



LES MANIPULATIONS DU MARCHE BOURSIER

STOCK MARKET MANIPULATIONS

GHIZLANE FERRASSI.

Doctorante en droit privé.
Université Hassan II. Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et
Sociales- Casablanca Ain Chock, Maroc
ghizlane.ferrassi@gmail.com

Revue Droit & Société
ISSN : 2737-8101

LES MANIPULATIONS DU MARCHE BOURSIER

STOCK MARKET MANIPULATIONS



5

Ghizlane FERRASSI

Doctorante en droit privé
Université Hassan II Ain Chock
Casablanca, Maroc

Ghizlane FERRASSI

PhD student in private law
University Hassan II Ain Chock
Casablanca, Morocco

Résumé

La libre confrontation de l'offre et de la demande, ainsi que la circulation de l'information sont des piliers de la transparence du marché. Cette dernière permet le libre établissement des cours et renforce l'efficacité opérationnelle du marché.

Ainsi, le droit boursier marocain, à l'instar de la législation comparée, a réprimé les manipulations de marché, qui portent atteinte à la transparence du marché depuis la législation de 1993, réformée par celle de 2013 suite à la mise en place de l'Autorité Marocaine de Marché des Capitaux.

Le premier délit est la diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur le marché. Il exige des conditions préalables de sa mise en œuvre. Quant à l'élément moral, il requiert un dol spécial puisque l'objectif de la diffusion est d'agir sur le cours des instruments financiers et d'induire autrui en erreur.

Le deuxième délit concerne les manipulations de cours. Ce délit est caractérisé par l'influence sur les cours, en entravant le fonctionnement normal du marché, et induire en erreur les investisseurs. Il faut noter que la législation boursière marocaine se limite à préciser le fait reproché de manière générale. Contrairement, au droit comparé, qui semble plus explicite et détaillée à ce sujet. Quant à l'élément moral, il exige un dol général et un dol spécial. Par ailleurs, la preuve de ce délit est difficile à établir.

Mots clés : Marche boursier, manipulations de cours, le fonctionnement normal du marché, diffusion d'informations fausses.

Abstract

The free confrontation between supply and demand, as well as the circulation of information are considered the pillars of the market's transparency. The latter allows the unrestrained establishment of prices and strengthens the operational efficiency of the market.

Thus, The Moroccan stock market law, along with the comparative legislation has criminalized market manipulation that jeopardise the market's transparency from the 1993 legislation, reformed by that of 2013 to the establishment of the Moroccan Capital Market authority.

The first misdemeanor is the spread of fake or erroneous information on the market. It requires preconditions for its implementation. Criminalizing this act needs a will that requires a special deceit since the objective of the dissemination is to influence the price of financial instruments and mislead others.

The second misdemeanor concerns the manipulations of prices, this misdemeanor is characterised by the influence on the prices, through the obstruction of the normal functioning of the market and misleading investors. It should be noted that the Moroccan stock exchange legislation is limited to specifying the reproached act in a general way. Unlike comparative law, which seems to be more explicit and detailed on this subject. Criminalizing this act would also require a will that necessitates both a general and a special deceit. Furthermore, the proof of this misdemeanor is difficult to establish.

Keywords: Stock market, price manipulation, the normal functioning of the market, dissemination of false information.

Introduction

La transparence du marché boursier se traduit par le libre établissement des cours et la circulation de l'information exacte. Cette transparence reflète « la concurrence pure et parfaite » du marché. Les instruments financiers sont ainsi remplaçables indifféremment les uns par les autres à condition qu'ils soient émis par le même émetteur¹.

Au Maroc, le dispositif juridique a réprimé, tout comportement, qui peut nuire à la transparence du marché boursier par la loi n° 43-12², en l'occurrence les manipulations de marché. Elles se distinguent des opérations d'initiés par leur effet sur la perception des investisseurs et par conséquent sur les cours des titres financiers. L'objectif de telle répression est de protéger la confiance des investisseurs en le fonctionnement du marché, qui les conduit à drainer leur épargne.

¹MEADEL J. (2007). *Les marchés financiers et l'ordre public*. LGDJ, p.109

²Dahir n°1-13-21 portant promulgation de la loi 43-12 relative à l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Il a abrogé le dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM). L'objectif est le renforcement du pouvoir de sanction du régulateur boursier.

Dans ce sillage d'idées, l'examen des manipulations du marché boursier revient à s'interroger sur les formes de manipulations du marché réprimées, ainsi que de savoir comment ces atteintes agissent sur le fonctionnement normal du marché.

La démarche adoptée porte essentiellement sur le dispositif juridique marocain, tout en ayant un œil sur le droit comparé. Le recours à la jurisprudence étrangère semble fructueux, vu la carence de la jurisprudence marocaine publiée en la matière.

Dès lors, les manipulations du marché boursier peuvent s'opérer soit par la diffusion des informations fausses ou trompeuses, soit par la manipulation de cours. La première porte atteinte à l'efficience informationnelle et à la transparence du marché (**I**), tandis que la deuxième vise la modification de comportements des acteurs (**II**).

