. Minn. July 16, 1992).

SEC v. Zahareas, 272 F. 3d 1102 (8th Cir. 2001).

Sexual Minorities Uganda v. Lively , 960 F. Supp. 2d 304 (D. Mass. 2013).

Sgalambo v. McKenzie, 739 F. Supp. 2d 453, 487-88 (S.D.N.Y.2010).

Shimari v. CACI Premier Tech., Inc. , 2014 WL 2922840 (4th Cir. June 30, 2014).

Smith v. United States, 507 U. S. 197, 204, n. 5 (1993).

Sqalambo v. McKenzie, No. 09 Civ. 10087 (SAS), 2010 WL 3119349 (S.D.N.Y. Aug. 6, 2010).

Steele v. Bulova Watch Co., 344 U.S. 280 (1952).

Stoyas v. Toshiba Corp., 191 F. Supp. 3d 1080 (C.D. Cal. 2016).

Strassheim v. Daily, 221 U.S. 280 (1911).

Straub v. Vaisman & Co., 540 F.2d 591(3rd Cir. 1976).

Strauss v. Credit Lyonnais, S.A., 249 F.R.D. 429 (E.D.N.Y. 2008).

Tamari v. Bache & Co. S.A.L., 730 F.2d 1103, (7th Cir. 1984).

The Appollon 22 U.S. 9 Wheat. 362 (1824).

The Nereide, 13 U.S. (9 Cranch) 388, 3 L. Ed. 769 (1815)

Timberlane LBR. CO. v. Bank of America, N.T. & S.A., 549 F2d 597 (1976).

Timken Roller Bearing Co. v. United States, 341 U.S. 593 (1951).

Tri-Star Farms Ltd. v. Marconi, PLC, 225 F. Supp. 2d 567, 581-82 (W.D. Pa. 2002).

United States v. Al Kassar, 660 F.3d 108, 118 (2d Cir. 2011).

United States v. Aluminum Co. of America, 148 F.2d 416 (2 Cir., 1945).

United States v. Aluminum Co. of America, 377 U.S. 271 (1964).

United States v. Bowman 260 U.S. 94 (1922).



United States v. Gatlin, 216 F.3d 207 (2d Cir.2000).

United States v. Howard-Arias, 679 F.2d 363 (4th Cir. 1982).

United States v. Imperial Chemical Industries Ltd, 105 F. Supp. 215 (S.D.N.Y. 1951).

United States v. Morton Salt Co.,338 U.S. 632 (1950)

United States v. O'Hagan, 521 U.S. 642, 658 (1997).

United States v. Palmer, 16 U.S. 610 (1818).

United States v. Pinto-Mejia, 720 F.2d 248 (2d Cir. 1983).

United States v. Siddiqui, 699 F.3d 690, 700 (2d Cir. 2012).

United States v. Vilar, 729 F.3d 62, 66 (2d Cir. 2013).

Viking Global Equities, L.P. v. Porsche Automobil Holding SE, 101 A.D.3d 640 (N.Y. App. Div. 2012).

Wiwa v. Royal Dutch Petroleum Co., 226 F.3d 88, 100 (2d Cir. 2000).

Moore Stephens Chartered Accountants (United Kingdom) and Peter D. Stewart, Litigation Release No. 18695 / May 5, 2004, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18695.htm>.

SEC v. Christopher A. Black, Litigation Release No. 21222 / September 24, 2009, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2009/lr21222.htm>.

SEC v. Lernout & Hauspie Speech Products, N.V. Civ. No. 1:02CV01992 (D.D.C.), Litigation Release No. 17782 / October 10, 2002, available at:

<http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr17782.htm>.

SEC v. Lernout & Hauspie Speech Products, N.V., Litigation Release No. 18014 / March 4, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18014.htm>.

SEC v. Koninklijke Ahold N.V. (Royal Ahold), Litigation Release No. 18929 / October 13, 2004, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18929.htm>.

SEC v. Parmalat Finanziaria S.p.A., Litigation Release No. 18527 / December 30, 2003, available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18527.htm>.

SEC v. Royal Dutch Petroleum Company and The "Shell" Transport and Trading Company, p.l.c., Litigation Release No. 18844 / August 24, 2004, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18844.htm>.

SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19022 / January 4, 2005 available at: <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr19022.htm>.

SEC v. TV Azteca, S.A. de C.V., et al., Litigation Release No. 19833 / September 14, 2006, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/2006/lr19833.htm>.

SEC v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, Litigation Release No. 18523 / December 24, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/litreleases/lr18523.htm>.

## **Mémoire *amicus curiae***

Brief for the Republic of France as amicus curiae in support of respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, February 26, 2010, available at:

[http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/preview/publiced\\_preview\\_briefs\\_pdfs\\_09\\_10\\_08\\_1191\\_RespondentAmCuRepublicofFrance.authcheckdam.pdf](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publishing/preview/publiced_preview_briefs_pdfs_09_10_08_1191_RespondentAmCuRepublicofFrance.authcheckdam.pdf).

Brief for the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland as Amicus Curiae in Support of Defendants-Appellees and Affirmance, United States Court of Appeals for the Second Circuit, in *City of Pontiac* (No. 12–4335–cv), 2013 WL 2167229, available at: <http://bit.ly/1vxBiW9>.

Brief for the United States as amicus curiae supporting respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, February 2010, available at: <https://www.sec.gov/>.

Brief of amicus Curiae the European Commission in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Sosa v. Alvarez-Machain*, available at: [https://www.google.fr/search?client=safari&rls=en&q=Brief+of+amicus+Curiae+the+european+Commission+in+support+of+neither+party,+Sosa+v.+alvarez-Machain,&ie=UTF-8&oe=UTF-8&gfe\\_rd=cr&ei=ehWrWKmsG4TA8geKyZfQA](https://www.google.fr/search?client=safari&rls=en&q=Brief+of+amicus+Curiae+the+european+Commission+in+support+of+neither+party,+Sosa+v.+alvarez-Machain,&ie=UTF-8&oe=UTF-8&gfe_rd=cr&ei=ehWrWKmsG4TA8geKyZfQA).

Brief of Amici Curiae the Securities Industry and Financial Markets Association, the Association for Financial Markets in Europe, the Chamber of Commerce of the United States of America, the United States Council for International Business, the Association Française des Entreprises Privées, and GC100 In Support of Respondents, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, Supreme Court of the United States, available at: <http://www.supremecourtpreview.org/>.

Brief of the Association of Corporate Counsel as amicus curiae in support of defendants/appellees urging affirmance, in *Morrison v National Australia Bank Ltd* case, United States Court of Appeals for the Second Circuit, available at: <http://www.law.du.edu/documents/corporate-governance/international-corporate-governance/morrison-v-natl-austl-bank-brief-of-assoc.pdf>.

Brief of the European Commission on behalf of the European Union as Amicus Curiae in support of

neither party, Supreme Court of the United States, in *Kiobel v. Royal Dutch Petroleum*, available at: [http://www.sdshhlaw.com/pdfs/European%20Commission%20on%20Behalf%20of%20the%20European%20Union%20\(Revised\).pdf](http://www.sdshhlaw.com/pdfs/European%20Commission%20on%20Behalf%20of%20the%20European%20Union%20(Revised).pdf).

Brief of the government of the Kingdom of the Netherlands and the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland as amici curiae in support of neither party, Supreme Court of the United States, in *Esther Kiobel, et al. v. Royal Dutch Petroleum Co., et al.*, available at: [http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/supreme\\_court\\_preview/briefs/10-1491\\_neutralamcunetherlands-uk-greatbritain-andirelandgovs.authcheckdam.pdf](http://www.americanbar.org/content/dam/aba/publications/supreme_court_preview/briefs/10-1491_neutralamcunetherlands-uk-greatbritain-andirelandgovs.authcheckdam.pdf).

## Texte des Organisations Internationales

Asia Pacific Regional Committee (APRC) of the International Organization of Securities Commissions (IOSCO), *APRC Roadmap*, 23 March 2015, available at : <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD481.pdf>.

IOSCO *By-Laws*, available at: <https://www.iosco.org/about/?subsection=by-laws>.

IOSCO, IOSCO Presidents Committee, *Resolution on Cross-border Cooperation to Freeze Assets Derived from Securities and Derivatives Violations*, 7 June 2006, available at: <https://www.iosco.org/>.

IOSCO, *IOSCO publishes Report on Cross-Border Regulation*, 17 September 2015, available at : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS400.pdf>.

IOSCO, *IOSCO Publishes Thematic Review of Client Asset Protection Recommendations*, 27 July 2017, available at : <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS471.pdf>.

IOSCO, *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, Report of IOSCO, 31 May 2017, available at : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>.

IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, May 2003, available at: <https://www.iosco.org/>.

IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, June 2010, available at : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 31 May 2017, available at : <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf>.

IOSCO, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, May 2010, available at: <https://www.iosco.org/>.

IOSCO, *Strengthening capital markets against financial fraud*, February 2005, available at: <https://www.iosco.org/>.

IOSCO Technical Committee Release: *International Securities Regulators Issue New Economy Bulletin*, «*Bulletin regarding Investor Protection in the New Economy*», Sydney, Australia – 19 May, 2000.

Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE), Groupe de négociation de l'Accord multilatéral sur l'investissement (AMI), DAFFE/MAI(97)7, 24 février 1997.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), «La liberté d'investissement, la sécurité nationale et les secteurs "stratégiques"», Rapport du comité de l'investissement, 2008, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>.

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), «La norme du traitement juste et équitable dans le droit international des investissements», Document de travail sur l'investissement international, n° 2004/3 – septembre 2004. p. 14, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>.

Organisation de coopération et de développement économiques, *les Principes et les Bonnes Pratiques Relatifs à la Sensibilisation et l'Education Financières*, Conseil de l'OCDE, juillet 2005, en ligne : <http://www.oecd.org/fr/>.

## Traités et accords Bilatéraux et multilatéraux

Accord d'assistance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Securities and Exchange Commission* (USA), 14 décembre 1989, Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse n° 231, décembre 1989, p. 40 et s.

Accord d'assistance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Commodities Futures and Trading Commission* (USA), 6 juin 1990, Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse n° 237, juin 1990, p. 38.

Accord de reconnaissance mutuelle entre la Commission des opérations de bourse (France) et la *Commodities Futures and Trading Commission* (USA), 6 juin 1990, Bulletin mensuel d'information de la Commission des opérations de bourse n° 237, juin 1990, p. 44.

*Charte des Nations unies*, 26 juin 1945, R.T. Can. 1945 n° 7.

