

Brèves réflexions sur le droit financier



Alain Gauvin

Cabinet Freshfields

Chargé d'enseignement, Panthéon-Assas Paris II

«**Illisibilité...**». Telle est l'expression choisie par l'un des intervenants au colloque consacré à l'application de la Directive relative aux services d'investissement 93/22/CEE du Conseil du 10 mai 1993, à dessein d'illustrer «*le système qui régit la deuxième ou la troisième bourse européenne*» (1).

«**Big Bang...**». Évocatrice d'un chamboulement, d'un renversement, d'une révolution, cette onomatopée reflète dans l'esprit de ceux qui l'emploient, une profusion de textes, une multiplication des services financiers, une explosion des marchés (2) et des instruments, une diversification des sources de responsabilité, une compilation d'autorités (publiques et professionnelles) et, une privatisation, non plus seulement des entreprises de l'État, mais surtout de ses prérogatives de puissance publique par la privatisation des marchés.

«**Krach...**». Synonyme de ruine pour certains (la veuve de Carpentras (3)), d'atteinte à la réputation pour d'autres (les intermédiaires financiers : victimes expiatoires ?).

Trois mots, mais aussi trois facteurs, générateurs de responsabilité à la charge des intervenants sur les marchés financiers. D'emblée, relevons l'inégalité de ces intervenants devant la mise en cause de leur responsabilité respective. Inégalité a priori justifiée. Rien de commun, en effet, entre l'épargnant non éclairé et l'intermédiaire financier, le second chargé de la gestion du portefeuille du premier. Justification qui, cependant, ne résiste pas, en toutes hypothèses, à un examen approfondi. Tel n'est pas l'objet de la présente note. L'ambition est bien plus modeste : il s'agit de tenter un essai bref et prosaïque, jetant quelques pistes de réflexions et invitant au questionnement s'agissant de l'avenir financier. Quatre thèmes conduisent ainsi à s'interroger en même temps que de profiter d'une vue panoramique du droit financier. Le marché (I), les instruments et les services financiers (II), les intervenants (III) et les autorités (IV).

I Le marché

Affirmer que le marché est le cadre spatio-temporel où se rencontrent l'offre et la demande, constitue une lapalissade impuissante à définir la notion. Avant de présenter le rôle (2) des marchés financiers et les traits majeurs de l'évolution dont ils sont l'objet (3), une tentative de définition synthétique de la notion de marché s'impose (1).

1. Définition

A) Poser que le marché financier se ramène à la seule «Bourse» constitue une erreur. Le premier indice à partir duquel il est permis de développer une définition du marché financier réside dans une opposition : alors que le marché monétaire accueille des capitaux à court et moyen termes, le marché financier est, de manière générale mais non absolue, le domaine des capitaux à long terme. Au demeurant, on adhère sans difficulté à l'expression de M. Depallens, qui voit dans le marché financier «*un marché de capitaux de longue durée qui représente l'ensemble des offres et des demandes de capitaux pour des souscriptions au capital social des entreprises et des placements à long terme.*»

Cependant, il s'agit là d'une définition générique inapte à illustrer la dualité de notion qui a cours aux plans international en général et communautaire en particulier.

B) Le marché réglementé français des actions, de même que le marché réglementé des produits dérivés, est un marché concentré, en ce que toutes les offres d'achat et de vente doivent être apportées sur les marchés qui en assurent la confrontation, en vue de dégager un prix unique. De tels marchés exigent tout à la fois le contrôle des opérations et la présence d'une autorité chargée de la compensation et du respect de la réglementation. Cette conception du marché est celle de la France, de l'Espagne et de l'Italie. A l'opposé, on trouve les marchés de gré à gré qui se caractérisent par l'absence de réglementation contraignante et par l'absence d'une autorité assurant la sécurité des transactions. D'emblée, relevons le paradoxe d'une telle formule : «marché de gré à gré» ; car constituée de deux concepts contradictoires. Des auteurs relèvent en effet avec raison, que «*ce n'est pas parce qu'il existe une ou quelques cessions ordinaires, qu'un marché se révèle*» (4). Nous emploierons donc la notion de marché de gré à gré par commodité langagière, mais avec la conscience d'être déjà dans l'erreur ! Ce marché de gré à gré, hors bourse, existe bel et bien en France : tel est le cas, par exemple, des transactions sur titres non-cotés. Cependant, les transactions de gré à gré ne sont pas, en principe, réglementées. Par conséquent, elles obéissent au principe de liberté, même si certaines règles de la loi MAF leur sont applicables, comme par exemple l'article 52. Cette conception libérale du marché est celle de la Grande-Bretagne, du

