

# DROIT DES MARCHÉS FINANCIERS

## Mieux légiférer pour une meilleure régulation ?



**Hubert de Vauplane**

**BNP Paribas  
Université  
Paris II -  
Panthéon-Assas**

Peut-on mieux légiférer en matière financière ? La question est aujourd'hui posée à la fois par l'AMF et la Commission européenne sous l'angle méthodologique. Trois principaux points suscitent des commentaires : l'écoute accordée aux lobbies, l'équilibre entre droit romano-germanique et droit de *common law*, ainsi que les langues de travail.

**A** l'heure où l'on évoque une certaine *regulatory fatigue*, il convenait d'établir un état des lieux de la réglementation élaborée au cours de ces dernières années en matière financière à la suite du Plan d'action des services financiers. Le travail à marche forcée, depuis maintenant six années, en matière de réglementation a conduit les régulateurs à interroger les praticiens des marchés financiers sur le résultat obtenu et la méthode adoptée pour y parvenir, et ce afin de tenir compte de cette expérience dans le cadre des futurs chantiers réglementaires. À titre liminaire, on ne pourra que se féliciter de cette prise en compte des attentes du marché et de ses intervenants par les autorités en charge d'élaborer les règles de droit. Il s'agit là d'une approche nouvelle qui doit être saluée comme participant au besoin de légitimité démocratique de toute nouvelle règle de droit, en particulier dans un secteur où le danger, contrairement à ce que l'on croit, réside dans le "toujours plus réglementaire".

### DEUX CONSULTATIONS EN COURS

En l'espace de quelques mois, deux documents soumis à consultation publique – l'un provenant de la Commission européenne et relatif aux

objectifs de la Commission sur la politique des services financiers 2005-2010 (Livre Vert), l'autre de l'AMF intitulé "Pour une meilleure régulation" (mai 2006) sur la politique réglementaire en matière de services financiers en France au cours des prochaines années – se proposent de faire le point sur le travail accompli. Si l'un comme l'autre abordent les questions de fond relatives à l'organisation de l'industrie financière en Europe et en France, tout deux laissent une large place à la méthodologie. Dans son Livre Vert, la Commission propose des mesures concrètes permettant de "mieux légiférer" pour le futur. Elle considère en

**« La cohérence des textes européens ne peut s'effectuer qu'en harmonie avec les principes juridiques fondamentaux intégrés depuis plusieurs siècles dans les différents droits nationaux. »**

effet que "l'amélioration des résultats économiques et la création de bien-être dépendront dans une large mesure de la capacité des institutions européennes, des autorités de contrôle et des acteurs du marché à veiller à ce que les règles existantes soient appliquées d'une manière cohérente et effectivement mises en œuvre, de façon à ce que la meilleure pratique devienne la norme". Quant à

l'AMF, selon son président M. Prada, la démarche adoptée "doit [...] permettre [à l'AMF] une plus grande efficacité dans l'exercice de la mission de protection de l'épargne que nous a confiée le législateur, et pour le développement de la place, qui exige de l'AMF lisibilité et professionnalisme". L'ambition est élevée, l'enjeu capital et le défi à la hauteur des espérances des praticiens et des investisseurs.

### COMMON LAW OU TRADITION ROMANO-GERMANIQUE

C'est sur ce "mieux législatif" ou *better regulation* qu'il convient de s'attarder quelque peu, et notamment sur la méthode d'élaboration de la norme de droit elle-même. Notons que sur ce point le document soumis à consultation par l'AMF est plus discret que celui élaboré par la Commission européenne. Alors que ce dernier traite à la fois du bilan des actions entreprises, des projets à venir et de la méthode de régulation elle-même, le régulateur français concentre sa consultation sur le bilan des travaux des deux années de fusion entre la COB et le CMF afin de mettre en lumière certaine ligne de force qui permettront d'identifier des "voies de progrès". On regrettera donc que l'AMF n'ait pas tiré la logique de sa consultation jusqu'à interroger plus

