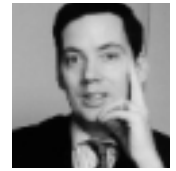


Chronique *financière* et *boursière*



HUBERT DE VAUPLANE
Direction des affaires juridiques
BNP Paribas
Président AEDBF



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur de droit, Paris I

II - Actualité législative et réglementaire

Euronext. Nouvelles règles de marché.

Règles de marché d'Euronext ; décision du CMF du 25 avril 2001, Revue CMF n° 39, juin 2001, p. 3 ; voir également «Droit des marchés financiers», Litec, 1998, n° 241 et 383 et s.

Le CMF vient d'approuver les nouvelles règles de marché édictées par Euronext. Elles comportent une partie harmonisée, identique pour les marchés belges, français et hollandais, et une partie réservée aux marchés français, destinée à disparaître au fur et à mesure de l'élargissement de l'harmonisation.

Les nouvelles règles de marché d'Euronext ont été approuvées par le Conseil des marchés financiers le 25 avril 2001 et sont entrées en vigueur le 21 mai 2001¹. Elles se substituent aux anciennes dispositions de Parisbourse SBF SA². Elles sont exigées par la loi pour tout marché réglementé, marché qui reçoit un label officiel et bénéficie d'un monopole³, ce qui le distingue des marchés libres⁴. Elles règlent obligatoirement, selon la loi, les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, les conditions de l'organisation des transactions, de l'enregistrement, de la publicité et de la suspension des négociations⁵. L'intégration technique et économique des marchés réalisée par la création d'Euronext n'en a pas moins, en effet, laissé subsister les entreprises de marché nationales, de même que les marchés nationaux et les réglementations nationales, car les marchés réglementés sont organisés sur une base nationale par la Directive relative aux services d'investissement de 1993. Aussi, les nouvelles règles de marché dont il est question ont-elles été officiellement prises par l'entreprise de marché française, Euronext Paris SA, même si elles ont été élaborées en commun au sein du groupe Euronext et sont destinées à

être également appliquées à Amsterdam et Bruxelles.

L'un des aspects les plus originaux de ces nouvelles règles est, en effet, de comporter un premier Livre, déjà le plus volumineux, intitulé «Règles de marché harmonisées», le second, à l'évidence subsidiaire, et destiné à disparaître peu à peu, étant consacré aux «Règles particulières applicables aux marchés réglementés français». Plusieurs chapitres du Livre Premier sont cependant en pointillé, soit parce que leurs dispositions demeurent encore nationales (instruments dérivés, admission à la cote, contrôle), soit parce qu'elles ne sont pas encore au point (dispositions particulières aux segments «Next Economy» et «Next Prime» de la future «Euronext List»). Les chapitres en vigueur sont relatifs aux dispositions générales, aux membres du marché, aux règles de conduite et aux règles de négociation des titres ; quant au Livre Second, réservé aux marchés français, il comporte principalement les règles relatives à l'admission, à la négociation des instruments financiers, à l'OSRD et aux offres publiques, qui demeurent nationales en attendant leur harmonisation.

Il faut noter les définitions données en tête, selon une méthode anglo-américaine qui tend à se répandre, parfois utilement, parfois superfétatoirement. On y remarque qu'un accord d'admission croisée a été conclu le 25 avril 2001 entre les trois entreprises de marché, accord qui permet à tout membre de l'un des marchés d'être membre de plein droit des autres marchés, ce qui est un élément fondamental de l'intégration des marchés⁶. On y découvre une curiosité, la définition de l'«Entreprise de marché d'Euronext compétente», qui présente un double sens, marqué symboliquement par un ou deux astérisques : l'«Entreprise de marché d'Euronext compétente*» est celle qui est compétente pour admettre un membre ; l'«Entreprise de marché d'Euronext compétente**» est celle qui est compétente pour admettre un instrument financier. On peut se demander s'il était nécessaire de sophistiquer (à la fois aux sens classique et contemporain du mot) la

