

DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

Définition des instruments financiers : une avancée conceptuelle majeure



Hubert de Vauplane

Directeur juridique
Calyon*
Université Paris II
Panthéon-Assas

L'ordonnance de janvier 2009 refond entièrement les dispositions du Code monétaire et financier relatives aux instruments financiers. Son apport conceptuel majeur réside dans la nouvelle définition des instruments financiers et leur classement de façon binaire entre titres et contrats.

L'ordonnance n° 0007 du 8 janvier 2009 [1] vient modifier profondément l'architecture du droit français des instruments financiers. Ce texte a été adopté dans le cadre de l'habilitation de légiférer par ordonnance prévue par la loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie. Cette ordonnance refond entièrement les dispositions du Code monétaire et financier (CMF) relatives aux instruments financiers en les regroupant au sein d'un livre unique de ce code, met à jour les dispositions relatives aux participants des systèmes de règlement et de livraison d'instruments financiers et assouplit les conditions d'indexation des titres de créance et des instruments financiers à terme.

DES DISCUSSIONS EN COURS AU NIVEAU INTERNATIONAL

La réforme mise en place – initiée il y a déjà plus de trois ans au sein de différents groupes de travail sous l'égide de la Direction du Trésor et qui a donné lieu à une large consultation de Place – s'inscrit au cœur

des discussions en cours au niveau international, tant au sein de l'Union européenne avec le Legal Certainty Group de la Commission européenne, que des réflexions menées au sein d'Unidroit dans le cadre du projet de convention internationale sur le droit matériel applicable aux titres intermédiés, faisant suite eux-mêmes aux discussions nées de la convention, toujours controversée, du 5 juillet 2006 de la Conférence de droit privé de La Haye sur la loi applicable à certains droits sur des titres détenus auprès d'un intermédiaire [2]. Dans un cas comme dans l'autre, les experts français, lors des travaux préparatoires à la publication de l'ordonnance, ont considéré que si le droit hexagonal des instruments financiers est moderne et souvent cité en exemple à l'étranger comme celui d'un système novateur, il pêche toutefois par un manque de clarté et de cohérence et parfois même de certitude quant à certains points de

[2] Voir aussi les chroniques *Droit des marchés financiers* de *Revue Banque* n° 695 juin 2007 : *Transfert de propriété des titres non cotés : la réforme dévoyée*, et *Revue Banque* n° 684 octobre 2006 : *Convention de La Haye ou les titres, étude d'impacts par la Commission européenne*.

droit [3]. Ces points ont été relevés dans le livre blanc du comité juridique de Paris Europlace [4]. Celui-ci a servi de base de réflexion au projet d'ordonnance aujourd'hui publié [5].

UN MANQUE DE COHÉRENCE ET DE LISIBILITÉ

Le droit français des instruments financiers souffre d'un manque de cohérence et de lisibilité. Manque de lisibilité du fait de l'éclatement dans différents codes et au sein de ceux-ci dans différents chapitres, des dispositions régissant les instruments financiers et les valeurs mobilières. Manque de cohérence du fait que les notions d'instruments financiers et celles de valeurs mobilières étaient souvent employées l'une à la place de l'autre, au point

[3] H. de Vauplane, *Bilan du système français de dématérialisation*, dans "20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales", ouv. coll. dirigé par H. de Vauplane, Banque éd. p. 85.

[4] Livre blanc du Comité de droit financier de l'association Paris Europlace, décembre 2003.

[5] A. Maffei, *Pour une modernisation du régime de la dématérialisation en France : le projet Paris Europlace*, dans "20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales", op. cit. p. 103.

* Les opinions exprimées n'engagent que l'auteur et non la société Calyon.

[1] JORF du 9 janvier 2009.

même qu'elles faisaient l'objet de deux définitions distinctes, (L. 211-1 ancien CMF pour les instruments financiers et art. L. 211-2 ancien du CMF pour les valeurs mobilières, sans qu'il n'existe aucun lien entre ces deux notions). Afin de remédier à cette double lacune, l'objectif de la réforme – qui ne ressort pas clairement du rapport au président de la République accompagnant la publication de l'ordonnance, mais qui figure de façon explicite dans les travaux préparatoires et en premier lieu les travaux de Paris Europlace – est de disposer d'un corpus législatif et réglementaire en matière d'instruments financiers qui soit facilement accessible et compréhensible. Il s'agit pour l'essentiel de regrouper de façon cohérente les différentes dispositions relatives aux instruments financiers dans un seul corps de texte. Mieux, l'idée consiste à distinguer les valeurs mobilières, lesquelles restent régies par le Code de commerce, des instruments financiers, et en particulier des titres financiers (encore appelés dans le jargon international, "titres multi-intermédiaires") qui, pour leur part, ressortent du CMF. Si l'article L. 211-2 du CMF mentionne le concept de "valeurs mobilières" c'est pour préciser que les "titres financiers [...] comprennent les valeurs mobilières au sens de l'article L. 228-1 du Code de commerce [...]"; lequel article L. 228-1 al. 2 du Code de commerce précise de son côté que les valeurs mobilières sont "des titres financiers au sens de l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier, qui confèrent des droits identiques par catégorie". Les deux notions sont désormais liées, et ce qui distingue un titre financier d'une valeur mobilière, c'est le caractère fongible de cette dernière, le fait qu'elle confère "des droits identiques par catégorie" [6].