précisément les acteurs de la place sur la méthode de régulation elle-même. À la décharge du régulateur français, il est vrai que ce type de problème est plus crucial au niveau européen qu'au simple niveau national. Si la régulation européenne doit veiller à la cohérence sectorielle et intersectorielle des textes dans le but d'assurer, sur toute la législation, l'homogénéité de la terminologie et des effets de cette législation, cette cohérence ne peut s'effectuer qu'en harmonie avec les principes juridiques fondamentaux intégrés depuis plusieurs siècles dans les différents droits nationaux. En effet, en l'absence de droit civil européen unifié, les principes qui régissent les mesures sectorielles doivent s'accorder avec les grands principes juridiques de chaque État membre. Or, et sans tomber dans une approche comparatiste simpliste, on ne peut que constater l'existence au minimum de deux grandes traditions civilistes en Europe, celle issue des principes de la *common law*, et celle issue de la tradition romano-germanique. Le défi du droit européen, en matière financière comme en tout autre domaine, est d'assurer une harmonisation de la législation européenne avec les concepts de ces deux grandes familles juridiques. Ce n'est qu'à ce prix, et non en tentant subrepticement d'imposer un système plus qu'un autre, que le succès de l'entreprise européenne de régulation harmonisée sera au rendez-vous.

### UNE CRITIQUE DE MISE EN ŒUVRE

Trois remarques principales peuvent être formulées à cet égard. En ce qui concerne la méthodologie proprement dite, la Commission souligne dans son Livre Vert sa détermination à mettre en œuvre la politique la plus ouverte et la plus transparente lors de l'élaboration des nouveaux textes, principes dont on ne peut que se réjouir. Toutefois, l'expérience a

montré, lors de certains travaux préparatoires de textes communautaires, l'audience démesurée accordée à certains groupes de pression, parfois même non européens, par la Commission, cette audience pouvant être perçue comme disproportionnée par rapport à leur représentativité réelle. Sans remettre en cause le principe même de consultation auprès des acteurs intéressés, il faut reconnaître qu'en adoptant la méthode législative américaine qui laisse une large place aux lobbyistes, les plus actifs de ceux-ci arrivent parfois à être plus écoutés par la Commission alors même qu'ils ne représentent, par définition, qu'une portion infime des intérêts en présence. C'est donc une critique de mise en œuvre qui est formulée, et non du principe lui-même. Cependant, lorsque la démarche conduit à privilégier ceux qui parlent le plus fort et le plus souvent au détriment des autres, il peut en résulter un sentiment, parfois justifié, de déficit démocratique de la norme ainsi adoptée.

Une excellente illustration, en dehors de notre sphère de compétence, peut être trouvée avec les normes IAS, violemment critiquées par les utilisateurs mais pour lesquelles la Commission a eu du mal à accepter les critiques. Un autre exemple, moins connu mais plus dans le cœur de notre domaine, réside dans l'élaboration de la directive Garanties financières, ou *Collateral*, où l'on a vu certains groupes de pression représenter des sensibilités différentes de celles des places financières européennes, et notamment celle de Paris, et bénéficier – grâce à leur réel professionnalisme – d'une audience au-delà de toute mesure auprès des services de la Commission en charge d'élaborer le projet de la directive. On pense aussi à la directive Prospectus et au lobbying forcené de la place de Londres sur le mode de régulation du marché euro-obligataire.

« L'expérience a montré, lors de certains travaux préparatoires de textes communautaires, l'audience démesurée accordée à des groupes de pression, parfois même non européen, par la Commission. »