référence, d'une part, parce que le contexte de cette expression ne laisse pas de doute sur l'entreprise en cause, d'autre part, parce que la précision la plus utile aurait été relative à la nationalité de l'entreprise de marché compétente, précision qui ne peut être donnée par avance. Notons également que les rédacteurs n'ont pas eu peur des images, là encore selon l'habitude anglo-américaine, comme la référence aux «Murailles de Chine» (le singulier eût été suffisant) ; pour rester en Europe, on aurait pu retenir celle du «Rideau de Fer», mais, outre qu'elle est de triste mémoire, elle aurait peut-être trop signifié, la Grande Muraille ayant été, dans l'histoire, plus perméable aux communications que le Rideau de Fer...⁷.

Au titre des questions générales soulevées par ces règles, la principale, en droit, nous semble relative à leur nature juridique. De prime abord, le premier réflexe est d'y voir de véritables normes. Leur appellation légale plaide en ce sens – «règles» de marché⁸ – de même que leur raison d'être – garantir le fonctionnement régulier des négociations sur un marché réglementé – et leur mode d'établissement – par approbation du Conseil des marchés financiers. Cependant, il faut avoir égard à la loi qui précise que les relations entre une entreprise de marché et ses membres sont de nature contractuelle⁹ : les règles édictées par Euronext exigent d'ailleurs la conclusion d'un contrat d'admission (art. 2101-2) et d'une convention d'accès aux services (art. 2204-2), comme le prévoit également le Règlement général du CMF, du moins pour la première¹⁰. Cependant, nombre de règles ne sont pas compatibles avec un éventuel caractère conventionnel ; il en va ainsi, par exemple, des articles qui disposent que les règles de marché sont unilatéralement interprétées et modifiées par Euronext (art. 1401 et 1402). Néanmoins, ne peut-on considérer que le membre a par avance accepté les pouvoirs exorbitants – au sens juridique du terme – que s'est réservée l'entreprise de marché ? Mais, outre que se poserait alors la question que l'on connaît bien en droit des sociétés, de savoir si le membre peut, par consentement, aliéner par avance toute liberté, en particulier le droit de ne pas voir ses engagements augmenter sans son consentement ou le droit de ne pas être écarté de l'entreprise de marché sans son accord¹¹, la contractualisation des règles de marché serait trop directement contraire au mécanisme d'édition et de modification de celles-ci posé par la loi de 1996 et explicité, tant par le Règlement général du CMF que par les règles de marché elles-mêmes.

Même s'il y est expressément renvoyé dans la Convention d'admission, les règles de marché n'en restent pas moins extérieures à celle-ci, nous semble-t-il, comme les règles supplétives du Code civil demeurent des règles légales, extérieures au contrat quelles viennent régir. Aussi, si la relation entre l'entreprise de marché et ses membres est une relation de nature conventionnelle, serait-ce parce que nul n'est obligé de devenir membre d'une entreprise de marché, les règles édictées unilatéralement par l'entreprise de marché et agréées n'ont probablement pas un caractère contractuel. Il est certainement plus juste de considérer qu'elles conservent leur autonomie par rapport à la relation contractuelle¹². Le contrat entre le membre et l'entreprise de marché est l'un de ces contrats financiers qui ne laissent «dans le champ contractuel que la manifestation d'un consentement»¹³, le contenu en étant édicté par l'entreprise de marché au titre

des règles dont elle a la charge. Le recours au droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché est donc probablement inutile¹⁴. Les règles de marché ne sont pas, en elles-mêmes, des règles contractuelles, mais des règles émises unilatéralement et imposées par l'entreprise de marché. L'un des intérêts de cette qualification est de reconnaître à l'entreprise de marché le pouvoir de les modifier sans avoir à solliciter un nouvel accord de ses membres.