Luxembourg et des Pays-Bas. De cette opposition de conceptions, résultait nécessairement une difficulté portant sur la rédaction de la Directive sur les services d'investissement 93/22/CEE (DSI). En son article 14-3, la DSI réalise un compromis, un mariage de ces deux philosophies de marché. Deux leçons devront être méditées à l'avenir :

- la lecture de la DSI conduit à penser qu'une concurrence pourra exister entre marchés réglementés, d'une part, les uns présentant une réglementation plus laxiste que les autres. Cette concurrence pourra également s'exercer entre le marché et le hors marché, d'autre part, certains investisseurs ayant la liberté d'accomplir leurs opérations sur le second plutôt que sur le premier ;

- corrélativement, il est permis de penser que le prix pratiqué sur le marché central réglementé ne correspondra pas nécessairement avec celui convenu hors marché. Par conséquent, l'on peut présager que la règle de l'unicité du prix qui régissait notre actuelle organisation des marchés des actions aura vécu.

2. *Le rôle des marchés*

L'on admet généralement que le marché réglementé des actions remplit trois fonctions :

- marché primaire, il représente un système d'intermédiation qui collecte des ressources contre l'émission de titres financiers ;
- marché secondaire, il permet la réalisation immédiate des transactions et assure la liquidité des titres financiers émis à long terme ;
- enfin, il exerce une fonction de police des équipes dirigeantes des sociétés cotées.

Il n'est pas douteux que la notion et le rôle des marchés réglementés sont en évolution, et peut être même en révolution.

3. *L'évolution des marchés réglementés*

Cette évolution présente deux caractéristiques essentielles. L'une est déjà perceptible : il s'agit de l'internationalisation des marchés (A). L'autre en revanche requiert de se projeter dans le futur : on osera parler ici de privatisation des marchés financiers (B).

A) Si peu de sociétés françaises sont pour l'instant cotées sur des places financières étrangères, la Bourse de Paris accueille, en revanche, de plus en plus de valeurs étrangères. Au plan communautaire, l'on aspire à ce que cette internationalisation soit génératrice d'une meilleure intégration. La production de nombreux textes en est la preuve :

- d'abord la Directive du 5 mars 1979 visant à coordonner les conditions d'admission des valeurs mobilières aux cotes officielles des différentes bourses de la Communauté ;
- ensuite, la Directive du 17 mars 1980 et celle du 22 juin 1987, réglementant l'établissement et la reconnaissance mutuelle du prospectus qui doit précéder l'admission des valeurs à la cote ;
- mais encore la Directive du 24 juin 1988, posant le principe d'une libération complète des capitaux dans la Communauté européenne à partir du 1^{er} juillet 1990 ;
- enfin, la Directive (DSI) du 10 mai 1993, transposée dans notre droit par la loi du 2 juillet 1996 portant modernisation des activités financières.

Cette loi de modernisation des activités financières opérera un séisme au royaume de la finance, d'une amplitude bien supérieure à la secousse provoquée par la réforme de 1988.

B) Séisme en effet, le mot n'est pas trop fort pour évoquer avec certains auteurs une privatisation des marchés (5). Par souci d'exactitude, on notera que la possibilité de créer un marché financier géré par une société commerciale existe depuis l'entrée en vigueur de la loi du 14 février 1996 qui a permis la création du nouveau marché (6). La loi du 2 juillet 1996, en son article 40, permet à une personne morale de droit privé de créer un marché financier. Certes, la reconnaissance d'un tel marché devra faire l'objet d'un arrêté du ministre des Finances, conformément à l'article 41. On ne peut cependant nier que la notion d'entreprise de marché recouvre une nouvelle jeunesse. En outre, l'exploitation d'un marché financier par d'autres personnes que les institutions boursières investies par la loi d'une mission d'intérêt public, implique quelques nouveautés :

- une nécessité : investir ces entreprises de marché, de prérogatives de puissance publique ;
- une exacerbation : à la concurrence entre places, viedra s'ajouter une concurrence entre marchés ;
- une inquiétude : prend-on, à ce jour, la mesure du désastre que représenterait la faillite d'une entreprise de marché pour les investisseurs ?