### ADOPTER UNE ATTITUDE PLUS PRUDENTE À L'ÉGARD DES LOBBIES

Mais restons sur l'exemple de la directive Finalité en ce qu'il affecte non seulement une norme réglementaire, mais surtout les principes juridiques fondamentaux des États membres. Dans sa réponse au Livre Vert, le Comité juridique de Paris Europlace, auditionné par la Commission, a fait savoir que certaines sensibilités, plutôt de droit romano-germanique, ne semblaient pas bénéficier du même accueil bienveillant des services de la Commission. Ce n'est pas là une nouveauté pour ceux qui pratiquent de façon régulière la Commission : il semble que celle-ci soit attirée par le droit de *common law* comme un insecte l'est par la lumière ! Le Comité Paris Europlace ajoute qu'il serait utile pour la Commission d'adopter une attitude plus prudente à l'égard de certains lobbies et une écoute plus appuyée de la diversité des sensibilités manifestées dans l'ensemble des places européennes, en particulier les places continentales. La critique est claire et sans ambiguïté, même si le ton est mesuré : pourquoi accorder toujours plus d'importance au droit anglo-saxon et, partant, aux représentants de cette tradition ? Il y a là une véritable interrogation sur le sens même que l'Europe souhaite donner à son droit. L'Europe serait-elle condamnée à importer le droit américain (car c'est bien le droit américain qui est visé, moins que le droit anglais) sur son sol ? Derrière la question iconoclaste, on sait qu'en tenant compte des différentes sensibilités juridiques en Europe, on éviterait l'élaboration de textes ne correspondant pas toujours à la tradition de ces places financières. Tel fut le cas avec la notion de "contrôle" en matière de garanties sur titres, concept directement tiré du droit américain et de l'article 8 UCC. Mais l'inculturation provient aussi du style de rédaction : les traditions civilistes, et en particulier

“La qualité des textes comportant des concepts juridiques bénéficie très fortement d’une rédaction conjointe dans au moins deux langues de travail de tradition juridique différente.”

la tradition française, privilégient des textes précis et percutants, utilisant des concepts clairs et accessibles au commun des mortels. Cet accès facile des dispositions du Code civil reflète le caractère éminemment démocratique de la norme de droit : celle-ci doit pouvoir être lue et comprises par tous. Tel était le cas il y a encore une dizaine d’années avec les anciennes directives, notamment celles du secteur bancaire qui adoptaient une approche plus en phase avec la tradition civiliste.

#### UN EXEMPLE DE CE QU’IL NE FAUT PAS FAIRE : LA DIRECTIVE MIF

Un bon exemple de cette approche est la directive sur la garantie de dépôts (94/19/CE) qui définit des concepts clairs en quelques pages. Certains textes récents se sont éloignés de cette pratique, tant par leur style que par leur forme rédactionnelle. Ainsi, de (trop) nombreuses définitions ne sont que des tautologies dont le contenu comporte, en outre, une profusion d’adjectifs dont le sens est plus ou moins clair. Une excellente illustration de ce qu’il ne faut pas faire est la directive MIF (2004/39/CE) qui ressemble à une “bouillie pour chat”, c’est-à-dire un texte illisible, même pour des spécialistes et initiés, trop long, comportant trop de détails, au contenu trop complexe, le tout sans cohérence d’ensemble, et pour finir, rédigé dans un style épouvantable. Mais il ne s’agit là que de défauts ne touchant pas directement, ou peu, au cœur des concepts juridiques, à l’exception des cas de la définition des dérivés sur marchandises et la notion de “meilleure exécution”, là encore tirée du droit américain et sans racines en droit continental.

Plus grave, si l’on peut dire, est le cas de la directive relative à l’assainissement et la liquidation des établissements de crédit (2001/24/CE) qui conduit à des véritables contresens juridiques. Le problème tient à la notion

de “conventions de compensation et de novation”, appelées, en anglais, *netting agreements*. Le champ d’application de cette expression couvre-t-il exclusivement le droit contractuel ou couvre-t-il la loi régissant les procédures collectives dans ce droit ? La question n’est pas neutre et la difficulté tient notamment au mode de rédaction des textes européens.

#### PRIVILÉGIER L’APPROCHE MULTICULTURELLE EN MATIÈRE DE LANGUES DE TRAVAIL

En effet, à l’encontre de toute tradition comparatiste et internationaliste, la Commission semble élaborer les directives et règlements en une seule langue de travail, à savoir l’anglais, pour la matière financière. Les textes font ensuite l’objet d’une traduction dont la qualité est susceptible d’une grande variété. Or, l’expérience d’institutions internationales comme la CNUDCI, Unidroit ou la conférence de droit privé de La Haye a démontré que la qualité des textes comportant des concepts juridiques bénéficie très fortement d’une rédaction conjointe dans au moins deux langues de travail de tradition juridique différente. Ainsi, les rédacteurs peuvent ajuster leurs rédactions en fonction des projets de textes élaborés dans les différentes langues de travail. Le résultat final n’a rien à voir avec un simple travail de traduction.