I. Manipulation par diffusion des informations fausses ou trompeuses : une désinformation des acteurs du marché boursier

Conformément aux dispositions de

l'article 44 de la loi 43-12³, « toute personne qui aura sciemment répandu dans le public, par des voies et moyens quelconques, des informations fausses ou trompeuses sur les perspectives ou la situation d'un émetteur d'instruments financiers ou sur les perspectives d'évolution d'un instrument financier de nature à agir sur le cours ou de manière générale, à induire autrui en erreur, est puni d'un emprisonnement allant de trois mois à deux ans, et d'une amende de 10.000 Dirhams à 500.000 Dirhams ou l'une de ces deux seulement⁴».

Par ailleurs, ce délit est sanctionné par les dispositions de l'article L465-3-2 du Code Monétaire et Financier français (CMF-F)⁵, tout

en précisant que la tentative de l'infraction est réprimée⁶, contrairement à la législation pénale boursière marocaine. Cette dernière ne sanctionne pas la tentative de ce délit⁷.

Il convient donc de préciser l'élément matériel de ce délit (*I*). De même, il sera question d'examiner son élément moral, (*2*).

1. La dimension matérielle : conditions préalables de la mise en œuvre

La mise en œuvre du délit de la « diffusion des informations fausses ou trompeuses », requiert des caractéristiques spécifiques de l'information (*A*). De surcroît, ce délit se caractérise par des traits relatifs au support de diffusion et aux personnes punissables (*B*).

A. Caractéristiques requises de l'information diffusée :

Le législateur marocain a précisé les caractéristiques requises de l'information :

abus de marché : opérations d'initié et les manipulations de cours, ainsi que la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil et les directives 2003/124/CE, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission.

⁶ Article 456-3-2 : « II. – La tentative de l'infraction prévue au I du présent article est punie des mêmes peines. »

⁷ Il y a lieu de souligner qu'en matière de délit, la tentative n'est punissable que si elle est prévue par le texte spécial

³ Les dispositions de l'article 44 sont presque identiques à celles de l'ancien article 26 du Dahir de 1993 relatif au CDVM. La seule modification apportée à cet article 26 repris par les dispositions de l'article 44, renvoie à l'utilisation du mot « instrument financier » au lieu de « valeurs mobilières et titres.

⁴ بالنسبة للمشرع المصري، تتحقق هاتاه الجريمة بقيام المتهم بإثبات بيانات غير صحيحة أو مخالفة للقانون في نشرة الإكتتاب في أوراق التأسيس الشركة العاملة بمجال الأوراق المالية. كما أن الركن المادي يتمثل في قيام المتهم بإثبات بيانات غير صحيحة أو مخالفة للقانون، أو إجراء تغيير في تلك البيانات بعد اعتمادها أو عرضها على الهيئة العامة لسوق المال". احسين ابراهيم خليل، تطبيقات قضائية عن جرائم البورصة، دار الفكر و القانون للنشر و التوزيع، طبعة 2020، ص 191

⁵ Le règlement Européen n° 596/2014 sur les abus de marché (MAR), sanctionne le manquement de diffusion d'une information inexacte ou trompeuse dans les termes de l'article 12. Il a abrogé deux textes : le livre VI du Règlement Général de l'AMF sur les

a) Influencer le cours d'un instrument financier :

l'information fautive doit avoir un impact sur le cours de la bourse, sans préciser le sens de ce changement : « de nature à agir sur les cours »⁸. En revanche, les dispositions de l'article 465-3-2 du CMF-F ne prévoient guère une telle condition⁹.

Ainsi, le législateur français n'a pas pris en compte l'influence potentielle de l'information sur le cours pour réprimer ce délit. Il s'est aligné sur la même logique du Règlement MAR¹⁰, dans la mesure où une information donnant des indications fausses ou trompeuses risque d'engendrer une sanction sans pour autant être susceptible de fixer le cours à un niveau démesuré¹¹.

⁸ Il faut noter que le droit marocain a repris l'ancienne formulation de l'article L.465-2 du code financier et monétaire français.

⁹ Article 465-3-2 : « I. – Est puni des peines prévues au A du I de l'article L. 465-1 le fait, par toute personne, de diffuser, par tout moyen, des informations qui donnent des indications fausses ou trompeuses sur la situation ou les perspectives d'un émetteur ou sur l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier ou qui fixent ou sont susceptibles de fixer le cours d'un instrument financier à un niveau anormal ou artificiel. II. – La tentative de l'infraction prévue au I du présent article est punie des mêmes peines ».

¹⁰ Le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 ("règlement Abus de marché")

¹¹ DEDIER, M., DEZEUZE, E.,

b) Induire autrui en erreur :

l'information diffusée doit induire autrui en erreur. Elle est ainsi erronée dès qu'elle donne une présentation non vraie d'une situation. L'information trompeuse est celle susceptible de créer chez son destinataire une croyance erronée¹².