Convention d'établissement entre la France et les États-Unis d'Amérique, 25 novembre 1959, JORF, 15 décembre 1960, p. 11220.

Convention de La Haye du 14 mars 1978 sur la loi applicable aux contrats d'intermédiaires et à la représentation, en ligne : <https://www.hcch.net/fr/home>.

*Convention de Rome* de 1980 sur la loi applicable aux obligations contractuelles, Journal officiel des Communautés européennes, n° C 027 du 26/01/1998 p. 0034 – 0046.

Convention interaméricaine sur la loi applicable aux contrats internationaux, Convention adoptée à Mexico le 17 mars 1994, à la 5e Conférence spécialisée interaméricaine sur le droit international privé.

Institut de Droit international, Session de Bâle, L'autonomie de la volonté des parties dans les contrats internationaux entre personnes privées, résolution adoptée par la Septième Commission le 31 août 1991, *Revue critique de droit international privé*, 1992, p. 198.

Protocole d'accord concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités couvertes dans le secteur de la gestion d'actifs entre la Securities and Exchange Commission of the United States of America (Commission des valeurs mobilières des États-Unis d'Amérique) (SEC, États-Unis d'Amérique) et l'Autorité des marchés financiers (AMF, France), signé le 8 juillet 2013 et entré en vigueur le 22 juillet 2013, JORF n°0219 du 22 septembre 2015.

Protocole d'accord concernant la consultation, la coopération et l'échange d'informations relatives à la surveillance des entités visées par la directive AIFM entre le Bureau du contrôleur de la Monnaie (Office of the Comptroller of the Currency, OCC, États-Unis) et le Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (Board of Governors of the Federal Reserve System, FED, États-Unis) et l'Autorité des marchés financiers (AMF, France), signé le 26 juin 2013 et entré en vigueur le 22 juillet 2013, JORF n°0219 du 22 septembre 2015.

Protocole d'accord entre the Board of Governors of the Federal Reserve System et l'Autorité des marchés financiers relatif à la coopération et l'échange d'information relatifs à la participation à la chambre de compensation, LCH.Clearnet SA, à la participation au dépositaire central Euroclear France et au système de règlement-livraison de titres ESES France opéré par Euroclear France, signé le 31 juillet 2015, JORF n°0247 du 24 octobre 2015.



## Documents officiels

Committee Of European Securities Regulators, Technical Advice to the European Commission on the Equivalence between the US Regulatory and Supervisory Framework and the EU Regulatory Regime for Credit Rating Agencies, 21 May 2010.

Commission européenne - Communiqué de presse, *Mettre en place une surveillance financière européenne renforcée et plus intégrée pour l'union des marchés des capitaux*, 20 septembre 2017, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-17-3308\\_fr.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-3308_fr.htm).

European Securities and Markets Authority (ESMA), *Final report : Technical advice on CRA regulatory equivalence - US , Canada and Australia*, 18 April 2012, available at : [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012\\_-259\\_0.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2012_-259_0.pdf).

International Chamber of Commerce, *The extraterritorial application of national laws*, edited by Dieter LANGE and Gary BORN, Paris ; New York : ICC Pub. ; Deventer ; Boston : Kluwer Law and Taxation Publishers, c1987.

Organisation de Coopération et de Développement Économiques, *G20 High-Level Principles On Financial Consumer Protection*, OCDE en coopération avec le Conseil de stabilité financière et d'autres organisations internationales, Octobre 2011, en ligne <http://www.oecd.org/fr/>.

Organisation for Economic Co-operation and Development, *The OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises*, available at: <http://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/ConsolidatedDeclarationTexts.pdf>.

QUAGLIA Lucia, EUI Working Papers: *The European Union and Global Financial Harmonization*, European University Institute: Department of Political and Social Sciences, 2012/04, available at: [http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/22234/SPS\\_2012\\_04.pdf](http://cadmus.eui.eu/bitstream/handle/1814/22234/SPS_2012_04.pdf).

Transatlantic Economic Council, Summit on 30 April 2007, *Framework for advancing Transatlantic Economic Integration between the European Union and the United States of America*, April, 2007 available at:

[http://eeas.europa.eu/us/docs/framework\\_trans\\_economic\\_integration07\\_en.pdf](http://eeas.europa.eu/us/docs/framework_trans_economic_integration07_en.pdf).

Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe ("UNICE"), *Sarbanes-Oxley Act: UNICE Comments*, October. 10, 2002.

Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières, *Draft Technical Advice on Equivalence of Certain Third Country GAAP and on Description of Certain Third Countries Mechanisms of Enforcement of Financial Information*, document d'information, avril 2005, available at: <http://www.cesr-eu.org/>.

Commission européenne, *Droit des Sociétés : la Commission salue l'adoption d'une position commune sur la Directive concernant les offres publiques d'acquisition (OPA)*, Communiqué de presse, Bruxelles, 19 juin 2000, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-00-633\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-00-633_fr.htm?locale=fr).

Commission européenne, lettre de SCHAUD Alexander, directeur général de la Commission européenne, au KATZ Johathan, Secrétaire de la SEC (Securities and Exchange Commission), Brussels, 25 novembre 2002, 7123, en ligne : <http://www.sec.gov/rules/proposed/s73902/aschaub1.htm>.

Commission Européenne, *L'Union européenne et les États-Unis : Des partenaires mondiaux, des responsabilités mondiales*, juin 2006, en ligne : [http://eeas.europa.eu/us/docs/infopack\\_06\\_fr.pdf](http://eeas.europa.eu/us/docs/infopack_06_fr.pdf).

Commission européenne, *Proposition de Directive du Parlement européen et du Conseil modifiant, en ce qui concerne certaines dates, la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers*, 10 février 2016, en ligne : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/?uri=CELEX:52016PC0056>.

Commission Européenne, *Revenus des valeurs mobilières : la Commission recommande la simplification des procédures d'octroi des réductions des retenues à la source prélevées sur les revenus transfrontaliers*, Communiqué de presse, IP/09/ 1543- 19 octobre 2009, en ligne : [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-09-1543\\_fr.htm?locale=fr](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-09-1543_fr.htm?locale=fr).

Committee of European securities regulators, standards NO. 1 on financial information: enforcement of standards on financial information in Europe, CESR/03-073, 12 March 2003.

Directive 89/298/CEE du Conseil du 17 avril 1989 portant coordination des conditions d'établissement, de contrôle et de diffusion du prospectus à publier en cas d'offre publique de valeurs mobilières.

Directive 2002/65/CE du Parlement européen et du Conseil du 23 septembre 2002 concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès de consommateurs.

Directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil du 28 janvier 2003 sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (abus de marché), Journal officiel de l'Union européenne, L 96/16, 12.4.2003.

Directive 2003/71/CE du Parlement européen et du Conseil du 4 novembre 2003, concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation, et modifiant la directive 2001/34/CE, Journal officiel de l'Union européenne n° L 345/64 du 31/12/2003.

Directive 2004/25/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les offres publiques d'acquisition, Journal officiel de l'Union européenne n° L 142/12 du 30.4.2004.

Directive 2004/39/CE du Parlement européen et du Conseil du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, modifiant les directives 85/611/CEE et 93/6/CEE du Conseil et la directive 2000/12/CE du Parlement européen et du Conseil et abrogeant la directive 93/22/CEE du Conseil, Journal officiel L 145 du 30.4.2004.

Directive 2004/72/CE de la Commission du 29 avril 2004 portant modalités d'application de la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les pratiques de marché admises, la définition de l'information privilégiée pour les instruments dérivés sur produits de base, l'établissement de listes d'initiés, la déclaration des opérations effectuées par les personnes exerçant des responsabilités dirigeantes et la notification des opérations suspectes, Journal officiel de l'Union européenne, 30.4.2004.

Directive 2004/109/ CE du Parlement européen et du Conseil, du 15 décembre 2004 sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé et modifiant la directive 2001/34/CE, Journal officiel de l'Union européenne, L 390/38, 31.12.2004.

Directive 98/26/CE du Parlement européen et du Conseil, du 19 mai 1998, concernant le caractère définitif du règlement dans les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, Journal officiel des Communautés européennes n° L 166/45, du 11. 6. 1998.

Directive 2010/73/UE du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 modifiant la directive 2003/71/CE concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation et la directive 2004/109/CE sur l'harmonisation des obligations de transparence concernant l'information sur les émetteurs dont les valeurs mobilières sont admises à la négociation sur un marché réglementé, Journal officiel de l'Union européenne, L 327/1, 11.12.2010.

Directive du 2014/65/UE du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE.

U.S. Securities and Exchange Commission and European Securities and Markets Authority, Memorandum of Understanding concerning consultation, cooperation and the exchange of information related to the supervision of cross-border regulated entities, march 2012, available at : [https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_bilateral/esma-mou.pdf](https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_bilateral/esma-mou.pdf).

Règlement (CE) n° 2271/96 du Conseil du 22 novembre 1996 portant protection contre les effets de l'application extraterritoriale d'une législation adoptée par un pays tiers, ainsi que des actions fondées sur elle ou en découlant, Journal officiel n° L 309 du 29/11/1996 p. 0001 – 0006.

Règlement (CE) N° 44/2001 du Conseil du 22 décembre 2000 concernant la compétence judiciaire, la reconnaissance et l'exécution des décisions en matière civile et commerciale, Journal officiel des communautés européennes L 012, 16 janvier 2001, p. 0001 – 0023.

Règlement (CE) No 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur

l'application des normes comptables internationales, Journal officiel des Communautés européennes L 243/1, 11.9.2002.

Règlement (CE) N° 864/2007 du Parlement européen et du Conseil du 11 juillet 2007 sur la loi applicable aux obligations non contractuelles (Rome II), Journal officiel de l'Union européenne L 199/40 du 31.7.2007.

Règlement (CE) No 1569/2007 de la Commission du 21 décembre 2007 établissant un mécanisme de détermination de l'équivalence des normes comptables appliquées par des émetteurs de valeurs mobilières de pays tiers conformément aux directives 2003/71/CE et 2004/109/CE du Parlement européen et du Conseil, Journal officiel de l'Union européenne, L 340 du 22.12.2007.

Règlement CE n° 593/2008 du Parlement européen et du Conseil du 17 juin 2008 sur la loi applicable aux obligations contractuelles (*Règlement "Rome I"*), Journal officiel de l'Union européenne L 177/6, 4.7.2008.

Règlement (UE) N° 1095/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 instituant une Autorité européenne de surveillance (Autorité européenne des marchés financiers), modifiant la décision n° 716/2009/CE et abrogeant la décision 2009/77/CE de la Commission, Journal officiel de l'Union européenne L 331/84, 15.12.2010.