Tel n’est pas le cas au niveau de la Commission qui pousse en pratique à n’utiliser que l’anglais comme unique langue de travail, tant lors de l’élaboration des projets de directives ou règlements, que lors des réunions d’experts et des réponses aux consultations (un regard sur le site de la DG XV de la Commission est à cet égard très instructif). Cette pratique de l’utilisation quasi-exclusive de l’anglais pose un véritable problème de légitimité démocratique, alors que les principes fondateurs de l’Union euro-

péenne reconnaissent le droit à chaque citoyen de pouvoir s’exprimer dans sa langue – ce qui constitue un principe démocratique essentiel. En matière juridique, il est souvent difficile d’exprimer une pensée sur des concepts abstraits dans une autre langue que sa langue maternelle. Une “meilleure régulation” consisterait certainement à privilégier l’approche multiculturelle en matière de langues de travail pour les sujets ou projets de textes touchant à certains concepts juridiques. Il ne s’agit pas uniquement d’un combat pour la défense de la langue française (ou de tout autre langue), bien que ce combat soit noble. Car contrairement aux chiffres, dont le langage est universel, le droit n’exprime pas la même chose dans deux langues différentes. Le même mot peut avoir un sens juridique très différent de sa traduction dans une autre langue. Le terme “actionnaire” ou *shareholder* n’a pas le même sens dans des pays où la relation avec l’émetteur est centrale et ceux où cette relation est moins importante. La notion de “contrôle” déjà citée n’a que peu de sens en droit civil des sûretés alors qu’elle est centrale en droit américain des sûretés. Le concept de “bonne foi” dispose d’un contenu très différent selon qu’il est utilisé dans les

“Ce n’est pas en s’abritant derrière des difficultés techniques d’intendance (traduction, coûts...) que le droit européen s’imposera comme valeur démocratique des Européens.”

## ACTUALITÉ EN BREF

pays de traditions romano-germanique ou de *common law*. Les exemples sont trop nombreux pour pouvoir s'y attarder, mais au final, lorsqu'un texte est rédigé en anglais puis traduit en français (ou tout autre langue), il peut soit aboutir à des non-sens (notion de "contrôle"), soit à des sens différents ("actionnaire" ou *shareholder* ou bien encore *netting agreement* et "convention de compensation"), soit à des incompréhensions ("droit d'utilisation des titres" de la directive *Collateral*). En définitive, par le choix d'une langue de travail ce sont les concepts juridiques mêmes qui sont touchés. Or, ceux-ci sont le reflet d'une histoire, d'une pensée juridique, d'une jurisprudence qui correspondent à une culture donnée.

## ACCEPTER LA DIFFÉRENCE JURIDIQUE

Bref, "mieux légiférer", c'est d'abord accepter la différence juridique, et non essayer d'uniformiser. L'important est la recherche d'une solution, d'une réponse juridique commune, quel que soit le concept juridique qui permette d'y aboutir. Chaque droit en Europe s'est construit sur plusieurs siècles avant de devenir ce qu'il est aujourd'hui, empruntant à telle ou telle origine. Ce n'est pas en s'abritant derrière des difficultés techniques d'intendance (traduction, coûts...) que le droit européen s'imposera comme valeur démocratique des habitants de l'Union. En attendant la construction d'un droit européen commun, au niveau civiliste ou au niveau du droit des affaires, sur lequel travaillent des groupes d'experts depuis de nombreuses années, il est indispensable de veiller à la diversité culturelle juridique. Sinon, le risque est de voir certains textes dénaturés lors de leur transposition, refusés par le parlement européen, ou pire encore interprétés différemment selon les droits nationaux. ■