Pour autant, les règles de marché sont-elles des normes de caractère réglementaire, au sens de normes de droit public, comme il a été soutenu¹⁵ ? Ne s'agit-il pas plutôt d'une illustration de ce qu'un auteur a dénommé un «règlement privé»¹⁶ ? Prenant appui sur un arrêt de la chambre sociale de la Cour de cassation du 25 septembre 1991, qui affirme que le règlement intérieur d'entreprise est un «acte réglementaire de droit privé»¹⁷, il a démontré qu'il existait, en particulier au sein de collectivités telles que les sociétés, les associations et les entreprises, de véritables réglementations de droit privé, c'est-à-dire des normes générales s'imposant à tous les membres de la collectivité, et que toute réglementation ne venait pas nécessairement de la puissance publique.

Cette analyse civiliste de la nature des normes édictées par Euronext est confortée par le droit administratif. Le critère pertinent permettant de qualifier ces règles de normes administratives réside dans l'attribution reconnue ou non de l'exécution d'un service public : les marchés réglementés constituent-ils des services publics ? Avant la loi MAF la jurisprudence avait à plusieurs reprises indiqué que les bourses de commerce constituaient des services publics¹⁸. Dans d'autres domaines, tels que le marché de la batellerie ou les marchés agricoles, la jurisprudence a explicitement indiqué que l'organisation de ces marchés correspondait à un service public ; toutefois, contrairement aux entreprises de marché au sens de la loi MAF, l'organisation de ces marchés était placée sous la compétence d'une personne morale de droit public. Pour autant, la présence d'une personne morale de droit privé gérant un marché n'est pas suffisante pour écarter le caractère administratif des règles établies par celle-ci, la jurisprudence administrative reconnaissant en effet aux organismes de droit privé l'exécution d'un service public¹⁹. Ainsi, il convient de s'interroger sur l'exécution d'un service public par Euronext. On rappellera que pour répondre positivement, trois critères doivent être pris en compte cumulativement : une mission d'intérêt général confiée à l'entreprise ; des prérogatives de puissance publique confiées à cette fin et un contrôle de l'administration. Sans rentrer dans un débat compliqué, on notera qu'il ne suffit pas qu'une mission d'intérêt général soit confiée à un organisme pour qu'il s'agit d'un service public. S'agissant des prérogatives de puissance publique, il est certain que les dispositions prises par les entreprises de marché s'imposent à des tierces personnes sans leur consentement, que celles-ci soient des membres du marché ou des émetteurs. S'agit-il pour autant de véritables prérogatives de puissance publique ? Tel n'est pas le cas ; le droit administratif reconnaît que des contrats de droit privé peuvent être conclus dans un régime exorbitant du droit commun, comme par exemple les contrats d'adhésion. Enfin, l'on notera que si le CMF procède bien à l'approbation des règles de marché établies par Euronext sur délégation du

législateur, cette reconnaissance ne saurait constituer un «contrôle» de l'administration.

Ainsi, qu'il s'agisse du droit civil ou du droit administratif, il convient d'écarter tout caractère réglementaire aux Règles élaborées par Euronext Paris. L'origine consensuelle du pouvoir réglementaire ne modifie pas la nature normative des actes issus de ce pouvoir ; ce à quoi consentent les intéressés, c'est à l'exercice d'un pouvoir unilatéral à leur égard. Une telle réglementation nous paraît demeurer dans l'ordre du droit privé et sa critique rester de la compétence du juge judiciaire, donc éventuellement de l'arbitre, même s'agissant de sanctionner son illégalité.

¹ Décision du CMF du 25 avril 2001, *Revue CMF* n. 39, juin 2001, p. 3.

² Règles d'organisation et de fonctionnement de Parisbourse SBF SA, du 30 décembre 1998, relatives aux Premier marché, Second marché et Marché des EDR ; Règles de fonctionnement du Nouveau marché, du 30 décembre 1998 ; Règles d'organisation et de fonctionnement du Monep, du 15 janvier 1999 ; Règles de marché du Matif, du 25 mars 1998.