“L'ordonnance refond entièrement les dispositions du code monétaire et financier relatives aux instruments financiers en les regroupant au sein d'un livre unique de ce code.”

UNE CLARIFICATION CONCEPTUELLE

L'apport conceptuel majeur de l'ordonnance réside dans la nouvelle définition des instruments financiers et leur classement de façon binaire. Les instruments financiers, jusqu'alors objets d'une simple énumération sous forme d'une liste dans l'ancien article L. 211-1-I du CMF, à l'image de ce que prévoit l'annexe I section C de la directive 2004/39/CE Marché d'instruments financiers, sont dorénavant classés en deux catégories énoncées par l'article L. 211-1-I : "Les instruments financiers sont les titres financiers et les contrats financiers". Là se trouve l'effort majeur de conceptualisation opéré par l'ordonnance, même si, afin de respecter la directive MIF, le texte continue ensuite par énumérer les titres financiers (L. 211-1-II) et les contrats financiers (L. 211-1-III). Dès lors, les expressions "instruments financiers" et "valeurs mobilières" sont remplacées dans le CMF par celles de "titres financiers" ou "contrats financiers", celle de valeurs mobilières disparaissant totalement du paysage du CMF pour ne se retrouver qu'au sein du Code de Commerce. L'énumération opérée par l'article L. 211-1 est particulièrement longue s'agissant de la catégorie des contrats financiers, dans la mesure où la loi renvoie à une liste réglementaire (bien que l'ordonnance soit muette, on peut considérer qu'il s'agit de la liste codifiée à l'article D. 211-1-I-A C du Code de commerce) en se contentant d'assimiler, au niveau des concepts, la notion de contrats financiers et celle d'instruments financiers à terme ("Les contrats financiers, autrement dénommés « instruments financiers à terme », sont les contrats à terme qui figurent dans une liste fixée par décret" selon l'art. L. 211-1-III, ce qui est

que cette notion reste largement incomprise à l'étranger; mais le Trésor a souhaité en maintenir l'existence, tout en la limitant aux seuls besoins du Code de commerce, notamment compte tenu des très nombreuses adaptations que cette suppression aurait entraîné dans ce code.

incorrect d'un strict point de vue des concepts dans la mesure où la notion de contrat financier et celle d'instrument financier à terme regroupe les contrats à terme, les options, et les swaps). En procédant à cette classification binaire, la France se dote d'une législation qui permet d'opérer une distinction claire entre les titres (c'est-à-dire les valeurs mobilières et assimilées) et les produits dérivés (les contrats financiers). Là où la directive MIF ne distinguait pas, le droit français clarifie de façon conceptuelle la notion d'instruments financiers issue du droit communautaire et qui ne faisait l'objet d'aucune cohérence. Certes, les aspects pratiques de cet effort de conceptualisation restent modestes, si ce n'est une meilleure différenciation entre les deux types d'instruments.

LE CRITÈRE DE NÉGOCIABILITÉ

Or, ce qui distingue fondamentalement un titre financier d'un contrat financier, c'est le critère de négociabilité et, dans une moindre mesure, celui de l'inscription en compte. "Les titres financiers sont les titres négociables appartenant à l'une des catégories suivantes : 1. Les titres de capital; 2. Les titres de créances, à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse; 3. Les parts ou actions d'organismes de placement collectifs". Le facteur commun à tous ces instruments est la négociabilité. Celle-ci fonde le concept de "titres financiers" : sont qualifiés de titres, les instruments financiers négociables. Par négociabilité, on entend les formes simplifiées de transfert permettant de réaliser la négociation du bien selon des formalités plus simples et plus rapides que les modes traditionnels du droit civil (art. 1689 et 1690 C. civ.). On notera toutefois une limite à cette avancée conceptuelle : alors qu'il eut été plus logique de faire figurer ce critère de négociabilité au sein même de la définition des titres financiers, l'ordonnance place celle-ci parmi les dispositions concernant

[6] Lors de la consultation de Place, beaucoup de professionnels avaient demandé la suppression pure et simple de la notion de valeur mobilière, y compris dans le Code de commerce, du fait

le régime des titres financiers, à l'article L. 211-14 : "À l'exception des parts des sociétés civiles de placement immobilier mentionnées à l'article L. 214-50 et des parts de société d'épargne forestière mentionnées à l'article L. 214-85, les titres financiers sont négociables", et ce, afin de permettre l'inclusion au sein de la notion de titres financiers de ces deux types particuliers d'instruments financiers, même si ceux-ci ne sont pas négociables et ne sont pas inscrits en compte. Cette limite constitue une incohérence conceptuelle : la négociabilité est un élément essentiel, si ce n'est l'élément majeur de la définition du titre financier, et ne saurait donc consister en une conséquence de cette définition.