Règlement (UE) No 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux, Journal officiel de l'Union européenne L 201/1, 27.7.2012.

Règlement (UE) n° 596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 sur les abus de marché (règlement relatif aux abus de marché), Journal officiel de l'Union européenne, L 173/1, 12.6.2014.

Assemblée nationale, Rapport n° 1814 de M. Alain Mayoud, fait au nom de la Commission de la Production et des échanges de l'Assemblée nationale, 19 juin 1980.

Assemblée Nationale – Débats parlementaires, 2<sup>e</sup> Séance du 26 Avril 2000, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/11/cr/pdf/20000182%20%202e%20SÉANCE%20DU%2026%20AVRIL%202000.pdf>.

Assemblée Nationale, 12<sup>ème</sup> législature - QE 27307, question de M. Galy-Dejean René, Question publiée au JO le 27/10/2003, page 8119.

Assemblée Nationale, 12<sup>ème</sup> législature - QE 32656, question de M. Mesquida Kléber, Question publiée au JO le 27/01/2004, page : 594, Réponse publiée au JO le : 12/04/2005, page : 3783.

Assemblée Nationale, Deuxième séance du mardi 21 juin 2005, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/12/cr/2004-2005/20050232.asp>.

Assemblée Nationale, Comptes rendus N<sup>o</sup> 74 de la Commission des finances, de l'économie générale et du plan : mercredi 28 juin 2006, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/12/cr-cfiab/05-06/c0506074.asp>.

Assemblée Nationale, N<sup>o</sup> II - 243 Rect, 14 novembre 2007.

Assemblée nationale, N<sup>o</sup> 3784 - Rapport d'information de MM. Christophe Caresche, Bernard Deflesselles, Michel Herbillon, Jérôme Lambert et Robert Lecou, déposé par la Commission des affaires européennes sur l'Union européenne et le G2, 4 octobre 2011, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/13/europe/rap-info/i3784.asp>.

Assemblée Nationale, *Extraterritorialité des lois américaines : synthèse des travaux de la mission, 5 octobre 2016*, en ligne : [http://www2.assemblee-nationale.fr/static/14/missions\\_info/extraterritorialite/synthese.pdf](http://www2.assemblee-nationale.fr/static/14/missions_info/extraterritorialite/synthese.pdf).

Commission Nationale Consultative des Droits de L'Homme, *Avis sur les enjeux de l'application par la France des principes directeurs des Nations unies*, JORF n<sup>o</sup>0266 du 16 novembre 2013.

Consulat général de France à New York, *Visite du Ministre de l'Économie et des Finances, M. Bruno Le Maire, à New York, 5 juillet 2017*, en ligne : <https://newyork.consulfrance.org/Visite-du-Ministre-de-l-Economie-et-des-Finances-M-Bruno-Le-Maire-a-New-York>.

HCCH, *Déclaration/Réserves/Notification, Déclaration faite par la France le 19 janvier 1987 en application de l'article 23 de la convention de La Haye du 18 mars 1970 sur l'obtention des preuves à l'étranger en matière civil et commercial*, HCCH, en ligne : <https://www.hcch.net/fr/instruments/conventions/status-table/notifications/?csid=501&disp=resdn>.

Réponses des autorités françaises à la consultation de la Commission européenne sur le projet de révision de la directive 2004/39/CE concernant les marchés d'instruments financiers., février 2011, en ligne : <https://www.tresor.economie.gouv.fr/File/333691>.

Sénat, Rapport sur le projet de loi relatif à la communication de documents et renseignements à des autorités étrangères dans le domaine du commerce maritime et des transports par air, Rapport n° 210 (1979-1980) de M. Bernard Legrand, fait au nom de la Commission des affaires économiques, en ligne : <http://www.senat.fr/>.

Sénat, Débat parlementaire - compte rendu intégral, seconde session ordinaire de 1979-1980 - séance du lundi 30 juin 1980, JO. N° 67 S. 1er juillet 1980.

Sénat, La loi de sécurité financière : un an après, Rapport d'information n° 431 (2003-2004) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, 27 juillet 2004, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/r03-431/r03-4315.html>.

Sénat, Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, Rapport n° 20 (2005-2006) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la Commission des finances, déposé le 13 octobre 2005, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/105-020/105-020.html>.

Sénat, La bataille des centres de décision : promouvoir la souveraineté économique de la France à l'heure de la mondialisation (annexes, auditions et études), Rapport d'information de M. Christian GAUDIN, fait au nom de la mission commune d'information centre de décision économique N° 347, 22 juin 2007, en ligne : <https://www.senat.fr/notice-rapport/2006/r06-347-1-notice.html>.

Sénat, La France et l'Iran : des relations économiques et financières à reconstruire, rapport d'information n° 605 (2013-2014) de M. Philippe MARINI, Mme Michèle ANDRÉ, MM. Jean-Claude FRÉCON, Aymeri de MONTESQUIOU, Philippe DALLIER et Gérard MIQUEL, fait au

nom de la Commission des finances, 11 juin 2014, en ligne : <http://www.senat.fr/rap/r13-605/r13-60514.html>.

AMF, «Analyse des rapports établis par les responsables du contrôle des services d'investissement sur les procédures d'entrée en relation avec les clients», Revue du CMF N° 63, novembre 2003.

AMF, «Arrêté du 14 janvier 2015 portant homologation de modifications du règlement général de l'Autorité des marchés financiers», JORF du 21 janvier 2015.

AMF, communiqué de presse de 3 février 2006, «Offre de Mittal Steel sur Arcelor : l'AMF dialogue avec ses homologues», Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers N° 22 février 2006, p. 135.

AMF, communiqué de presse de 6 février 2006, «Offre de Mittal Steel sur Arcelor : rappel des règles d'intervention et de transparence applicables», Revue mensuelle de l'Autorité des Marchés Financiers N° 22 février 2006, p. 137.

AMF, «Échanges entre l'AMF, la SEC US et la CFTC US», 14 septembre 2010, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, Instruction N° 2005-11 du 13 décembre 2005 relative à l'information à diffuser en cas d'offre au public ou d'admission aux négociations de titres financiers sur un marché réglementé, prise en application du titre I du livre II du Règlement général de l'AMF et du Règlement européen 809/2004 relatif au prospectus, (remplacée par l'instruction AMF DOC-2016-04), en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, «Instruction n° 2011-19 relative aux procédures d'agrément, à l'établissement d'un DICI et d'un prospectus et à l'information périodique des OPCVM coordonnés français et des OPCVM coordonnés étrangers commercialisés en France», en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, «Introduction», Rapport annuel 2016, p. 8.



AMF, La régulation et la coopération internationales - Le Comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR)- Rapport annuel de l'AMF de 2007, p. 62.

AMF, La régulation et la coopération internationales - La réforme de la directive relative aux OPCVM - Rapport annuel de l'AMF de 2007, p. 86.

AMF, La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes - La coopération internationale - Rapport annuel de l'AMF de 2014, p. 113.

AMF, La surveillance des marchés, les contrôles et les enquêtes - Les enquêtes menées en 2014 - Rapport annuel de l'AMF de 2014, p. 111.

AMF, «L'AMF et le public», Rapport annuel 2005.

AMF, «Les transactions et les sanctions – Les sanctions», Rapport annuel de l'AMF de 2013, p 123.

AMF, «Marchés financiers : Principes directeurs issus de la jurisprudence 2003-2015 - commission des sanctions et juridictions de recours 2003-2015», p. 11, en ligne : <http://www.amf-france.org/Sanctions-et-transactions/Recueil-de-jurisprudence>.

AMF, «Position-recommandation AMF – Les introductions en bourse», DOC-2015-02, en ligne : [http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/b78085df-c346-496b-a975-13e31d2f80e4\\_fr\\_1.3\\_rendition](http://www.amf-france.org/technique/multimedia?docId=workspace://SpacesStore/b78085df-c346-496b-a975-13e31d2f80e4_fr_1.3_rendition).

AMF, «Position – recommandation AMF – Questions-réponses relatives au régime applicable aux conseillers en investissements financiers, DOC-2006-23, 22 septembre 2006, modifiée le 21 janvier 2014, en ligne : <http://www.amf-france.org/>.

AMF, Rapport au président de la République et au Parlement 2005, Rapport annuel, en ligne : <http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/064000446.pdf>.

AMF, Rapport au Président de la République et au Parlement 2006, en ligne : <http://www.amf->

[france.org/](http://france.org/).

AMF, Rapport relatif à l'indemnisation des préjudices subis par les épargnants et les investisseurs, 25 janvier 2011.

COB, «Communiqué de presse relatif à la présentation du 30ème rapport annuel de la Commission des opérations de bourse», Bulletin mensuel COB-Mai 1998-N 324.

COB, «La gestion de l'épargne - La gestion pour le compte de tiers en France en 2000», Bulletin mensuel COB – Octobre 2001 – N°361, p 82.

COB, «La gestion de l'épargne - La gestion d'actifs financiers pour compte de tiers en France en 1999», Bulletin mensuel COB – N° 351 Novembre 2000, p. 98.

COB, «Obligations d'information du public français lorsqu'une offre publique d'achat ou d'échange est soumise à un droit étranger», Bulletin COB n° 357, Mai 2001, p. 112.

COB, «Offres de la Central Eastern Trust Corporation et de la Banque d'épargne de Montréal sur les actions du Crédit Foncier Franco-Canadien», Rapport annuel de la COB 1978, p. 88.

COB, «Offres publiques d'acquisition : présentation du règlement n° 2002-04 et de son instruction d'application», Bulletin mensuel COB-Décembre 2002- N° 374.

COB, «Règlement N° 88-02 Concernant l'information à publier lors des franchissements de seuils de participation dans le capital d'une société cotée», Bulletin COB- n°282 Juillet-août 1994, p. 29.

COB, «Relations internationales - Communiqué commun de la CO6 et de la CFTC», Bulletin mensuel COB, juin 1990-N°237, p. 37.

Form 20-F, General Instructions, Items 11 and 13, *reprinted in* 4 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 29,721 (Dec. 31, 1983).

Form 20-F, 4 Fed. Sec. L. Rep. (CCH) 21,754 (1985).

Order Accepting Offer of Settlement, SEC Securities Exchange Act Release No. 8083 (May 23, 1967), *reprinted in* 6 INT'L LEGAL MAT'L 412 (1967).

SEC Administrative Proceeding, File No. 3-497, SEC settlement order in Investors Overseas Services case (jurisdiction of u.s. Securities and Exchange Commission), *International Legal Materials*, Vol. 6, No. 3 (MAY-JUNE 1967), pp. 412-423.