³ Art. 45 de la loi de 1996, aujourd'hui art. L. 421-12 c. mon. et fi.

⁴ Qui peuvent être néanmoins organisés, comme, par exemple, le marché OTC. Sur la notion de marché libre ou de marché de gré à gré, voir M.-A. Frison-Roche et M. Nussenbaum, «Détermination juridique et financière des marchés financiers dits de gré à gré» : *RJDA* 8/9 1997, p. 679 ; J.-J. Daigre, Les «ATS» (Alternative Trading Systems), Mélanges AEDBF-France 2001, *Ed. Banque*, à paraître.

⁵ Art. 42-I de la loi du 2 juillet 1996, aujourd'hui art. L. 421-3 c. mon. fi.

⁶ J.-J. Daigre, «Euronext : en route vers le futur !» : *RD bancaire et financier* nov.-déc. 2000, p. 65.

⁷ Sans faire profession de scepticisme, on peut ne pas avoir la foi du charbonnier envers les «Murailles de Chine».

⁸ Art. 42-I de la loi de 1996, aujourd'hui art. L. 421-3 c. mon. fi.

⁹ Art. 44-II de la loi de 1996, aujourd'hui art. L. 421-9 c. mon. fi.

¹⁰ Art. 4-1-18.

¹¹ Un parallèle peut être mené avec la question de la renonciation de l'associé au droit de ne pas voir ses engagements augmentés sans son accord ou au droit de demeurer associé ; voir M. Germain, «La renonciation aux droits propres des associés : illustrations», Mélanges Terré, *Dalloz-PUF-Juris-classeur*, 1999, p. 401.

¹² Th. Bonneau, «De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché» : *RTD Com.* avril-juin 1999, p. 268, n. 13.

¹³ F. Castres Saint-Martin-Drummond, «Le contrat comme instrument financier», Mélanges Terré, *Dalloz-PUF-Juris-classeur*, 199, p. 667, n. 9.

¹⁴ Th. Bonneau, préc.

¹⁵ Th. Bonneau, art. préc. F. Peltier, «Les entreprises de marché», in La modernisation des activités financières, sous la direction de Th. Bonneau, *GLN Joly*, 1996, p. 117. Contra, H. de Vauplane et J.-P. Bornet, Droit des marchés financiers, *Litec*, 1998, n. 241. Dans le même sens, cf. on notera que sous l'empire de la loi du 22 janvier 1988, il avait déjà été précisé que le tribunal de droit commun était compétent pour juger de la légalité d'une décision d'annulation des transactions prises par la SBF : s'agissant d'une décision n'ayant ni un caractère réglementaire, ni un caractère disciplinaire, seule la cour d'appel de Paris était compétente pour juger de la responsabilité éventuelle de l'entreprise de marché : TGI Paris, 23 juin 1994 : *Banque & droit* juill.-août 1995, n. 42, p. 28, chron. F. Peltier. Cette solution a été reprise par la Cour d'appel de Paris sous l'empire de la loi MAF : Paris, 28 janvier 2000 : *RTD.com* 2000, p. 388, note Y. Reinhard.

¹⁶ Ph. Neau-Leduc, «A propos de la réglementation des marchés financiers», précité, p. 514, n. 31.

¹⁷ Bull. civ. V, n. 381.

¹⁸ Cass. civ. 21 juin 1943, Compagnie agricole d'arbitrage c/Chambre syndicale du commerce des sucres de Paris; ou encore, de manière implicite, CE, 2 mars 1994, Rec. t. 851, Compagnie des commissionnaires agréés près la bourse de commerce reconnaissant que les bâtiments de la bourse de commerce de Paris font partie du domaine public, ce qui implique qu'ils soient affectés à un service public ; voir aussi la décision du trib. conflits du 2 mai 1988, Maurer, Rec. 488.

¹⁹ CE, 13 mai 1938, Caisse primaire «Aide et protection», *Rec. Lebon* p. 417.