Selon la jurisprudence française, le juge pénal remet l'information en cause dans son contexte et analyse les autres données avancées au marché par l'émetteur pour évaluer sa faculté d'influencer le jugement des investisseurs¹³.

c) Porter sur une donnée financière :

Quant à l'objet de l'information, il est presque identique aux deux législations marocaine et française. Ainsi, il doit porter sur la situation ou les perspectives d'un instrument financier¹⁴, sur l'augmentation du

9

BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Les abus de marché* (2 ed.). Lexis Nexis. p.342 : « De même, la doctrine française, souligne qu'une erreur anodine d'une information peut engendrer de manière importante un impact sur le cours de l'instrument financier. À l'inverse, une erreur importante d'une information accessoire peut causer un moindre effet sur le cours. (AMF, Comm. sanctions, 5 juillet 2018, n°7) »

¹² Cass. Crim., 4 nov. 2004, N°03-82.777

¹³ Cass. crim., 17 nov 2004, n°03-80.298

¹⁴ A titre d'exemple des informations sur la situation d'un émetteur : informations comptables et financières, informations

capital, sur une surestimation importante du chiffre d'affaires global d'une société, voire sur une fausse déclaration de traitement judiciaire¹⁵.

En droit européen, cet objet peut porter sur des informations susceptibles de donner des indications fausses ou trompeuses. Ces indications doivent être en liaison avec l'offre, la demande ou le cours d'un instrument financier, susceptibles de fixer ou qui fixent à un niveau anormal ou artificiel le cours d'un instrument financier¹⁶.

juridiques (composition de capital, conventions conclues...), opérations réalisées (augmentation de capital, opérations de cession), information technique ou commerciales (ouvertures de nouvelles agences, l'état de stock, perte de contrats ...).

¹⁵ Bull. COB, oct. 2003, n° 383, p. 19 ; *Info Réalité mis en redressement judiciaire, Les Échos*, 18 déc. 2001, p. 23. Voir également, PIETRANCOSTA A.(2004). *Utilisation d'informations privilégiées et publication d'informations trompeuses. Revue de Droit bancaire et financier*, (no 6). Consulté le 2 juin 2021 sur www.lexis360.fr.

¹⁶La législation marocaine en vigueur ne vise pas expressément « l'information imprécise », comme un caractère de l'information constituant le délit de diffusion des informations fausses ou trompeuses. Contrairement, en matière administrative, la législation européenne et la jurisprudence française sanctionnent la diffusion de l'information lorsqu'elle est imprécise ou trompeuse. Cette imprécision peut découler soit d'une information ambiguë ou d'une information incomplète. Voir AMF, *Comm.sanctions*, 5

d) Etre transmise au public : l'information, doit être transmise au public. Dans ce cas, est-ce que cette exigence exclue *de facto* une information diffusée à un champ restreint, ou obtenue lors des échanges directs entre des personnes privées ?

Le dispositif juridique marocain se base sur un critère quantitatif, et qualitatif pour définir la notion « public ». En effet, la circulaire 06-06 relative au placement des titres admis à la bourse des valeurs, considère que le public est « un groupe de personnes physiques ou morales résidentes au Maroc, d'un nombre minimum de 3000 personnes, regroupant l'ensemble des souscripteurs, qui répondent potentiellement aux conditions ou caractéristiques posées par la note d'information. Au sens de la présente définition, les salariés d'une entreprise ne sont pas considérés comme public au regard de ladite entreprise »¹⁷.

juillet.2018,déc.n°7

¹⁷La cadence de transmission de l'information mérite une précision. Le législateur marocain renvoie au fait de répandre au public « des informations ». En d'autres termes, est-ce qu'il est nécessaire de procéder à la diffusion de plusieurs informations fausses pour être incriminé ? En droit comparé, similaire à notre législation, la jurisprudence française rendue sous l'ancien texte d'incrimination, considère qu'un seul acte suffit à la consommation de l'infraction. Voir également DEDIER, M., DEZEUZE, E.,

Toutefois, cette définition demeure très limitative eu égard au caractère international du marché boursier¹⁸. À notre sens, le public doit englober toute personne intéressée par le marché boursier de manière directe ou indirecte. Il s'agit des actionnaires, des prescripteurs, des partenaires de la société, des agences de notation, des clients, etc.

B. Traits distinctifs

En plus des caractéristiques ainsi présentées, le délit de diffusion des informations fausses ou trompeuses présente des traits qu'il est nécessaire de préciser.

a) Par rapport à la rumeur :

Diffuser une information fausse ou trompeuse se recoupe avec une notion voisine : « la rumeur ». Il est donc légitime de s'interroger si, toute rumeur est considérée comme une infraction de diffusion d'une fausse information, du moment qu'il risque d'induire le public en erreur ?