SEC Administrative Proceeding, File Nos. 3-2156, 3-2157, Initial decision in the matter of Arthur Lipper Corp., Arthur Lipper III, June 11, 1971, available at: <https://www.sec.gov/>.

SEC Administrative Proceeding, File Nos. 3-2156, 3-2157, In the matter of IOS, LTD. (S.A.) Investors Planning Corporation of America, march 14, 1972, available at: <https://www.sec.gov/>.

SEC Administrative Proceeding, 33 S.E. C. Docket 1025, In the Matter of Carnation Company, Exchange Act Release No. 22214 at 1030 (July 8, 1985).

SEC Administrative Proceeding, File No. 3-10318, In the Matter of E.ON AG, Securities Exchange Act Release NO. 34-43372, September 28, 2000, available at: <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-43372.htm>.

SEC complaint in the matter of Securities and Exchange Commission v. Vivendi Universal, S.A., Jean-Marie Messier, and Guillaume Hannezo, December 23, 2003, available at: <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp18523.htm>.

SEC guidelines re applicability of Federal securities law to offer and sale outside the U.S. of shares of registered open-end investment companies SEC Investment Company Act Release No. 6082 (June 23, 1970), 36 Fed. Reg. 12103.

SEC Release No. 34-8066 (April 28, 1967).

SEC, Release No. 33-7745 (International Disclosure Standards) (Sept. 28, 1999), available in 1999 WL 770251 (S.E.C.).

SEC, Release No. 33-8220 («Standards Relating to Listed Company Audit Committees») (Apr. 9, 2003), available at: <https://www.sec.gov/rules/final/33-8220.htm>.

SEC, SEC-CESR Set Out the Shape of Future Collaboration, June 4, 2004 , available at : <https://www.sec.gov/news/press/2004-75.htm>.

SEC Securities Act Release No. 4708 (July 9, 1964), 29 FR 9828, (Registration of Foreign Offerings by Domestic Issuers ; Registration of Underwriters of Foreign Offerings as Broker-Dealers).

SEC Securities Act Release No. 6360, 46 Fed. Reg. 58,511 (Nov. 20, 1981).

SEC Securities Act Release No. 6383, 47 Fed. Reg. 11,380 (Mar. 3, 1982).

SEC Securities Act Release No. 6437, 1982 WL 35947 (Nov. 19, 1982).

SEC Securities Act Release No. 6863 [1989-1990 Transfer Binder] FED. SEC. L. REP. (CCH) 84,524 (April 24, 1990), (Offshore Offers and Sales).

SEC Securities Act Release No. 6897, 56 Fed. Reg. 27582 (June 5, 1991).

SEC Securities Act Release No. 33-8879 (December 21, 2007), 73 Fed. Reg. 986 (January 4, 2008).

SEC Securities Exchange Act Release No. 7366 (July 9, 1964), 29 Fed. Reg. 9828.

SEC Securities Exchange Act Release No. 16371, 44 Fed. Reg. 70132 (Nov. 29, 1979).

SEC Securities Exchange Act Release No. 25,801, 41 SEC Docket 164 (June 14, 1988).

SEC, Securities Exchange Act Release No. 27,017, FED. SEC. L. REP. (CCH) 84,428 (July 11, 1989).

SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-27017, (adopting Rule 15a-6), July 18, 1989, 54 Fed.Reg. 30013, 30015 n.16 (Jul. 18, 1989).

SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-29275 [1991 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) para. 84,803, (June 5, 1991).

SEC, Securities Exchange Act Release No. 34- 44934, In the Matter of Eric John Watson, October 15, 2001, available at: <https://www.sec.gov/litigation/admin/34-44934.htm>.

SEC, Securities Exchange Act Release No. 57026 (December 21, 2007), 73 Fed. Reg. 986 (January 4, 2008).

SEC, *Study on the Cross-Border Scope of the Private Right of Action Under Section 10(b) of the Securities Exchange Act of 1934 -- As Required by Section 929Y of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Study by the Staff of the U.S. Securities and Exchange Commission, 2012, p29, available at: <https://www.sec.gov/>.

Stock Exchange Practices, Hearing On S. RES. 84, S. RES. 56, And S. RES. 97 Before The Senate Banking & Currency Comm., 73d Cong., 2d Sess (1934).

The statement of Huston Thompson, U.S., Congress, Senate, Committee on Banking and Currency, Hearings on S. 875, 73d Cong., 1st sess. (1933).

United States. Congress. House. Committee on Interstate and Foreign Commerce, *Federal Securities Act: Hearing Before the Committee on Interstate and Foreign Commerce, House of Representatives Seventy-third Congress, First Session, on H.R. 4314*, U.S. Government Printing Office, 1933.

## Rapports

Assemblée nationale, *Rapport d'enquête de M. Jean-François MANCEL sur les mécanismes de spéculation affectant le fonctionnement des économies*, Rapport N° 3034, 14/12/2010, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/>.

Assemblée nationale, *Rapport sur la proposition de loi de M. Jean-Luc Warsmann relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives*, Rapport n° 3706, publié le 05/10/2011, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/>.

BÉTEILLE Laurent et YUNG Richard, Rapport d'information : *L'action de groupe à la française : parachever la protection des consommateurs*, n° 499 (2009-2010), fait au nom de la Commission des lois.

Bloomberg/Schumer Report, *Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership*, United States Senate, 2007, available at: [http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny\\_report\\_final.pdf](http://www.nyc.gov/html/om/pdf/ny_report_final.pdf).

Comité de Place, Rapport final : *état des lieux et perspectives de la régulation de la gestion d'actifs à l'occasion de la transposition de la directive OPCVM IV*, AMF, Communiqué de presse, 26 juillet 2010.

Committee On Capital Markets Regulation, *Interim Report Of The Committee On Capital Markets Regulation* (Nov. 30, 2006), p. 29-32, available at: <http://www.capmksreg.org/2006/11/30/interim-report/>.

ECMI, *Restoring Investor Confidence in European Capital Markets*, Report of the European Investors' Working Group, Organised by European Capital Markets Institute (ECMI) in partnership with CFA Institute Centre for Financial Market Integrity, February 2010.

Financial Stability Board (FSB), *Report on implementation and effects of the G20 financial regulatory reforms*, 9 November 2015, available at: <http://www.fsb.org/2015/11/fsb-publishes-report-on-implementation-and-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms/>.

GROSSKOST Arlette, Rapport fait au nom de la Commission des lois constitutionnelles, de la législation et de l'administration générale de la République sur le projet de loi (N° 411) portant diverses dispositions d'adaptation du droit des sociétés au droit communautaire, Paris, Assemblée nationale, 16 avril 2008, N° 817, en ligne :

[http://www.assemblee-nationale.fr/13/rapports/r0817.asp#P1499\\_444002](http://www.assemblee-nationale.fr/13/rapports/r0817.asp#P1499_444002).

International Bar Association, *Report of the Task Force on Extraterritorial Jurisdiction*, February 6, 2009 (the «IBA Task Force Report»), p. 275-276, available at:

[http://www.ibanet.org/Publications/publications\\_IBA\\_guides\\_and\\_free\\_materials.aspx](http://www.ibanet.org/Publications/publications_IBA_guides_and_free_materials.aspx).

KANJORSKI Paul, Conference report on H.R. 4173, Dodd-Frank Wall Street Reform And Consumer Protection Act, [Congressional Record Volume 156, Number 100 (Wednesday, June 30, 2010) [Page H5238]], available at: <https://votesmart.org/public-statement/526342/conference-report-on-hr-4173-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act#.WKIO0oU7Ay4>.

LELLOUCHE Pierre et BERGER Karine, *Rapport d'information sur l'extraterritorialité de la législation américaine*, Commission des affaires étrangères et Commission des finances, Assemblée Nationale, le 5 octobre 2016, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rap-info/i4082.pdf>.

Senate-77 Congressional Record, 2951-52 (1933).

Senate. Committee On Banking And Currency, Stock Exchange Practices, S. Report No. 1455, 73d Cong., 2d Sess. (1934).

SERRA Claude et BOUCOBZA Xavier, *Examen de questions liées à certaines conséquences juridiques d'un changement de contrôle d'Euronext, NV devenant filiale de NYSE Euronext*, Rapport fait à l'attention du Conseil de l'Association Paris EUROPLACE, décembre 2006, en ligne : <http://www.paris-europlace.com/fr>.

ZERK Jennifer A., *Extraterritorial jurisdiction: lessons for the business and human rights sphere from six regulatory areas*, A report for the Harvard Corporate Social Responsibility Initiative to help

inform the mandate of the UNSG's Special Representative on Business and Human Rights, Corporate Social Responsibility Initiative Working Paper No. 59, June 2010.



## Communiqués de presse

AMF, *L'Autorité des marchés financiers met en garde le public contre les activités du site [www.chs-capital.com](http://www.chs-capital.com) qui propose des services d'investissement sans autorisation*, Communiqués de presse du 5 juillet 2017.

AMF, *EURONEXT N.V., Communiqué sur le projet d'offre publique annoncé visant les actions de la société*, Bulletin Officiel n° 128 du 25 octobre 2006.

AMF, *L'intégrité du marché*, Bulletin COB - n° 273 octobre 1993.

AMF, *Mise en garde de l'Autorité des marchés financiers contre les activités de la société E NET SPECULATION*, Communiqué de presse du 1<sup>er</sup> juin 2004.

AMF, *Mise en garde de l'Autorité des marchés financiers contre l'offre de titres d'une société inscrite sur un marché non reconnu en France – POSEIDIS INC*, Communiqué de presse du 4-11-2004.

AMF, *Quelles priorités pour les marchés financiers ?*, communiqué du 30 mars 2011.

Press Release, SEC, 2001-139, State Bank of India and Citibank, N.A. Settle SEC Charges Involving An Unregistered Securities Offering, November 19, 2001, available at: <http://www.sec.gov/news/headlines/bankofindia.htm>.

Réponse ministérielle, Question N° 10209 de M. Olivier Roux, Question publiée au JO le 10/05/1988 - page 669.

Réponse ministérielle, Question N° 12533- de M. Santini André, Question publiée au JO le 24/02/2003, p. 1318, Réponse publiée au JO le 23/06/2003 p. 4996.

Réponse ministérielle, Question N° : 27307, question de M. Galy-Dejean René-Publiée au Journal Officiel le 27/10/2003.

Réponse ministérielle, Question N° : 32656, question de M. Mesquida Kléber, Publiée au Journal Officiel le 27/01/2004, Réponse parue le 12/04/2005.