II Les instruments et les services

1. *Les instruments financiers*

Le chercheur mû par le souci de découvrir une définition conceptuelle de la notion d'instrument financier en sera pour ses frais. C'est, en effet, vers une tout autre voie que s'est tourné le législateur de 1996. Certains regrettent ce qu'ils qualifient de flou (7), d'autres louent le caractère pragmatique de la démarche (8). Les plus critiques enfin évoquent, s'agissant de la notion d'instrument financier, «une *pédante enflure de vocabulaire*» (9). Il est vrai que le législateur, en adoptant la formule d'instrument financier, ne fait appel à aucune catégorie classique connue du droit des biens, du droit des contrats ou du droit des sociétés. Au point qu'il serait intéressant de s'interroger avec une partie de la doctrine, sur une éventuelle autonomie du droit financier et, conséquemment, sur une autonomie du droit de la responsabilité en matière financière. En tout état de cause, la définition de l'instrument financier posée par l'article 1^{er} de la loi du 2 juillet 1996 ne constitue ni plus ni moins qu'un catalogue de catégories de produits qui parfois se recoupent. Il semble cependant possible, afin d'échapper à un inventaire ennuyeux, de circonscrire le concept d'instrument financier à partir de deux éléments :

- seuls l'État et les personnes morales peuvent émettre des instruments financiers, conformément au dernier alinéa de l'article 1^{er} de la loi MAF. Cependant, la loi «portant diverses dispositions d'ordres économique et financier» (loi DDOEF) du 2 juillet 1998 introduit un article 23-1.-I dans la loi du 23 décembre 1988, qui dispose que les FCP et FCC qui sont dépourvus de la personnalité juridique pourront émettre

des actions. Il n'est cependant pas certain que cette nouvelle disposition emporte modification du dernier alinéa de l'article 1^{er} de la loi MAF, car dans son 3^o, cet article visait déjà les actions et parts d'OPC en tant qu'instruments financiers. Par conséquent, force est de relever une contradiction entre le 3^o et le dernier alinéa de l'article 1^{er} de la loi de 1996 ;

- n'entrent pas dans la catégorie de l'article 1^{er}, les devises.

Par conséquent, semblent désormais coexister dans l'auberge espagnole de la finance : les instruments financiers dont le régime juridique est difficilement définissable, les valeurs mobilières caractérisées par une grande incertitude de définition, les titres de créance partagées entre les qualifications de valeur mobilière et d'effet de commerce et les produits financiers visés par les articles 2, 3 et 4 du Règlement général du Conseil des marchés financiers.

Deux réserves émises par l'ANSA ne devront pas, à l'avenir, échapper aux opérateurs :

- doit-on se satisfaire de ce que la mission de définir l'instrument financier revienne aux autorités de marché ?
- la loi de 1996 ne distinguant pas, selon que les valeurs mobilières sont ou non admises sur un marché financier, le risque n'existe-t-il pas de voir le Conseil des marchés financiers chercher à étendre sa compétence à l'ensemble des valeurs mobilières cotées ou non ?

2. Les services

La loi de 1996 prend soin, par son article 21, de définir le cadre du nouveau «monopole» relatif aux prestations de services d'investissement. Elle s'inspire à cet égard de la loi du 24 janvier 1984, mais innove dans la définition des services d'investissement. On esquivera ici l'obligation d'énumérer les cinq activités principales et les sept activités connexes définies par la loi, pour s'interroger une fois encore sur deux points : le droit de la responsabilité en matière financière n'est-il que le reflet du droit commun (A) ? Peut-on aisément distinguer les contrats de services financiers entre eux (B) ?

A) En premier lieu, une difficulté surgit dès lors qu'il s'agit de rattacher ces contrats de services financiers à des catégories de droit commun. Deux exemples suffisent à illustrer ce propos : le contrat de dépôt de titres, d'une part, et le mandat de gestion de portefeuille, d'autre part.