Deux courants se présentent. Pour certains auteurs, la notion d'information trompeuse ou fausse, écarte les notions de bruits et autres impressions, dans la mesure où la

BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.389

¹⁸BOULAAJINE, R. (2018). *La notion de l'information privilégiée : quelle définition. Revue de la jurisprudence commerciale*, (n° 10 bis). p. 10

diffusion des rumeurs erronées n'entraîne pas des poursuites pénales¹⁹. Dans ce sens, la doctrine marocaine considère qu'une simple rumeur répandue par le public ne constitue pas une infraction, même lorsqu'elle cause des pertes²⁰.

Le deuxième courant, nie cette position, en considérant que la rumeur peut provoquer d'importantes perturbations, voire altérations du marché, et peut porter atteinte à l'intérêt général²¹.

Dès lors, la rumeur doit être prise dans son contexte pour apprécier son influence sur le cours de la bourse. À notre sens, le juge pénal est appelé à préciser si une telle rumeur peut être considérée comme infraction eu égard aux effets qu'elle peut avoir sur le cours du marché boursier.

b) Par rapport au support de diffusion : la législation boursière marocaine, à l'instar de celle

¹⁹DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11).p.316

²⁰EL IDRISSE A. (2009). *Droit pénal boursier : l'atteinte à la formation des cours : un bilan judiciaire décevant. Al MILAF*, (n°14 Mars 2009). p.20

²¹KAPFERER, J.-N (1990). *La rumeur en bourse : Rumeurs et légendes contemporaines. Communications*, n°52, P61-84. Lexis Nexis. Consulté le 2 mai 2021 sur www.lexis360.fr. C'est le cas de la chute de 10% du titre Bouygues à l'ouverture de la Bourse de Paris à la suite des rumeurs de décès de son dirigeant.

française, demeurent indifférentes en matière de support de la diffusion de cette information fautive. Ainsi, le législateur marocain précise que « toute personne, qui aura sciemment répandu dans le public par des voies et moyens quelconques, des informations fausses ou trompeuses... »²². De ce fait, ladite diffusion est réprimée quelque soit le support de la communication : la presse, internet, médias, etc.

In fine, l'élément matériel ainsi examiné, ne constitue pas le seul pilier du délit de diffusion de l'information fautive ou trompeuse. Ce dernier exige également un élément moral, en l'occurrence, le dol spécial.

2. La dimension morale

La dimension morale de diffusion des informations fausses ou trompeuses comprend deux éléments essentiels : d'une part, la volonté de commettre ce délit (**A**), d'autre part, la catégorie des personnes punissables (**B**).

A. Du dol spécial

Les dispositions de l'article 44 précisent que « toute personne qui aura sciemment répandu dans le public [...], des informations fausses

²²La formulation adoptée par l'article 44 « ... qui aura sciemment répandu dans le public », est celle utilisée par l'ancien article 465-2 du code monétaire et financier.

ou trompeuses [...], de nature à agir sur les cours, ou de manière générale à induire autrui en erreur ».

Il s'agit d'un dol spécial puisque l'objectif de la diffusion est d'agir sur le cours des instruments financiers et d'induire autrui en erreur. D'une part, l'auteur doit avoir l'intention de commettre l'acte de diffusion de l'information. D'autre part, il faut prouver qu'il avait conscience du caractère faux de l'information diffusée.

En 2006, la Cour de Cassation française avait précisé qu'il était nécessaire que la personne poursuivie ait su ou aurait dû savoir que ces informations étaient inexactes ou trompeuses²³.

Toutefois, l'exemption de cette présomption a été rappelée par la Commission des Sanctions-Organisme sanctionnateur de l'Autorité des Marchés Financiers- si le concerné a pu prouver que des circonstances particulières à lui empêchaient d'exercer ses fonctions²⁴.

²³Cass.com., 19 déc.2006. *Certaines personnes, sont plus concernées, sans équivoque par cette exigence de « ait su ou aurait dû savoir » de par leur position. À titre d'exemple, cette présomption pèse sur le commissaire aux comptes, le dirigeant de l'émetteur (décision de la « commission des sanctions » du 4 mai 2007), et ce à l'occasion de l'exercice de leur fonction.*

²⁴Cette position a été confirmée par la CA Paris, 20 mai 2008 : « le dirigeant d'une

B. Des personnes punissables : Un éventail large

Le champ des personnes punissables du délit de diffusion des informations fausses ou trompeuses, est très large. À l'image du législateur français et européen²⁵, les dispositions de l'article 44 précité, incriminent : « toute personne, qui aura répandu dans le public [...] des informations fausses ou trompeuses... ».

En d'autres termes, il s'agit de toute personne physique ou morale²⁶ : les émetteurs, les dirigeants, les prestataires de services d'investissement, les analystes financiers, le commissaire aux comptes²⁷, les journalistes

spécialisés en bourse, des blogueurs etc.²⁸

De même, le co-auteur de l'infraction peut également voir sa responsabilité engagée, ainsi que le complice, bien que la législation boursière spéciale ne le précise pas. Pour ce dernier, il faut prouver l'acte positif du complice, et qu'il ait agi en connaissance de cause pour la réalisation de l'infraction. En revanche, sur le plan pratique, il semble difficile d'apporter la preuve de l'élément moral lorsque l'auteur principal demeure anonyme et que sa volonté de commettre le délit est difficile à établir²⁹.