Réponse ministérielle, Question N° : 46706- de M. Léonard Gérard, Question publiée au JO le : 14/09/2004 page : 7082. Réponse publiée au JO le : 12/07/2005 page : 6871.

Réponse ministérielle, Question N° : 50600 - de M. Le Déaut Jean-Yves- Question publiée au JO le : 09/11/2004 page : 8789, Réponse publiée au JO le : 21/06/2005 page : 6285.

## Documents web

ASCENSIO Hervé, «Étude : l'extraterritorialité comme instrument», 10 décembre 2010, en ligne : [http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/1\\_2PESP\\_2\\_Etude\\_lextraterritorialite\\_comme\\_instrumentx\\_cle84485e.pdf](http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/IMG/pdf/1_2PESP_2_Etude_lextraterritorialite_comme_instrumentx_cle84485e.pdf).

ASSELINÉAU François, «Haute trahison ou créterinerie ? Le sabotage de la présence française en Iran», *Union Populaire Républicaine*, 16 octobre 2013 , en ligne : <https://www.upr.fr/actualite/monde/haute-trahison-cretinerie-sabotage-presence-francaise-en-iran>.

Assemblée nationale, «Proposition de loi visant à favoriser le placement d'épargne en actions», No 1706, 16 juin 1999, en ligne : <http://www.assemblee-nationale.fr/11/propositions/pion1706.asp>.

ATTAC, «Extra-territorialité du droit américain : L'indispensable étude d'Hervé Juvin», 19 août 2016, en ligne : <https://local.attac.org/13/laciotat/geopolitique/article/extra-territorialite-du-droit>.

BACH David et NEWMAN Abraham L., «Networks, Politics and Markets: The International Diffusion of Insider Trading Rules», Centre for the Study of Globalisation and Regionalisation - University of Warwick, may 2007, pp. 19-22, available at: <http://www2.warwick.ac.uk/fac/soc/pais/research/researchcentres/csgr/csgr-events/conferences/gmorgan/papers/bach.pdf>.

BAQUIAST Jean-Paul, «Le crash boursier chinois et la relance du projet américain de Trans-Pacific Partnership (TPP)», 8 juillet 2015, en ligne : <https://blogs.mediapart.fr/jean-paul-baquiast/blog/080715/le-crash-boursier-chinois-et-la-relance-du-projet-americaain-de-trans-pacific-partnership-tpp>.

BENOIT Guillaume, «Places financières : Londres en tête, Francfort bondit», *Les Echos*, 11 septembre 2017, en ligne : <https://www.lesechos.fr/>.

BERENBLUT Mark L. & HEYS Bradley A., «Trends In Canadian Securities Class Actions: 1997-2008 (2009)», *NERA*, available at: <http://www.nera.com/>.

BERENBLUT Mark L. & HEYS Bradley A., «Trends In Canadian Securities Class Actions: 2011 Update 1, 2 (2012), available at: <http://www.nera.com/publications/archive/2012/trends-in-canadian-securities-class-actions-2011-update.html>

BERENBLUT Mark L. & HEYS Bradley A. and DWHYTIE Jacob, «Trends In Canadian Securities Class Actions: 2014 Update», available at: [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2015/PUB\\_Recent\\_Trends\\_Canada\\_0115.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2015/PUB_Recent_Trends_Canada_0115.pdf);

BERENBLUT Mark L. & HEYS Bradley A., «Trends in Canadian Securities Class Actions: 2015 Update - Are We in Bear Territory? - Number of Active Cases Falls for the First Time in 15 Years», 5 February 2016, available at: [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015\\_Recent\\_Trends\\_Canada.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015_Recent_Trends_Canada.pdf).

BINCK, «Formation Bourse : les principales bourses mondiales», *BINCK*, en ligne : <https://www.binck.fr/formations/espace-bourse-pratique/les-principales-bourses-mondiales>.

BOITTIN Nicolas, «La notion de marché financier en France et aux États-Unis», 2009, en ligne : <http://m2bde.u-paris10.fr/content/la-notion-de-march%C3%A9-financier-en-france-et-aux-États-Unis-par-nicolas-boittin?destination=node%2F1971>.

CAFRITZ Éric, GENICOT Olivier et BOUCOBZA Xavier, «La loi Sarbanes-Oxley et le droit européen», *Les Echos*, 29/08/2007, en ligne : [http://www.lesechos.fr/29/08/2007/LesEchos/19992-052-ECH\\_la-loi-sarbanes-oxley-et-le-droit-europeen.htm](http://www.lesechos.fr/29/08/2007/LesEchos/19992-052-ECH_la-loi-sarbanes-oxley-et-le-droit-europeen.htm).

Centre de documentation économie-finance, «Qu'est-ce que l'action de groupe ?», *CEDEF*, en ligne : <http://www.economie.gouv.fr/cedef/action-de-groupe>.

CCI Paris Ile-de-France, «Droit des affaires : enjeux d'attractivité internationale et de souveraineté» Étude réalisée par les experts du Think Tank, sous la coordination de Anne OUTIN-ADAM et de Françoise ARNAUD-FARAUT, CCI Paris Ile-de-France, en ligne : <http://www.cci-paris-idf.fr/etudes/competitivite/droit-entreprise/droit-des-affaires-enjeux-dattractivite-internationale-et-de-souverainete-etudes>.

CHALLENGES, La France vent debout contre les sanctions américaines "illicites" contre la Russie,

*Challenges*, 26.07.2017, en ligne : [https://www.challenges.fr/monde/etats-unis/la-france-et-l-ue-vent-debout-contre-les-sanctions-americaines-illicites-contre-la-russie\\_489735](https://www.challenges.fr/monde/etats-unis/la-france-et-l-ue-vent-debout-contre-les-sanctions-americaines-illicites-contre-la-russie_489735).

CORCHES Radita, «La protection des investisseurs dans la législation roumaine du marché de capital», *IDEAS*, en ligne : <http://ideas.repec.org/a/pmu/cjurid/v34-35y2008p126-133.html>.

David M. Gomez, «Extraterritoriality in Competition Law and Globalization: Square Peg in a Round Hole?», In Reading for the LLM in International Trade Law By Distance Learning Program, University of Northumbria, August 2005, available at: <https://translate.google.fr/?hl=fr#en/ar/https%3A%2F%2Fwww.pdfFiller.com%2F258915175—Extra-territoriality-the-Effects-Doctrine-in-Globalization-Square-Pegs-in-a-Round-Hole-Various-Fillable-Forms>.

DAVIDSON Alex, «ESMA withholds EU passport from U.S. hedge funds to force parity in compliance», Aug 03 2015, *Thomson Reuters*, available at: <http://www.complinet.com/global/news/news/article.html?ref=180460>.

DE BROSSES Clémentine, «Impact de la loi Sarbanes-Oxley en France : l'essor du gouvernement d'entreprise ?», en ligne : <http://blogs.u-paris10.fr/content/impact-de-la-loi-sarbanes-oxley-en-france-l%E2%80%99essor-du-gouvernement-d%E2%80%99entreprise-par-cl%C3%A9mentin>.

Depository Trust Company (DTC), «Service Guide: Settlement, important legal information», p. 1, available at: <http://dtcc.com/~media/Files/Downloads/legal/service-guides/Settlement.pdf>.

DOYLE Charles, «Extraterritorial application of american criminal law», Congressional research service, October 31, 2016, p. 11, available at: <https://www.fas.org/sgp/crs/misc/94-166.pdf>.

EPAUD David, «Extraterritorialité : quand le droit devient un instrument de puissance», *La Tribune*, 03/11/2016, en ligne : <http://www.latribune.fr/>.

Euronext, Règles de marché d'Euronext, Livre I : Règles harmonisées, en ligne : <https://www.euronext.com/fr>.

Faculté de Droit de Lyon, «Cours de droit : La compétence internationale directe et les règles française de droit interne», *Faculté de droit Virtuelle, Université Lyon 3*, Diplôme : Master 1,

Matière : Droit international Privé, 24 décembre 2006, en ligne : [www.facedroit-lyon3.com](http://www.facedroit-lyon3.com).

FOUCHER Patricia, «L'Action De Groupe, Un An Après : Cinq Actions Ont Été Lancées», *Institut National de la Consommation*, 30 septembre 2015 : <http://www.conso.net/content/laction-de-groupe-un-apres-cinq-actions-ont-ete-lancees>.

GORDON Suzanne E., «Changing concepts of sovereignty and jurisdiction in global economy: Is there a territorial connection ?», Working Paper Series Number 1, 2001, available at: <http://ccges.apps01.yorku.ca/wp/wp-content/uploads/2008/12/gordon-changing-concepts-of-sovereignty-and-jurisdiction-in-the-global-economy-is-there-a-territorial-connection.pdf>.

Hughes Hubbard & Reed LLP, «U.S. Securities Regulation of Foreign Private Issuers», April 15, 2005, *Hughes Hubbard & Reed LLP*, available at: <https://www.hugheshubbard.com/>.

IFOP, «Les français et les actions de groupe», étude commandée par l'agence de communication Havas Legal & Litigation et le cabinet d'avocats August & Debouzy, *IFOP*, en ligne : [http://www.ifop.com/?option=com\\_publication&type=poll&id=2885](http://www.ifop.com/?option=com_publication&type=poll&id=2885).

IOSCO, Remarks by David Wright Secretary General of IOSCO, The Atlantic Council, Washington, DC 10 December 2012, available at : <https://www.iosco.org/library/speeches/pdf/20121210-Wright-David.pdf>.

JUILLET Alain, «L'affaire Volkswagen relève d'une guerre économique menée par tous les moyens possibles», *Franceinfo*, 23/09/2015, en ligne : [http://www.francetvinfo.fr/economie/automobile/volkswagen/l-affaire-volkswagen-releve-d-une-guerre-economique-menee-par-tous-les-moyens-possibles\\_1096127.html](http://www.francetvinfo.fr/economie/automobile/volkswagen/l-affaire-volkswagen-releve-d-une-guerre-economique-menee-par-tous-les-moyens-possibles_1096127.html).

JUVIN Hervé, [«DÉBAT] Extraterritorialité du droit US avec Hervé Juvin et Christian Dargham», *Youtube*, 8 mars 2016 en ligne : <https://www.youtube.com/watch?v=8RdW5AXvaTc>.

LACROIX Kevin, «Canadian Securities Class Action Lawsuit Filings Hit Record in 2011», *THE D & O DIARY* (Feb., 2, 2012), available at: <http://www.dandodiary.com/2012/02/articles/securities-litigation/canadian-securities-class-action-lawsuit-filings-hit-record-in-2011/>.