Le dépositaire de droit commun se voit tenu, en vertu des articles 1927 et 1928 du code civil, de deux obligations : l'une de conservation du bien déposé, l'autre de restitution. Bien avant la loi du 30 décembre 1981 opérant, ce que d'aucuns nomment «dématérialisation» (10) des valeurs mobilières, la jurisprudence (11) approuvée par la doctrine (12), décidait de faire peser sur le dépositaire une obligation accessoire de gestion minimum des titres. Cette solution reposait sur la nature même de la chose mise en dépôt, susceptible de variations de valeur importantes et rapides. La règle dite de «dématérialisation» est venue en renfort de cette solution : à la garde matérielle s'est substituée la garde juridique. L'application pratique de cette règle posait cependant un problème à la jurisprudence : si cette garde particulière à ce type de dépôt conduisait l'intermédiaire financier à prendre des initiatives, jusqu'où devait-il aller ? D'un important arrêt du 9 janvier 1990, on peut déduire que la chambre commerciale de la Cour de cassation a décidé qu'outre les obligations traditionnelles du contrat de dépôt, de conserva-

tion et de restitution, le dépositaire était désormais tenu, non seulement d'une obligation de gestion minimum, mais aussi d'une obligation générale d'information sur les risques encourus par le déposant du fait de la titularité de ce dernier sur les titres déposés ! En revanche, précise la Cour, le dépositaire n'est pas tenu d'informer le déposant «*d'un événement affectant la vie de la société émettrice*». Cette solution prétorienne pose clairement la question de l'éventuelle autonomie du droit financier. Encore que les obligations de gestion minimum et d'information ne soient pas incompatibles avec les obligations de conservation et de restitution posées par le code civil : on pourrait même concevoir que les secondes comprennent les premières. Toutefois, on relèvera le refus (significatif ?) du législateur de 1996 d'utiliser le terme de dépôt pour qualifier ledit contrat de «*conservation ou d'administration d'instruments financiers*».

Il en va de même s'agissant du contrat de gestion d'instruments financiers, qu'une jurisprudence et une doctrine quasi-unanimes qualifient de mandat. En vertu du droit commun du mandat, le mandataire est tenu d'exécuter les instructions de son client et de lui rendre compte (article 1993 du code civil). Lorsque le mandataire dispose de la liberté de gérer comme il l'entend le portefeuille, il n'a pas de conseil à prodiguer en cours d'exécution, puisque par hypothèse c'est lui qui apprécie les risques. Pourtant, la jurisprudence, sévère à l'égard du mandataire financier, a considéré que ce dernier était tenu de mettre en garde le mandant contre les risques existants et non plus seulement de l'en informer (13). Par conséquent, cette obligation est encore plus étendue que la seule obligation de rendre compte des risques, de sorte que la responsabilité de l'intermédiaire en est aussi affectée.

B) En second lieu, force est de constater que la distinction entre les contrats de services financiers eux-mêmes n'est pas toujours perceptible. La jurisprudence, en effet, procède à de grandes classifications qui reposent sur des éléments factuels et requièrent par conséquent une appréciation in concreto. Il résulte de cette jurisprudence que ces distinctions peuvent parfois se croiser et générer «un kaléidoscope de solutions», d'une lecture parfois difficile. Ainsi en va-t-il de la distinction entre le mandat de transmission d'ordre et le mandat de gestion. Il va sans dire que «*cette incertitude quant à la qualité juridique exacte se répercute naturellement sur la question de la responsabilité de l'intermédiaire*» (14).

Affirmer que désormais la difficulté est purgée en raison de l'intervention de la loi de 1996 est plus que hasardeux : les praticiens devront s'en garder. On relève en outre, un élément qui loin de distinguer les services financiers entre eux, les fédèrent : tous les contrats de services financiers mettent à la charge du prestataire une obligation d'information, dont l'étendue subit cependant une triple limite :

- cette obligation est en effet allégée dès lors que le cocontractant du prestataire est un opérateur averti. Au demeurant, cette notion prétorienne d'opérateur averti est, en quelque sorte, consacrée par la loi DDOEF citée ci-dessus modifiant l'article 6 de l'ordonnance du 28 septembre 1967 qui, pour circonscrire la notion d'appel public à l'épargne, fait appel au concept «*d'investisseur qualifié*» qu'elle définit comme «*étant une personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour appréhender les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers*». On relèvera, cependant, que la notion d'opérateur averti est plus large, en ce qu'elle comprend aussi les personnes physiques ;

- cette obligation d'information est encore allégée, dès lors que le silence du client est approbateur des opérations réalisées par le prestataire ;
- ou bien enfin lorsque le prestataire est tenu d'un devoir de discrétion.