En somme, la diffusion des informations fausses et trompeuses, n'est pas la seule manipulation de marché, une autre alors se présente et considérée comme illicite : les manipulations de cours.

II. Manipulation de cours : une transgression de la formation de cours

Dénommé communément, « le parent pauvre » du droit pénal

société par ses fonctions même est supposé maîtriser la communication de l'entreprise ; qu'il suit de là que, lorsqu'une information est communiquée, il doit en principe en répondre à moins que des circonstances particulières dont il lui appartient à démontrer la réalité, ne l'aient privé de l'exercice, total ou partiel de ces fonctions, justifiant qu'il en ait légitimement ignoré le contenu fallacieux ». DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.316

²⁵Article 465-3-2 du code financier et monétaire et l'article 12 du Règlement MAR

²⁶Il faut noter que lorsqu'il s'agit d'une personne morale, sont également incriminés les membres de ses organes d'administration, de gestion ou de direction, eu égard aux dispositions de l'article 51 de la loi 43-12.

²⁷DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.368

²⁸Voir également AMF (octobre 2019). *La cybercriminalité boursière. Définition, cas et perspectives*. Consulté le 4 mai 2020 sur www.amf.fr

²⁹Voir dans ce sens, Tribunal correctionnel Paris, 5 juillet.1988 ; confirmé par la CA Paris, 15 déc.1989. DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p. 364

13

boursier par la doctrine³⁰, le délit de manipulation de cours³¹ est considéré comme le plus ancien délit boursier³². Cette manipulation se distingue de la spéculation. Le spéculateur agit sur le marché en prenant un risque car il ignore si son comportement abouti au sens souhaité. En revanche, le manipulateur de cours élimine un tel risque puisqu'il affecte artificiellement le marché dans le sens souhaité.

La manipulation de cours transgresse ainsi l'équilibre entre l'offre et la demande d'un instrument financier (1). Elle résulte de la volonté de l'auteur pour agir sur le cours de la bourse, en induisant le public en erreur (2).

1. Une manœuvre portant atteinte à la formation normale de cours

La manipulation de cours est précisée par un acte positif sur le cours de la

³⁰ DE VAUPLAE, H., et SIAMRT O. (1996). *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA*. *Revue de droit bancaire*, (n°56). LexisNexis. Consulté le 6 mai 2019 sur www.leis360.fr.

³¹ Certains auteurs considèrent que la manipulation des cours était une pratique anticoncurrentielle LOYRETTE, S (2007). *Le contentieux des abus de marché*. JOLY, p.249

³² Il est prévu par le code napoléonien, en réprimant les actes en violation des « règlements relatifs aux manufactures, au commerce et aux arts ». EL IDRISSE A. (2009). *Op.cit.*, note (20).p.14

bourse (A). Cet acte peut prendre plusieurs formes distinguées de certaines pratiques admises du marché boursier (B).

A. L'exigence d'un acte positif sur le cours de la bourse

Le législateur marocain reprend, dans les termes de l'article 26 de la loi 1-93-212 relatif au CDVM, le deuxième alinéa de l'article 44 de la loi 43-12³³. : « [...], sera punie des mêmes peines que celles prévues au présent article toute personne qui, directement ou par personne interposée, aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché des instruments financiers une manœuvre ayant pour objet d'agir sur les cours ou, de manière générale, d'entraver le fonctionnement régulier du marché en induisant autrui en erreur ».

Contrairement au législateur français, qui procède par une description objective des opérations de manipulations. Elle n'utilise plus le terme « manœuvre » retenue par l'ancien article L465-2. Il n'est plus question d'incrimination d'une entrave au fonctionnement du marché ou d'induction d'autrui en erreur.

Il résulte que le délit de manipulation des cours est

³³ Cette ancienne formulation est identique à celle de l'article L465-2 du code monétaire et financier français.

caractérisé par l'influence sur les cours, en entravant le fonctionnement normal du marché, et induire en erreur les investisseurs. Ainsi, la législation boursière marocaine se limite à préciser le fait reproché de manière générale sans pour autant donner des exemples de ces manipulations prohibées.

Il était convenable donc d'apporter plus d'éclaircissement et de précision à ce type de comportement, à l'image du droit comparé, qui semble plus explicite à ce sujet. En effet, les dispositions l'article 465-3-1 du code monétaire et financier français, ainsi que les dispositions de l'article 12 du règlement MAR³⁴ dénotent un champ plus large des pratiques qui peuvent être considérées comme « des manipulations de cours ». Ce règlement, vise essentiellement trois techniques : abus de position dominante, à l'ouverture ou à la clôture et l'usage de moyens algorithmiques (trading électroniques)³⁵.