LACROIX Kevin, «NERA: Canadian Securities Class Action Filings in 2015 at Lowest Level in Years», *International D & O* (February 11, 2016), available at:

<http://www.dandodiary.com/2016/02/articles/international-d-o/nera-canadian-securities-class-action-filings-in-2015-at-lowest-level-in-years/>.

La documentation Française, «Les relations économiques États-Unis - Union européenne – Chronologie», *La documentation Française*, 30/03/2008, en ligne :

<http://www.ladocumentationfrancaise.fr/dossiers/d000054-les-relations-economiques-etats-unis-union-europeenne/chronologie>.

La Fabrique de l'Exportation, «5 conseils pour « gérer » l'extraterritorialité des lois US», le 15 mars 2017, en ligne : <https://www.fabrique-exportation.fr/>.

LE FIGARO avec l'AFP, «Extraterritorialité : pratiques "abusives" des USA», *Le Figaro*, le 05/10/2016, en ligne :

<http://www.lefigaro.fr/flash-eco/2016/10/05/97002-20161005FILWWW00232-extraterritorialite-les-pratiques-abusives-des-usa.php>.

LEHNOF Jean-Baptiste, «Interprétation stricte des textes versus protection de l'investisseur, la Cour de cassation penche en faveur du marché (Note sous : Cass. com., 14 février 2006)», *Lexbase*, 18 mai 2006, en ligne : [www.lexbase.fr](http://www.lexbase.fr).

LE MONDE, «Qu'est ce que le traité transpacifique, que Trump veut abandonner ?», *Journal le Monde*, 23 novembre 2016, en ligne :

[http://www.lemonde.fr/ameriques/article/2016/11/23/qu-est-ce-que-le-partenariat-transpacifique-que-donald-trump-veut-abandonner\\_5036344\\_3222.html#oJu74feTJBohsWLw.99](http://www.lemonde.fr/ameriques/article/2016/11/23/qu-est-ce-que-le-partenariat-transpacifique-que-donald-trump-veut-abandonner_5036344_3222.html#oJu74feTJBohsWLw.99).

LE PARISIEN, L'Union européenne «inquiète» des sanctions américaines contre la Russie, *Le Parisien*, 26 juillet 2017, en ligne : <http://www.leparisien.fr/international/l-union-europeenne-inquiete-des-sanctions-americaines-contre-la-russie-26-07-2017-7158309.php>.

Les Echos, «une très nette domination américaine», *Les Echos*, le 18 février 2014, en ligne : <http://investir.lesechos.fr/actionnaires/bourse-pratique/fonctionnement-de-la-bourse/les-principales-bourses-mondiales/conclusion-une-tres-nette-dominacion-americaine-952202.php>.

LEXOLOGY, «Interim ruling by Amsterdam Court of Appeal on international jurisdiction in collective settlement cases», *Lexology*, November 18, 2010, available at: <http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=e7a81947-5b22-44ad-bfe6-1ef388f0b9fc>.

Linklaters, «US securities law update, In re Vivendi Universal, S.A. Securities Litigation - landmark decision for jurisdiction under the US securities laws, or just business as usual?», *Linklaters*, January 22, 2004, available at: [http://content.linklaters.com/pdfs/Insights/us\\_seclaw\\_briefing/030114.pdf](http://content.linklaters.com/pdfs/Insights/us_seclaw_briefing/030114.pdf).

MARTINET Laurent, «Comment les Américains imposent leur loi à BNP Paribas», *L'Expansion – L'Express*, 30/05/2014, en ligne : [http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/comment-les-americains-imposent-leur-loi-a-bnp-paribas\\_1547591.html](http://lexpansion.lexpress.fr/entreprises/comment-les-americains-imposent-leur-loi-a-bnp-paribas_1547591.html).

MASOUNAVE Annick, «La France adopte le principe du "non bis in idem"», L'AGEFI, 16/06/2016, en ligne : <http://www.agefi.fr/>.

MATHEZ DE SENGER Chantal, «Comment les États-Unis imposent leurs lois», *Bilan*, 30 Septembre 2012, en ligne : <http://www.bilan.ch/economie-exclusif/comment-les-etats-unis-imposent-leurs-lois>.

MEYER Peter J., Supreme Court Expands the Reach of the Securities Fraud Statute, *Gardner Carton & Douglas*, June 2002, en ligne sur : <https://www.google.fr/>.

MONEYSTORE, «Quels sont les différents marchés boursiers américains ?», *Moneystore*, Publié le 14 janvier 2016 par I.de.L, en ligne : <http://moneystore.be/2016/actions-2/quels-diffrents-marchs-boursiers-amricains>.

MOREAUX Anne, «Quel est le poids de l'Europe à l'international ?», 03 juillet 2017, en ligne : <http://www.affiches-parisiennes.com/quel-est-le-poids-de-l-europe-a-l-international-7294.html>.

NOKED Noam, «A New Playbook for Global Securities Litigation and Regulation», *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, February 2, 2012, <https://corpgov.law.harvard.edu/2012/02/02/a-new-playbook-for-global-securities-litigation-and-regulation/>.



NYSE Euronext, Note d'information de la société NYSE Euronext, Inc. concernant l'offre publique mixte assortie d'une offre publique d'échange et d'une offre publique d'achat visant les actions de la société Euronext (visa n° 07-018, 18 janv. 2007), p. 20, en ligne : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org).

NYSE, «NYSE MKT regulation, Rules and Interpretations», *NYSE*, available at: <https://www.nyse.com/regulation/nyse-mkt/rules-and-interpretations>.

NYSE, «NYSE MKT Rules, General and Floor Rules», available at: <https://www.nyse.com/regulation/nyse-mkt/rules-and-interpretations>.

OCED, Présentation du G20, «What Is The G20», *OCED* en ligne : <http://www.oecd.org/g20/about.htm>.

PAPADIMA Raluca, «Procès Collectifs en Matière Boursière aux Etats-Unis et dans l'Union Européenne (Securities Class Action Litigation in the United States and in the European Union)», 24 mars 2015, en ligne sur SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2589997>.

PIETRANCOSTA Alain, «Simplification de l'accès au marché et renforcement de la confiance des investisseurs : commentaire du titre IV de la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie (seconde partie)», *Lexbase*, 1 septembre 2005, en ligne : [www.lexbase.fr](http://www.lexbase.fr).

POILLIOT Charlotte, Retour sur le mécanisme français de l'action de groupe et sur son évolution éventuelle en droit financier, *Le Petit Juriste*, 22 avril 2016, en ligne : <https://www.lepetitjuriste.fr/>.

PROIETTI Flavio, «Can Esma become the child of EU cooperation in the regulation of financial markets? A look at the memorandums of understanding that the Authority has negotiated», Laboratorio per l'Innovazione Pubblica, May 21, 2017, available at : <http://www.lab-ip.net/>.

RAUSTIALA Kal, «The evolution of territoriality, International relation and american law», *University Of California, Los Angeles School Of Law*, Public Law & Legal Theory Research Paper Series, January 2005, available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=700244](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=700244).

REUTERS, La France juge illicites les sanctions US contre la Russie, *Reuters*, 26/07/2017, en ligne : <https://fr.reuters.com/article/topNews/idFRKBN1AB1O3-OF RTP>.

RICHARD Benoît, «États-Unis : les dessous économiques d'une superpuissance», 07/09/2006, en ligne : [https://www.scienceshumaines.com/etats-unis-les-dessous-economiques-d-une-superpuissance\\_fr\\_14788.html](https://www.scienceshumaines.com/etats-unis-les-dessous-economiques-d-une-superpuissance_fr_14788.html).

RICHÉ Pascal, «Enquêtes, sanctions, chantages... Comment les États-Unis ciblent les entreprises européennes», *L'OBS*, 05 octobre 2016, en ligne : <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20161005.OBS9407/enquetes-sanctions-chantages-comment-les-etats-unis-ciblent-les-entreprises-europeennes.html>.

ROCARD Michel, «Affaire BNP : les États-Unis coupables d'abus de pouvoir», *Le Monde*, en ligne : <http://www.lemonde.fr/>.

ROSENFELD Emmanuel et VEIL Jean, «Le droit, vecteur de la puissance américaine», *Le Monde*, 13.02.2004, en ligne : [http://www.lemonde.fr/societe/article/2004/02/13/le-droit-vecteur-de-la-puissance-americaine-par-emmanuel-rosenfeld-et-jean-veil\\_352804\\_3224.html#cbO1dgZYpEjOv2Mx.99](http://www.lemonde.fr/societe/article/2004/02/13/le-droit-vecteur-de-la-puissance-americaine-par-emmanuel-rosenfeld-et-jean-veil_352804_3224.html#cbO1dgZYpEjOv2Mx.99).

SHEARMAN & STERLING LLP, «US Securities and NYSE Regulation: A Compliance Manual for Non-US Companies», *SHEARMAN & STERLING LLP*, September 2014, p. 104, available at: <http://www.shearman.com/en>.

SPUTNIK, «Comment l'extraterritorialité des lois américaines frappe l'économie française», 12 octobre 2016, en ligne : <https://fr.sputniknews.com/france/201610121028160803-extraterritorialite-lois-americaines-frappe-france/>.

Veronique CHOCRON, «Les arguments de l'exécutif pour adoucir la sanction américaine», *Les Echos*, 24 juin 2014, en ligne : [http://www.lesechos.fr/24/06/2014/LesEchos/21714-128-ECH\\_les-arguments-de-l-executif-pour-adoucir-la-sanction-americaine.htm#JpRtDmFYZWGD8xkl.99](http://www.lesechos.fr/24/06/2014/LesEchos/21714-128-ECH_les-arguments-de-l-executif-pour-adoucir-la-sanction-americaine.htm#JpRtDmFYZWGD8xkl.99).

World federation of exchanges, «Statistics Definitions», *WFE*, available at: <http://www.world-exchanges.org/home/index.php/statistics/statistics-definitions>.

WRIGHT David, Secretary-general at the International Organisation of Securities Commissions (IOSCO), «Hard Talk, Soft Tools», Interview, The Trade, issue 33, jui-sep 2012, p88, available at: [https://www.iosco.org/library/bulletins/pdf/20121029\\_Regulatory\\_Interview\\_David\\_Wright.pdf](https://www.iosco.org/library/bulletins/pdf/20121029_Regulatory_Interview_David_Wright.pdf).

IOSCO, Remarks by David Wright Secretary General of IOSCO, The Atlantic Council, Washington, DC 10 December 2012, available at : <https://www.iosco.org/library/speeches/pdf/20121210-Wright-David.pdf>.