Mais la négociabilité n'est pas suffisante pour caractériser les titres financiers. Encore faut-il que ceux-ci soient inscrits en compte. L'article L. 211-15 indique que "les titres financiers se transmettent par virement de compte à compte", ce qui fait écho à l'article L. 211-3 selon lequel "les titres financiers émis en territoire français et soumis à la législation française sont inscrits dans un compte titres, soit tenu par l'émetteur, soit par l'un des intermédiaires mentionnés aux 2° et au 7° de l'article L. 542-1".

CLARIFICATIONS JURIDIQUES

Si les promoteurs de la réforme ont clairement indiqué, dès le départ, que celle-ci s'opérerait à droit constant, deux dispositions viennent modifier de façon substantielle le droit positif, même si les réponses apportées s'inscrivent dans la ligne de la jurisprudence et de la doctrine dominante. La première disposition concerne la propriété des titres financiers et leur transfert de propriété. Les titres ne peuvent être inscrits en compte qu'au nom de leur propriétaire : "Le compte titre est ouvert au nom d'un ou plusieurs titulaires, propriétaire des titres financiers qui y sont inscrits" (art. L. 211-4). Certes, la loi reprend les deux exceptions à ce principe, déjà prévues dans le

droit positif, d'inscription en compte au nom du propriétaire, lorsque le compte-titres est ouvert au nom d'un fonds commun et lorsque ce même compte titre est ouvert au nom d'un "intermédiaire inscrit" tel que prévu à l'article L. 228-1 du Code de commerce. Il n'en demeure pas moins que se trouve affirmé de façon catégorique et comme un principe essentiel de notre droit le lien entre l'inscription en compte et la propriété.

LA PORTÉE DE L'INSCRIPTION EN COMPTE

Le droit français prend ainsi clairement partie dans le débat international relatif à la portée de l'inscription en compte : le titulaire de titres financiers a la qualité de propriétaire. Dès lors, le transfert de propriété est lié à l'inscription en compte. L'article 211-17 indique que "le transfert de propriété des titres financiers résulte de l'inscription de ces titres au compte-titres de l'acquéreur". Il est important de souligner que ce texte ne prévoit pas que l'acquisition de la propriété résulte de l'inscription en compte [7], mais que le transfert de propriété résulte de cette même inscription. Autrement dit, l'inscription en compte rend inopposables les vices du droit de propriété, ce qui permet d'expliquer et de mieux comprendre la seconde innovation apportée par l'ordonnance, qui touche au régime de protection du tiers acquéreur de bonne foi d'un titre financier. L'article L. 211-16 mentionne que "nul ne peut revendiquer pour quelque cause que ce soit un titre financier dont la propriété a été acquise de bonne foi par le titulaire du compte-titres dans lequel ces titres sont inscrits". Il s'agit de la consécration, sous forme législative, de l'adage, longtemps affirmé par la jurisprudence ancienne (mais non repris depuis la dématérialisation des valeurs

mobilières ce qui avait entraîné un doute quant à l'application de l'ancien article 2279 ancien du Code civil aux titres inscrits en compte), selon lequel "en fait de valeurs mobilières, l'inscription vaut titre".

En pratique, la règle nouvelle interdit toute revendication d'un tiers à l'encontre de l'inscrit en compte de bonne foi. Elle pose une présomption irréfragable de propriété à l'encontre des tiers, mais simple envers son auteur en laissant ouverte une action en restitution entre les parties au transfert. C'est en ce sens qu'il faut comprendre que le transfert de propriété "résulte" de l'inscription en compte ; autrement dit qu'en cas de mauvaise foi vis-à-vis des tiers ou de vices entre les parties, le transfert de propriété peut être remis en cause. Contrairement aux travaux internationaux, la réforme n'exige pas que l'inscription en compte ait été effectuée de façon régulière.

L'ordonnance prévoit d'autres modifications ou adaptations, comme l'apparition de la notion de "compte-titres", la suppression des cas de résolution de plein droit du transfert de propriété en cas de défaut de livraison des instruments financiers, le toilettage du régime de nantissement du compte-titres pour s'adapter à la nouvelle terminologie et surtout, la clarification de l'application du régime dérogatoire au droit commun de la faillite de compensation-résiliation (close out netting) aux opérations portant sur des contrats sur marchandises (article L. 211-36-1).

UNE MEILLEURE SÉCURITÉ JURIDIQUE

Au final, le droit français est aujourd'hui clarifié permettant de prétendre à une attractivité des activités de compensation et de règlement-livraison sur notre territoire du fait de sa grande sécurité juridique. ■

« L'idée consiste à distinguer les valeurs mobilières, lesquelles restent régies par le Code de commerce, des instruments financiers qui, pour leur part, ressortent du Code monétaire et financier. »

[7] En ce sens, cf. H. Synvet, La propriété des valeurs mobilières en droit français, dans "20 ans de dématérialisation des titres en France, Bilan et perspectives nationales et internationales", op. cit. p. 37 et spéc. n° 24.