Aux États-Unis, la Cour Suprême a jugé que la manipulation renvoie « aux pratiques, telles que les ventes simultanées, les ordres mariés ou les prix provoqués à la hausse ou à la

baisse, et dont le but est de tromper les investisseurs en affectant artificiellement l'activité du marché »³⁶. Ainsi, la réglementation américaine ne donne pas de définition à ce délit. Elle se limite à les désigner par des pratiques « *manipulatives* »³⁷.

Par conséquent, cette approche extensive précise autant de procédés fictifs et de formes de tromperie ou d'artifice³⁸. Ceci permet de les faire distinguer des autres comportements normaux, qui participent à rétablir le bon fonctionnement du marché.

Par ailleurs, ce délit est une infraction formelle dans la mesure où la réalisation du profit n'est guère une condition *sine qua non* pour la prohibition des manipulations³⁹.

De même, à l'image du droit français, la législation marocaine

15

³⁴ Le règlement (UE) n°596/2014 du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 ("règlement Abus de marché")

³⁵ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11).p.452.

³⁶ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.452

³⁷ DE VAUPLAE, H., SIAMRT O. (1996). *La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA. Revue de droit bancaire et de la bourse*, (n°56). LexisNexis. Consulté le 6 mai 2019 sur www.leis360.fr.

³⁸ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021).*op.cit.* , note (11). p.447

³⁹ EL IDRISSE A. (2009). *Op.cit.*, note (20). p.17

punit la tentative de ce délit⁴⁰, contrairement aux autres délits boursiers⁴¹. Dans cette optique, il est légitime de s'interroger si la probabilité de réussir ce délit est bien appréciée sans prendre en compte les circonstances au moment de sa réalisation ?

Dès lors, l'appréciation de ce délit doit être établie, abstraction faite des circonstances de l'espèce. Faute de jurisprudence marocaine en la matière, il convient de soutenir cette démarche objective d'appréciation dans la mesure où la tentative vouée à l'échec est punissable. Par conséquent, comment peut-on prendre connaissance de ce délit en l'absence d'effet ?

Cela étant dit, la doctrine française considère que l'hypothèse de poursuite d'une tentative vouée à l'échec, demeure théorique⁴². Toutefois, le résultat de la manipulation n'est pas apprécié de la même manière. Dans une décision de la Commission des Opérations de Bourse (COB) du 4 février 2003, la gravité de l'impact sur le marché est prise en compte

⁴⁰ Article 44 de la loi 43-12 : sera punie, « [...], toute personne aura sciemment exercé ou tenté d'exercer sur le marché des instruments.... ».

⁴¹ Il s'agit de : délit d'initié et de délit de diffusion des informations fausses et trompeuses

⁴² DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021).op.cit., note (11). p.447et suivants

pour déterminer le quantum de la sanction, ainsi que l'effet de cette manipulation sur le cours.

In fine, la manipulation de cours peut prendre différentes formes. Leur liste n'est point figée. Toutefois, il convient de signaler les principales de ces formes.

B. Les formes de manipulations de cours face aux pratiques admises du marché :

Comme déjà signalé, plusieurs opérations peuvent avoir un impact sur le cours d'un instrument financier. De ce fait, il est essentiel de distinguer celles qui sont reconnues comme admises par le législateur et la jurisprudence, de celles qui présentent un caractère illicite.

Parmi les principales opérations nécessaires à la bonne marche du marché boursier figure, « les programmes d'achat » et « les opérations de stabilisation ».

En premier lieu, le rachat par un émetteur de ses propres titres est une opération courante, visant le renforcement de l'actionnariat salarié ou le paiement des porteurs de titres convertibles⁴³. La légitimité de cette opération est

⁴³ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021).op.cit., note (11). p.466.

tributaire du maintien de l'objectif préalablement déclaré par l'émetteur.

Dans ce sens, le règlement MAR exige que les titres acquis ne puissent être réaffectés par la suite à un objectif, autre que celui indiqué⁴⁴. De même, aucune cession des actions propres ne doit s'opérer durant le programme de rachat ou d'intervention sur les titres durant les périodes de « fenêtres négatives ».

En second lieu, l'opération de stabilisation est également considérée comme opération admise. Il s'agit d'une opération réalisée dans le cadre d'une émission d'instrument financier pour éviter la baisse du cours⁴⁵. À cet égard, le règlement MAR a défini les conditions de la légitimité de cette opération⁴⁶.

En revanche, certaines opérations peuvent être considérées comme nuisibles au bon fonctionnement du marché. À titre d'exemple, on distingue⁴⁷ :

❖ Des opérations ayant pour

objectif de donner une fausse impression d'activité sur un instrument financier : achetés-vendus (*wash trades*), la bouilloire (*dumping and pumping*) le soutien abusif de cours, transmission-annulation d'ordres non destinés à être exécutés ou *layering* ;

❖ Des opérations ayant pour objectif de créer une pénurie : comme le *cornering* (une opération qui permet d'obtenir une position dominante sur un instrument financier), des *abuses squeezes* (des manœuvres qui consiste en la création d'une pénurie artificielle sur un titre en limitant l'offre.