## Restriction de trading en période d'offre. Les propositions AFEI

● Courant avril, par la voie d'un article publié sur son site Internet, l'AMF a apporté "des éclaircissements aux questions relatives aux restrictions particulières s'appliquant en période d'offre publique aux interventions relevant du service de la négociation pour compte propre des prestataires de services d'investissement agissant en qualité d'établissement prestataire ou de conseil de l'initiateur ou de la cible". Dans une analyse destinée à ses membres, l'AFEI estime que la position extériorisée par l'AMF matérialise une interprétation "inutilement stricte" du principe fondamental et non discutable selon lequel les opérations pour

compte propre des intermédiaires financiers, conseils ou présentateurs dans le cadre d'une offre, ne doivent pas influencer sur le résultat de celle-ci. C'est pourquoi l'AFEI souhaite que, pour l'appréciation des opérations pour compte propre qui "s'inscrivent dans la continuité de ses pratiques habituelles et relèvent d'équipes, de moyens, d'objectifs et de responsabilités distincts de ceux mobilisés par l'offre publique" (RG AMF, art. 232-19), soient reconnues : comme n'étant pas par essence illégitimes, les opérations compte propre qui concernent des volumes "raisonnables" dont il est assuré

qu'elles ne peuvent influencer sur le résultat de l'offre, et en tout état de cause réalisées à l'abri des Murailles de Chine d'une part ; et d'autre part, comme étant par essence légitimes, les opérations réalisées à la demande d'un client qui se traduisent de façon mécanique par des interventions "compte propre" chez l'établissement dans le cadre de la gestion habituelle de la couverture des risques. En ce sens, l'observation qu'une opération déterminée est "non sollicitée" (*unsolicited trades*) par l'établissement pourrait constituer un indice de légitimité supplémentaire.

## Rapport annuel du Médiateur de l'AMF. L'exercice 2005

● Dans le cadre de la mission de protection de l'épargne publique de l'AMF, le service de la médiation de l'AMF publie son rapport annuel, retraçant ses activités de consultation et de médiation pour l'année 2005. Ce document est repris dans le rapport d'activité annuel de l'AMF. On sait que le service de la médiation remplit deux types de missions distinctes : une mission de consultation et une mission de médiation. Les consultations permettent à tout épargnant de poser des questions techniques portant sur l'ensemble des domaines d'intervention de l'AMF (opérations financières, réception/transmission d'ordres,

mandat de gestion, agrément des OPCVM, prospectus simplifié, règles de bonne conduite applicables aux intermédiaires financiers, etc.). Quant aux demandes de médiation, elles permettent la recherche d'une solution amiable d'un différend entre un client et un prestataire de services d'investissement ou une société cotée (et non entre deux prestataires de services d'investissement). Pour l'exercice écoulé, le nombre de dossiers reçus – en légère hausse par rapport à 2004 –, s'est élevé à 1926, répartis entre 74 % de consultations (1391 dossiers) et 26 % de médiations (535 dossiers). La permanence

téléphonique a, en outre, répondu à quelque 1400 correspondants. Les principales interrogations des épargnants ont porté, lors des consultations, sur : des problèmes de compréhension liés aux opérations financières (OPA-OPE, fusion/acquisition), des anomalies de marché (variations de cours brutales, soupçon de manipulation) ou des problèmes d'information émanant de sociétés en difficultés ; les suspensions de cotation. Pour leur part, les dossiers de médiation traités ont porté sur l'information lors d'opérations financières, les fonds à formules, la gestion sous mandat.

## Rémunération par les sociétés de gestion des services rendus par les intermédiaires de marché. Documents conjoints AFEI/AFG

● Fin 2005, l'Association française des entreprises d'investissement (AFEI) et l'Association française de la gestion financière (AFG) ont entamé une réflexion commune sur le cadre dans lequel les sociétés de gestion rémunèrent les services qui leur sont fournis par les intermédiaires de marché.

Au terme de cette réflexion, l'AFEI et l'AFG ont décidé d'élaborer en commun une charte de bonnes pratiques, articulée autour de onze grands principes généraux qui fixent le cadre de rémunération par les sociétés de gestion des services fournis par les intermédiaires de marché. Cette charte de bonnes

pratiques est accompagnée d'un guide d'utilisation qui éclaire le contexte dans lequel elle se situe et apporte des précisions pratiques à la mise en œuvre des principes qu'elle édicte. La charte et le guide d'utilisation ont été publiés par les deux associations en juillet 2006.