# Table des matières

|   |    |
|---|----|
| INTRODUCTION.....   | 1  |
| Le principe de territorialité .....   | 2  |
| Le principe de territorialité en droit boursier .....   | 4  |
| Diminution de l'importance du principe de territorialité : l'enjeu de la globalisation.....   | 6  |
| Notion d'extraterritorialité .....  | 7  |
| La licéité de l'extraterritorialité du droit boursier.....  | 9  |
| L'enjeu de l'extraterritorialité du droit boursier à l'heure actuelle .....   | 12 |
| Les difficultés constituant la particularité de l'extraterritorialité en matière boursière.....   | 20 |
| Le contexte juridique de l'étude de l'extraterritorialité du droit boursier américain et français ..  | 25 |
| La méthode de l'analyse juridique des différentes questions soulevées par l'application<br>extraterritoriale du droit boursier.....   | 32 |
| TITRE 1. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATEURS<br>DE MARCHÉ.....  | 39 |
| Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la protection<br>des investisseurs .....   | 43 |
| Section 1. Application extraterritoriale dans l'objectif de protéger les investisseurs des effets<br>des activités et comportements réalisés à l'étranger.....                  | 45 |
| Paragraphe 1. La logique protectrice des investisseurs dans des situations comportant des<br>éléments d'extranéité.....   | 46 |
| A. Investisseur national, marché local : l'apparition des éléments d'extranéité n'exclut<br>pas l'application du droit national.....  | 47 |
| 1. L'intention législative et réglementaire américaine de protéger les américains<br>indépendamment des circonstances liant l'opération à d'autres juridictions.....            | 48 |
| 2. L'attachement français au principe de protection des investisseurs nationaux dans des<br>situations comportant des éléments d'extranéité.....                                | 53 |
| B. Investisseur étranger, marché national : la nationalité et le lieu de résidence de<br>l'investisseur n'excluent pas l'application du droit national.....                     | 57 |
| 1. Protection américaine des domestic traders et critère du lieu de réalisation de<br>l'opération .....   | 57 |
| 2. La consécration d'un droit à la protection de tout investisseur étranger agissant sur le<br>marché français .....  | 64 |
| a: Le droit boursier français : une application certaine aux investisseurs étrangers<br>résidant en France.....   | 64 |
| I: le législateur.....  | 64 |
| II: le régulateur .....   | 68 |
| b: un débat théorique sur l'applicabilité du droit boursier aux investisseurs étrangers<br>non-résidents de France.....   | 69 |
| 1: les indications favorisant la probabilité de l'application .....   | 69 |
| 2: une application intelligible par les juridictions françaises.....  | 73 |
| Paragraphe 2. Le rapport entre les règles les plus avantageuses et les intérêts des<br>investisseurs : l'extraterritorialité encourage le Forum Shopping.....                   | 75 |
| A. L'insuffisance des dispositifs d'indemnisation des préjudices subis par les épargnants<br>et les investisseurs comme raison de délocalisation des litiges boursiers.....     | 77 |
| 1. Des difficultés dans l'obtention de réparation des préjudices subis par les investisseurs<br>victimes de manquements boursiers malgré l'adoption de l'action de groupe ..... | 77 |
| 2. La délocalisation à l'étranger des contentieux boursiers : l'exemple de l'affaire Vivendi  |    |

|   |     |
|---|-----|
| .....   | 81  |
| B. Les avantages dont bénéficient les investisseurs français lors de l'exportation de leurs litiges aux États-Unis.....   | 86  |
| Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent de protéger les investisseurs à l'extérieur de leurs frontières.....   | 91  |
| Paragraphe 1. L'élargissement du champ d'application de certaines dispositions boursières afin de protéger les investisseurs intervenant sur des marchés étrangers.....           | 92  |
| A. Investisseur national, marché étranger : harmonie sur l'objectif et adoption des critères différents en droit américain et français .....                                      | 92  |
| 1. Application extraterritoriale du droit boursier américain, critère de nationalité combiné avec les conduct and effects tests.....  | 92  |
| a: l'intention du Congrès et de la SEC de protéger l'investisseur américain dans ses opérations effectuées à l'étranger .....   | 93  |
| b: compétence conditionnée par l'existence d'un lien de rattachement en plus de la nationalité.....   | 95  |
| c: la nationalité : un critère de compétence difficilement utilisable seul en matière boursière.....  | 98  |
| 2. Protection des investisseurs français intervenant sur un marché étranger à travers l'adoption de plusieurs critères de rattachement.....                                       | 101 |
| a: protection sur tous les marchés européens assurée par le principe d'égalité de traitement, critère de lieu de réalisation de l'opération.....                                  | 102 |
| b: un système de protection fondé sur le critère de résidence habituelle en matière contractuelle .....   | 104 |
| c: l'adoption par l'AMF d'un autre critère en matière délictuelle : la commission de l'un des éléments constitutifs de l'infraction sur le territoire français.....               | 107 |
| B. Investisseur étranger, marché étranger : extension extraterritoriale des dispositions anti-fraude et anti-manipulation américaines et françaises.....                          | 109 |
| 1. Débat concernant l'application du droit boursier américain aux F-C class actions tranchées par une nouvelle jurisprudence de la Cour Suprême.....                              | 110 |
| a: le désintéressement du Congrès dans la protection des investisseurs étrangers intervenant sur un marché étranger.....  | 110 |
| b: confirmation de la compétence à l'égard des F-cubed class actions avant l'arrêt Morrison.....  | 112 |
| c: analyse de la doctrine.....  | 114 |
| I: la première tendance.....  | 114 |
| II: la deuxième tendance soutenue récemment par la jurisprudence issue de l'arrêt Morrison.....   | 117 |
| 2. L'alternance en droit français entre le critère du lieu de cotation et le critère du lieu de commission du manquement.....   | 119 |
| a: le cas où l'instrument financier est coté sur un marché français .....   | 120 |
| b: le cas où le manquement est, tout ou partie, commis sur le territoire français .....   | 121 |
| Paragraphe 2. Le développement de l'application extraterritoriale du droit boursier : l'impact sur les comportements des investisseurs dans les transactions transfrontières .... | 125 |
| A. L'adoption de nouvelles stratégies par les investisseurs pour contourner la limitation de l'application extraterritoriale du droit boursier américain.....                     | 126 |
| 1. La théorie tirée de l'interprétation de la «domestic transactions» de l'arrêt Morrison .....   | 128 |
| 2. La théorie de listing.....   | 130 |
| 3. Le recours aux tribunaux et lois des États fédérés.....  | 132 |
| 4. Réclamation devant les tribunaux américains en vertu d'un droit étranger.....  | 136 |

|  |     |
|--|-----|
| B. La recherche des plaignants internationaux de juridictions alternatives.....  | 137 |
| Chapitre 2 . L'application extraterritoriale du droit boursier américain et français et la réglementation des émetteurs et intermédiaires .....  | 143 |
| Section 1. Les effets extraterritoriaux des dispositions boursières nationales résultant de l'adoption d'une logique de réglementation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires .....          | 147 |
| Paragraphe 1. La logique de réglementation et de surveillance des émetteurs et intermédiaires dans des situations comportant des éléments d'extranéité.....  | 148 |
| A. Une conception différente de la portée extraterritoriale de l'obligation d'enregistrement en droit américain et français.....   | 149 |
| 1. Une application extraterritoriale de l'obligation d'enregistrement en droit américain atténuée par l'adoption de facilités à l'égard de certains émetteurs et intermédiaires ...                      | 149 |
| a: l'utilisation des MMIC et l'exigence d'enregistrement de la loi Investment Company Act.....   | 150 |
| b: l'utilisation des Mails or means of interstate commerce, l'effet sur les États-Unis et les Américains et l'obligation d'enregistrement de Securities Act et d'Exchange Act.....                       | 153 |
| c: application des dispositions d'enregistrement aux entreprises étrangères lorsque les intérêts des investisseurs américains sont menacés.....  | 155 |
| d: entreprise étrangère, marché étranger et investisseur américain non sollicité .....   | 157 |
| e: non-enregistrement en cas d'opérations effectuées par des entités américaines sur un marché étranger sans sollicitation des Américains.....   | 158 |
| f: facilités apportées aux exigences d'enregistrement.....   | 159 |
| 2. Une application extraterritoriale douce de l'obligation d'enregistrement du droit français.....   | 163 |
| a: l'exigence d'enregistrement des sociétés européennes, dominance du principe de l'État membre d'origine.....   | 164 |
| b: passeport unique au profit des émetteurs des pays tiers et obligation d'établissement d'une succursale des intermédiaires étrangers.....  | 169 |
| c: absence d'obligation d'enregistrement pour les entreprises agissant sur le marché d'un pays tiers.....  | 172 |
| B. L'exigence de divulgation d'informations : divergence dans le mécanisme et la portée de l'application entre le droit américain et le droit français .....   | 173 |
| 1. L'application extraterritoriale de l'obligation de divulgations d'informations en droit américain, un obstacle atténué par l'adoption de facilités pour les émetteurs et intermédiaires étranger..... | 173 |
| a: une large extension de l'obligation de divulgation d'informations en droit américain .....  | 174 |
| b: la divulgation d'informations : un obstacle aux émetteurs étrangers.....  | 175 |
| c: atténuation de l'extension des règles de divulgation d'informations applicables aux entreprises étrangères.....   | 177 |
| 2. L'exigence de divulgation d'informations en droit français, un champ d'application limité géographiquement .....  | 181 |
| a: l'extension de l'obligation d'information mise à la charge des intermédiaires.....  | 181 |
| b: l'extension de l'obligation d'information mise à la charge des émetteurs.....   | 183 |
| I: les effets extraterritoriaux du prospectus destiné à l'information du public.....   | 183 |
| II : les effets extraterritoriaux de l'obligation de divulgation d'informations périodiques et continues.....  | 185 |
| c: l'absence d'obligation d'information à la charge des entreprises agissant sur un marché d'un pays tiers.....  | 190 |
| d: l'utilisation des IFRS pour la présentation des informations financières.....   | 190 |