❖ Des nouvelles formes suite à l'introduction des technologies de l'information, combinant interconnexion des marchés et recours à des instruments électroniques de négociation : l'hameçonnage (*phishing*), techniques liées aux instruments automatisés de négociation (les ordres *test-ping order*, déclenchement d'un mouvement de prix, bourrage d'ordres- *quote stuffing*).

2. Une manœuvre dolosive

Pour être réprimée, cette manœuvre doit être dolosive (A). En revanche, sa preuve demeure difficile (B).

A. La nécessité d'un dol général associé d'un dol spécial

⁴⁴ Article 5 du Règlement MAR.

⁴⁵ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *op.cit.*, note (11). p.468

⁴⁶ Article 5 du Règlement MAR.

⁴⁷ Voir également DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.469 et suivants.

La répression des manipulations de cours requiert l'élément moral. Il renvoie au terme « manœuvre », pour caractériser un comportement réalisé de mauvaise foi et pas seulement par imprudence⁴⁸.

Il s'agit d'abord d'un dol général, qui consiste à avoir l'intention de transgresser la législation boursière par une telle manœuvre. Puis, c'est un dol spécial, portant sur la volonté d'entraver le bon fonctionnement du marché et induire les investisseurs/épargnants en erreur⁴⁹.

Dans cette optique, certains auteurs marocains considèrent, qu'un agissement qui impacte le marché sans induire autrui en erreur, ne constitue pas une infraction⁵⁰.

Toutefois, il est difficile d'adhérer à cette position. La lecture du 2^e alinéa des dispositions de l'article 44, montre que l'objectif de la manœuvre pourrait se présenter selon deux

facettes. La première consiste à « agir sur les cours », tandis que la deuxième renvoie, au fait « d'entraver le bon fonctionnement en induisant autrui en erreur ».

Dès lors, il convient de dire que l'influence sur les cours, n'est qu'un exemple de l'objectif de cette manœuvre, et que le sens général réside dans toute manœuvre ayant pour objectif de porter atteinte au bon fonctionnement du marché, en induisant les investisseurs en erreur.

En droit comparé, l'incrimination n'est pas tributaire de l'élément intentionnel. Ainsi, l'article 465-3-1 du CMF-F, a écarté l'adverbe « sciemment », et le nom « manœuvre », retenus dans l'ancienne formulation. Néanmoins, il est difficile d'accepter que le juge pénal puisse écarter la volonté de l'auteur de commettre l'acte prohibé et de produire un effet manipulateur lors de la consommation de l'infraction. Ce dol est indispensable pour la répression pénale.

B. La preuve : une difficulté à surmonter

La preuve de l'élément moral du délit de manipulations des cours est difficile à établir. À ce titre, le juge peut recourir à des éléments matériels pour mettre en évidence la volonté de commettre une manipulation. Si la juridiction

⁴⁸ EL IDRISSE A. (2009). *Op.cit.*, note (20). p.18

⁴⁹ L'élément intentionnel du délit suppose non seulement un agissement en connaissance de cause, mais aussi la recherche d'un objectif particulier : entraver le fonctionnement régulier d'un marché réglementé en induisant autrui en erreur ». STASIAK, F. (2012) *Manipulation de cours, diffusion d'informations trompeuses et délit d'initié Crim.*, 6 avril 2011, n° 10-85.174, Bull. Joly bourse, juillet 2011, p. 424, note J. Lasserre-Capdeville. RSC Dalloz. Consulté sur www.dalloz.fr le 23 Avril 2017.

⁵⁰ EL IDRISSE A. (2009). *Op.cit.*, note (20). p.18

constate que l'objectif poursuivi ne présente pas un caractère nuisible au marché, il n'y a pas lieu d'incrimination⁵¹.

Faute de décision rendue publiquement par l'organe judiciaire marocain et celles par l'AMMC, le recours aux décisions de l'AMF et du Conseil d'État est fructueux pour apprécier la preuve du délit de manipulation des cours, notamment, en matière du manquement administratif de cette manipulation. *A fortiori*, la commission des sanctions de (AMF) a suivi une démarche basée sur un ensemble d'indices réalisés successivement, pour relever le caractère manipulateur des ordres passés sur le marché⁵².

⁵¹ *Tribunal correctionnel Paris, 5 mars 1993 : cas d'intervention visant à stabiliser le cours d'un instrument financier.*

⁵² AMF, *Comm.sanctions, 5 juillet.2016* : «la stratégie mise en cause lors des séquences reprochées, l'a conduit à acheter à des cours élevés et à vendre à des cours bas sur Euronext. [...], l'objectif ultime de -X- [...], est de déclencher une cotation de la valeur à un cours souhaité afin de pouvoir ensuite en tirer profit. [...] ,les ordres passés à des conditions très particulières, financièrement désavantageuses et à des prix éloignés de ceux auxquels un investisseur serait normalement intervenu, ont fixé le cours de titres, objet de l'enquête, à un niveau artificiel sur ce marché ; considérant que (...) n'invoque aucun motif permettant d'établir la légitimité des raisons des ordres émis et des opérations effectuées, et leur conformité aux pratiques de marché admises au sens de l'article 631-1 du règlement

De même, le critère du résultat de l'opération semble insuffisant et insignifiant comme élément de preuve pour deux raisons. D'une part, certaines opérations admises, influent le cours du marché (cessions de blocs, les offres publiques, etc.). Elles sont animées par leur « motif légitime », qui doit être cohérent avec l'opération réalisée⁵³. D'autre part, ce critère ne permet pas d'incriminer la tentative. On serait dans une logique d'« échouer et ne rien risquer, ou s'enrichir et risquer une sanction »⁵⁴.