III Les intervenants

La notion d'intervenant doit être appréhendée dans son acception la plus large. Il ne s'agit pas d'évoquer uniquement le cédant de titres et le cessionnaire, l'émetteur et l'intermédiaire. Revêt la qualité d'intervenant, toute personne susceptible d'intervenir sur un marché, à quelque titre que ce soit aux fins de cession ou d'acquisition, de diffusion ou d'utilisation d'une information... Il ne s'agit, ni plus ni moins, que de la notion de personne utilisée par l'ordonnance du 28 septembre 1967 et par le règlement Cob 90-08. Aux termes de ces deux textes, nombreuses sont les personnes susceptibles de voir leur responsabilité engagée. Pourtant, la pratique est de nature à éveiller non seulement le doute, mais l'inquiétude. En effet, l'analyse de la jurisprudence depuis le krach de 1987, enseigne que si l'intermédiaire financier de même que le commissaire aux comptes sont, sinon souvent condamnés, à tout le moins souvent recherchés en responsabilité, en revanche le dirigeant de société et dans une plus large mesure encore l'actionnaire de la société émettrice de titres échappent au couperet du juge. Deux exemples, l'un jurisprudentiel (1), l'autre doctrinal (2), suffisent à illustrer cette affirmation.

1. S'agissant de la diffusion de l'information par voie de prospectus, on sait que toute personne ayant participé à la conception et à la réalisation de ce document peut voir sa responsabilité pénale engagée sur le fondement des articles 467 de la loi du 24 juillet 1996 et 10-1 de l'ordonnance de 1967. Le contentieux mettant en cause des banques en qualité d'intermédiaire est abondant. Il se raréfie s'agissant du dirigeant de la société émettrice, nonobstant une tendance contraire de naissance récente (15). Il semble inexistant lorsqu'il s'agit de mettre en cause l'actionnaire cédant ses titres cotés. On a bien du mal à s'expliquer cet état de fait, marqué par une culpabilisation de l'intermédiaire financier (le mandataire) et une déresponsabilisation de l'actionnaire (le mandant). Mise en perspective avec ce qui se passe outre-Atlantique, cette situation devient insupportable. On peut parier, sans risque excessif, que la globalisation des marchés aidant, s'opérera non pas un déplacement, mais un élargissement du contentieux de la responsabilité. Sauf à considérer que l'actionnaire est exempt de tout reproche.

(1) Thierry Schoen, «Le contexte réglementaire français et la Directive sur les services d'investissement», *PA* 10.01.1995, n° 5. L'auteur évoque la Bourse de Paris.

(2) Philippe Marini, «Vers le big-bang des marchés financiers», *PA* 10.01.1995, n° 5.

(3) Au sens ancien du mot.

(4) M.-A. Frison-Roche et P. Nussenbaum, «Détermination financière des marchés dits de gré à gré», *RJDA*, 8-9.1997, p. 679. Ces auteurs ajoutent «...*On sent une contradiction entre le gré à gré, qui évoque le particulier, le sur mesure, le non standardisé, bref le contrat comme seule structure souveraine de la relation, et le marché, qui appelle exactement l'inverse, c'est-à-dire une certaine fongibilité d'opérations comparables sur des objets substituables, le contrat n'étant plus que la modalité d'exécution d'une structure générale qui le contraint.*»

(5) C. Leroy, «L'organisation et le fonctionnement des marchés financiers aux dimensions de l'Europe», *Droit administratif*, éd. Jcl, 1996, p. 6.

(6) N° 96-109, *JO*, 15 février 1996.

(7) H. Le Nabasque et P. Portier, «Les instruments financiers, la modernisation des activités financières», *GLN Joly*, 1996, p. 29.

(8) H. Vauplane et J.-P. Bornet, «Marché financier : le défi de la transposition de la DSI», *Bull. Joly Bourse*, 1996, n° 4, p. 358.