|   |     |
|---|-----|
| Paragraphe 2. L'impact de l'application extraterritoriale du droit boursier sur les émetteurs et intermédiaires étrangers .....   | 193 |
| A. Le lourd impact de la loi Sarbanes-Oxley sur les émetteurs et intermédiaires étrangers .....   | 194 |
| 1. Non-distinction entre entreprise américaine et entreprise étrangère.....   | 195 |
| 2. Application extraterritoriale de la loi SOX et objection européenne.....   | 197 |
| B. L'incidence extraterritoriale des réglementations nationales : un sujet de vive inquiétude pour les entreprises.....   | 200 |
| Section 2. Le cadre juridique par lequel les États tentent d'influencer les émetteurs et intermédiaires et leurs comportements à l'étranger .....   | 207 |
| Paragraphe 1. La régulation extraterritoriale des opérateurs boursiers et leurs comportements à l'étranger.....   | 208 |
| A. L'interprétation des dispositions anti-fraude américaines en faveur d'une application extraterritoriale .....  | 209 |
| B. L'extension des dispositions anti-fraude aux comportements illégaux commis, en tout ou partie, à l'étranger par des opérateurs présents sur le marché local.....                                       | 213 |
| 1. L'extension des dispositions anti-fraude boursières lorsque l'opérateur est présent sur le marché américain.....   | 214 |
| 2. L'extension des dispositions anti-fraude boursières lorsque l'opérateur est présent sur le marché français.....  | 220 |
| C. L'extension des dispositions anti-fraude aux émetteurs et intermédiaires agissant en dehors du marché local lorsqu'un comportement illégal ou un effet néfaste a eu lieu à l'intérieur de l'État ..... | 229 |
| 1. La survenance d'un comportement ou d'un effet néfaste aux États-Unis comme vecteur de la compétence à l'égard des entreprises exerçant des activités à l'étranger..                                    | 230 |
| a: l'extension des lois américaines aux entreprises étrangères en raison de l'utilisation des mails or any means or instrumentality of interstate commerce.....   | 230 |
| b: l'extension de la loi américaine aux entreprises étrangères en raison de la commission d'un acte illégal sur le territoire américain.....  | 231 |
| c: l'extension de la loi américaine aux entreprises étrangères lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets néfastes aux États-Unis.....  | 236 |
| 2. Le critère du fait dommageable comme vecteur de la compétence des juridictions françaises à l'égard des entreprises exerçant des activités à l'étranger.....   | 242 |
| a: notion de fait dommageable.....  | 243 |
| b: l'extension de la loi française aux entreprises étrangères en raison de la commission d'un acte illégal sur le territoire français .....   | 245 |
| c: l'extension de la loi française aux entreprises étrangères lorsque le manquement commis à l'étranger produit des effets néfastes en France.....  | 251 |
| Paragraphe 2. La réponse des émetteurs et intermédiaires à l'évolution de l'application extraterritoriale du droit boursier.....  | 256 |
| A. La théorie de Forum Non Conveniens.....  | 259 |
| B. Les clauses attributives de juridiction et de loi applicable.....  | 263 |
| TITRE 2. APPLICATION EXTRATERRITORIALE DU DROIT BOURSIER ET OPÉRATIONS DE MARCHÉ.....   | 271 |
| Chapitre 1. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre souveraineté et tendance à l'extension.....   | 275 |
| Section 1. La souveraineté et l'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières.....  | 275 |
| Paragraphe I. La souveraineté : fondement de la compétence territoriale dans le domaine du droit boursier aux États-Unis et en France.....  | 277 |

|  |     |
|--|-----|
| A. La territorialité comme base de compétence : une approche initiale du champ d'application du droit boursier américain et français.....                                | 277 |
| B. L'influence de la réglementation du pays où l'opération boursière est effectuée.....  | 280 |
| 1. La domination de la loi du pays du marché sur lequel les opérations sont effectuées.....  | 280 |
| 2. L'attraction de la loi du marché.....   | 283 |
| a: la désignation de la loi du marché.....   | 283 |
| b: les rapports juridiques entre les acteurs d'une opération boursière et l'influence de la loi du marché sur l'exécution de l'opération.....                            | 284 |
| Paragraphe II. L'extraterritorialité du droit boursier américain et français et le risque de conflits de souveraineté.....   | 290 |
| A. L'extraterritorialité comme un outil de compétence change la notion de la souveraineté.....   | 291 |
| B. L'application extraterritoriale agressive du droit boursier viole la souveraineté étatique.....   | 294 |
| Section 2. L'extraterritorialité et l'adaptation des systèmes juridiques à la globalisation des marchés financiers.....  | 301 |
| Paragraphe 1. La tendance à l'extraterritorialité du droit boursier américain.....   | 302 |
| A. L'application aux opérations effectuées aux États-Unis comportant des éléments d'extranéité.....  | 304 |
| B. L'application aux opérations effectuées en dehors des États-Unis.....   | 306 |
| 1. Les émetteurs étrangers ayant un actionariat résident aux États-Unis.....   | 307 |
| 2. Les opérations effectuées en utilisant les MMIC (the mails or the means or instruments of interstate commerce).....   | 309 |
| Paragraphe 2. La tendance à l'extraterritorialité du droit boursier français.....  | 312 |
| A. Application du droit français à l'opération effectuée sur le marché français, indépendamment des éléments d'extranéité liant l'opération à d'autres juridictions..... | 313 |
| B. L'extraterritorialité et la régulation des opérations boursières transfrontières au sein de l'EEE : l'exemple de l'offre publique.....                                | 318 |
| 1. Une compétence territoriale limitée des autorités françaises avant l'adoption de la directive OPA.....  | 319 |
| 2. L'extension de la réglementation boursière avec l'adoption des directives européennes : possibilité d'une application extraterritoriale douce.....                    | 328 |
| a: le système d'offre publique transfrontalière après la directive OPA.....  | 328 |
| b: l'application extraterritoriale douce des réglementations boursières nationales au sein de l'Union européenne.....  | 333 |
| C. L'extraterritorialité et la régulation des opérations boursières effectuées sur un marché étranger non-européen.....  | 338 |
| Chapitre 2. L'application extraterritoriale du droit boursier aux opérations boursières : entre jeu de puissance et opportunité de rapprochement.....                    | 345 |
| Section 1. L'application extraterritoriale : un révélateur de la domination d'une puissance économique.....  | 345 |
| Paragraphe 1. Les États-Unis : une superpuissance qui impose ses règles aux marchés boursiers mondiaux.....  | 346 |
| A. L'extraterritorialité du droit boursier américain : une tutelle de fait.....  | 349 |
| 1. Les États-Unis : de la domination politique et économique à la domination juridique.....  | 350 |
| 2. L'extraterritorialité : un outil de domination à but réglementaire.....   | 353 |
| B. La domination du droit boursier américain comme relation asymétrique entre centre et périphérie.....  | 355 |



|  |     |
|--|-----|
| 1. Une forte influence du droit boursier américain sur le droit boursier français et européen.....   | 355 |
| 2. Une forte influence du droit boursier américain sur les entreprises européennes.....  | 359 |
| Paragraphe 2. Les dispositions anti-fraude américaines : un symbole de la domination et de la suprématie juridique de l'hyperpuissance .....   | 363 |
| A. L'extension vaste et incohérente de la compétence juridictionnelle américaine avant l'arrêt Morrison.....   | 365 |
| 1. Le développement par les juridictions de deux critères pour déterminer l'existence de la compétence dans les situations transnationales .....   | 367 |
| 2. L'absence d'une doctrine générale cohérente dans la détermination de la portée extraterritoriale des dispositions anti-fraude .....   | 370 |
| B. L'encadrement de l'extraterritorialité après l'arrêt Morrison : la sécurité juridique introuvable.....  | 376 |
| 1. La présomption contre l'extraterritorialité : une règle d'interprétation des lois américaines.....  | 377 |
| 2. The focus of the Act canon et le réexamen de la portée extraterritoriale des lois boursières.....   | 383 |
| C. L'ambiguïté et insécurité juridique persistante après l'arrêt Morrison et la loi Dodd-Frank.....  | 384 |
| 1. La réception de l'arrêt Morrison par la doctrine et les autorités américaines : une critique et un essai de contournement de la loi et de la décision pour justifier l'extraterritorialité.....       | 384 |
| 2. Une loi Dodd-Frank sans effets et une hostilité accrue à l'application extraterritoriale des lois américaines.....  | 391 |
| 3. La confusion après l'arrêt Morrison et la nécessaire intervention du Congrès et de la SEC .....   | 396 |
| Section 2. L'application extraterritoriale du droit boursier : entre résistance et opportunité de modération et de rapprochement entre le système français et le système américain.....                  | 399 |
| Paragraphe 1. L'application extraterritoriale du droit boursier : un révélateur de l'évolution du droit européen et français en opposition à la domination du droit américain.....                       | 400 |
| A. Le développement d'un environnement juridique français favorisant l'application extraterritoriale du droit boursier.....  | 401 |
| 1. L'extension dans l'espace des législations et réglementations boursières françaises.....  | 401 |
| 2. Une compétence extraterritorialement confirmée en matière de prévention des manquements boursiers par les juridictions françaises.....  | 407 |
| a: la France juge de toutes les situations : une extension due au recours aux textes civils et pénaux.....   | 407 |
| b: l'extension du pouvoir de sanction du régulateur boursier par le recours aux textes de droit pénal : le régulateur boursier étend sa compétence au-delà des cas prévus par les textes boursiers ..... | 414 |
| c: critiques et limites de la portée de la thèse extensive adoptée par les tribunaux et le régulateur boursier .....   | 416 |
| B. Le développement d'un environnement juridique français et européen résistant à l'application extraterritoriale du droit boursier américain .....  | 418 |
| 1. Le développement de mécanismes de résistance par l'UE aux dispositions américaines d'application extraterritoriale.....   | 419 |
| 2. La nécessaire réaction de l'UE face à la domination américaine.....   | 427 |
| Paragraphe 2. L'application extraterritoriale du droit boursier : une occasion de rencontre et de rapprochement dans l'objectif de promouvoir la coopération transatlantique .....                       | 431 |
| A. La nécessité de limiter l'application extraterritoriale des lois boursières.....  | 432 |

|  |     |
|--|-----|
| B. L'insuffisance des mécanismes existant actuellement en droit interne et international limitant la portée de l'extraterritorialité.....                                    | 434 |
| C. L'insuffisance des mesures unilatérales pour résoudre les problèmes résultant de l'application extraterritoriale du droit boursier.....                                   | 438 |
| D. La coopération inter-étatique et la coordination de la réglementation boursière au niveau mondial comme moyen pour éviter les conflits résultant de l'extraterritorialité | 440 |
| 1. La coopération entre l'AMF et la SEC.....   | 441 |
| 2. La coopération entre l'AMF et les principaux régulateurs européens et de ces derniers avec leurs homologues américaines.....  | 444 |
| 3. La coopération au sein des instances internationales.....   | 448 |
| 4. La coopération comme moyen pour limiter l'extension de la compétence extraterritoriale.....   | 455 |
| 5. Le renforcement des pouvoirs de l'OICV pour atteindre une coopération optimale.   | 461 |
| CONCLUSION.....  | 467 |
| Bibliographie .....  | 481 |