Dans ce sens, le Conseil d'État, décide que « sans qu'il ne soit nécessaire de rechercher si le comportement reproché procédait d'une intention manipulateur lorsque son auteur ne peut ignorer que les ordres qu'il passe ont nécessairement pour effet de donner des indications fausses ou

général de l'AMF » ; DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit., note (11). p.459*

⁵³ Dans ce sens, la commission des sanctions a pris en compte cet élément par sa décision du 4 déc 2019. La personne mise en cause a pu justifier les ordres passés par un motif légitime, et « ne constituent pas une manipulation du moment que ses agissements soient cohérents avec le motif invoqué »

⁵⁴ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit., note (11).p.461*

trompeuses »⁵⁵.

opérations boursières⁵⁷.

Conclusion

En somme, les deux formes de manipulations du marché, en l'occurrence, manipulation par diffusion des informations fausses ou trompeuses, et manipulation de cours, semblent être identiques. À cet égard, en droit comparé, la doctrine défend la fusion de ces deux délits, du moment que cette diffusion est considérée comme une forme de manœuvre entravant le bon fonctionnement du marché⁵⁶.

Cette position est réfutée par certains auteurs marocains, dont on partage la vision. La distinction réside entre ces deux infractions dans la nature de l'opération réalisée sur le marché boursier. Une manipulation des cours est caractérisée par une opération où l'agent veut imposer sa loi au marché sans diffuser une fausse information. En revanche, dans l'infraction de diffusion des informations fausses ou trompeuses, l'auteur commence par l'information fausse pour en exécuter en concomitance des

20

⁵⁵ DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Op.cit.*, note (11). p.462

⁵⁶ DE VAUPLAE, H., et SIAMRT O. (mai-juin 1997). *Délit boursiers : propositions de réformes. Revue de droit bancaire et de la Bourse*, (n°61). Lexis Nexis. Consulté le 23 avril 2020 sur www.lexis360.fr.

⁵⁷ EL IDRISSE A. (2009). *Op.cit.*, note (20). p.20

Bibliographie

1. احسين ابراهيم خليل. تطبيقات قضائية عن جرائم البورصة, دار الفكر و القانون للنشر و التوزيع. طبعة 2020, ص 191
2. AMF (octobre 2019). *La cybercriminalité boursière. Définition, cas et perspectives.*, consulté le 4 mai 2020 sur www.amf.fr;
3. BOULAAJINE, R.(2018). La notion de l'information privilégiée : quelle définition. *Revue de la jurisprudence commerciale*, (n° 10 bis). 5-18 ;
4. DE VAUPLAE, H., et SIAMRT O. (1996). La notion de manipulation de cours et ses fondements en France et aux USA. *Revue de droit bancaire*, (n°56). LexisNexis. Consulté le 6 mai 2019 sur www.leis360.fr;
5. DE VAUPLAE, H., et SIAMRT O.(mai-juin 1997). Délit boursiers : propositions de réformes. *Revue de droit bancaire et de la Bourse*, (n°61). Lexis Nexis. Consulté le 23 avril 2020 sur www.lexis360.fr ;
6. DEDIER, M., DEZEUZE, E., BOUAZIZ, F., SALOMON, R. FRANCON, M., (2021). *Les abus de marché* (2 ed.). Lexis Nexis ;
7. EL IDRISSE A. (2009). Droit pénal boursier : l'atteinte à la formation des cours : un biln judiciaire décevant. *Al MILAF*, (n°14 Mars 2009). 14-22 ;
8. KAPFERER, J.-N (1990). La rumeur en bourse :Rumeurs et légendes contemporaines. *Communications*,n°52, P61-84. Lexis Nexis. Consulté le 2 mai 2021 sur www.lexis360.fr;
9. LOYRETTE, S (2007). *Le contentieux des abus de marché*. JOLY ;
10. PIETRANCOSTA A.(2004).Utilisation d'informations privilégiées et publication d'informations trompeuses. *Revue de Droit bancaire et financier*,(no 6). Consulté le 2 juin 2021 sur www.lexis360.fr;
11. STASIAK, F. (2012) Manipulation de cours, diffusion d'informations trompeuses et délit d'initié Crim., 6 avril 2011, n° 10-85.174, Bull. Joly bourse, juillet 2011, p. 424, note J. Lasserre-Capdeville. *RSC Dalloz*. Consulté le 23 avril 2017 sur www.dalloz.fr;