2. Lorsqu'il s'agit de traiter de la protection de l'épargnant, les solutions curatives proposées par une doctrine majoritaire sont révélatrices, sinon d'un parti pris, à tout le moins d'un oubli fâcheux. Ainsi, l'article d'un auteur est de ce point de vue révélateur. Après précision faite de ce que «*bien évidemment, les turbulences de la bourse, et les pertes qu'elles peuvent entraîner pour les épargnants malheureux, ne sont pas, en elles-mêmes, des raisons d'incriminer l'intermédiaire...*», l'auteur s'attache à analyser une jurisprudence foisonnante mettant en exergue la responsabilité dudit intermédiaire, sans évoquer la responsabilité des autres intervenants sur le marché, alors même que le titre de son texte l'y invitait (16). Titre qui, de surcroît, présente ceci de dangereux qu'il invite la victime à penser que l'aléa suffit à fonder son recours, alors qu'il est une limite à la mise en cause de l'intermédiaire et donc un facteur de protection, non pas de «l'épargnant victime», mais du prestataire professionnel.

IV Les autorités

Ici encore, il n'est pas question de procéder à une énumération des autorités publiques (cinq) et des autorités professionnelles (trois). On relèvera simplement que l'arbitre lui aussi peut être le sujet d'attaques sur le terrain de la responsabilité. Plus exactement, on observera que, à travers l'arbitre, c'est l'État qui est mis en cause, par exemple, du fait de la Cob. Les actions engagées, il est vrai furent souvent vouées à l'échec. C'est que démontrer la faute lourde de l'administration n'est pas une mince affaire (17) ! Cependant, la mise en jeu de la responsabilité de l'État n'est pas inconcevable, comme en témoigne un arrêt de la cour d'appel de Paris qui, profitant de la compétence finalement accordée en ce domaine aux juridictions de l'ordre judiciaire par le tribunal des conflits, a retenu la faute lourde de la Cob dans un cas où celle-ci avait excédé ses pouvoirs en interdisant à une société proposant sur le marché français la vente de diamants, de conclure de nouveaux contrats avec les épargnants en invoquant «*une fin de validité du numéro d'enregistrement*» abusivement assimilée à un retrait de visa (18).

*
* *
*

Si leçon devait être tirée au terme de cette brève étude, elle consisterait à méditer sur cette cristallisation du contentieux sur l'intermédiaire, alors que d'autres intervenants sur les marchés bénéficient, nous l'avons vu, d'une immunité de fait. Voir dans l'intermédiaire financier celui par qui le mal arrive, n'est pas de l'intérêt du marché, ni de celui du petit épargnant, intérêts entre lesquels le conflit semble, après réflexion, plus virtuel que réel. ■

(9) D. Martin, «Du gage des actifs scripturaux», *Dalloz Aff.* 1996, n° 31, p. 986.

(10) L'on préférerait adopter la qualification de détitrisation proposée par le Professeur D.-R. Martin (De la nature corporelle des valeurs mobilières (et autres droits scripturaux), *Dalloz Sirey*, 1996, 7^e cahier, chronique, p. 47). En effet, plus que de dématérialisation, c'est de substitution de matérialité dont il faut parler.

(11) Com. 14 décembre 1965, *Bull. civ. III*, n° 643.

(12) J.-L. Rives-Lange et M. Contamine-Raynaud, «Droit bancaire», *Précis Dalloz*, 5^e éd. 1990, n° 783.

(13) Paris, 14 mai 1992, *Dr. Stés*, oct. 1992, n° 213.

(14) M. Germain et M.-A. Frison-Roche, «Droit des opérations sur capital», *Rev. Dr. Banc.*, n° 54, 03-04.1996, p. 54.

(15) Ch. crim. 15 mai 1997, pourvoi n° 96-80.399, arrêt n° 2838.

(16) B. Vigneron, «Quels recours pour les épargnants victimes des aléas de la bourse ?» *Droit et patrimoine*, 01.1997, p. 48.

(17) CE, 22 juin 1984, *Rev. Stés*, 1985, p. 634.

(18) Paris 1^{er} ch. 6 avril 1994, p. 511, confirmé par Com. 9 juillet 1996, *Dalloz Aff.* 1996, p. 993.