



LE DROIT ET LA PLACE FINANCIÈRE FRANÇAISE : QUELQUES REMARQUES

GUILLAUME ELIET*

Historiquement, le concept de place commerciale est directement rattaché aux foires et marchés, dont l'existence est déjà préfigurée à certains égards dans l'Antiquité¹, et qui se développent en France dès le Moyen Age, fort des privilèges et des franchises qui y étaient accordés par les Princes².

Mais on perçoit très vite que, si dans son sens premier la place peut être utilisée comme un synonyme de foire ou de « marché », considéré comme un « lieu où se rendent ceux qui ont besoin de faire des échanges »³, ce terme désigne également, au-delà d'un lieu de rencontre, la communauté même des professionnels qui y font commerce.

Ainsi, l'apparition des courtiers de change et l'officialisation d'un lieu du change (le Pont-au-Change) en 1304 marque déjà, à certains égards, cette confusion entre le lieu et la communauté des professionnels qui y exercent leur activité.

Dans le dictionnaire, la « place » est définie, dans son cinquième sens, comme « l'ensemble des négociants, des banquiers d'une ville »⁴. C'est un nom commun. Pourtant, la littérature relative au monde de l'argent met volontiers une majuscule à « Place », lorsqu'elle souhaite désigner par ce terme l'ensemble des entreprises financières qui comptent, qui ont pignon sur rue, qui « font » le métier, qui « sont » le métier. Snobisme sans doute. Mais pas uniquement. La « Place » existe bien, comme personnification des intérêts communs d'un groupe de métiers, plus ou moins directement fondés sur la manipulation de l'argent.

La place est une voix dominante qui transcende les représentations officielles, les associations, et qui sait être source d'initiative et de consensus. Ainsi a-t-on pu parler de la place comme d'une « sorte de Léviathan, incarnation d'un pouvoir suprême qui est le fruit d'un consensus entre les professionnels et les pouvoirs publics sur l'organisation des marchés financiers. Le consensus de place aboutit à des accords de place, parfois tacites, mais parfois également écrits, qui constituent

* Avocat à la Cour, Coudert Frères. L'auteur remercie Serge Durox, avocat associé au cabinet Coudert Frères, ainsi que Nadine Bonier et Marwan Issa El Khoury, avocats collaborateurs, pour leurs indispensables contributions à cet article. Il n'en demeure pas moins seul responsable des erreurs ou omissions de ce texte.

une source non négligeable du droit des marchés financiers »⁵.

A l'évidence, la place financière n'est pas une notion inconnue du droit positif français. A sa façon, le législateur donne à la place financière une réalité juridique, faisant d'elle, tour à tour, une source du droit, un objet du droit ou un sujet de privilège et d'autonomie.

Ces efforts du droit, pour répondre aux besoins d'efficacité et de sécurité sur lesquels se fonde le développement d'une place financière, ne permettent cependant pas d'éviter un mouvement plus profond d'effacement ou de dépassement de la loi.

LE DROIT FAIT DE LA PLACE FINANCIÈRE UNE RÉALITÉ JURIDIQUE

Il est assez remarquable de constater l'importance prise par la place financière dans le droit positif français⁶. Plus ou moins directement, la loi et les tribunaux contribuent à faire de la place financière une source non négligeable de règles de droit, en intégrant dans l'ordre juridique les usages qui s'y développent. Dans le même temps, la place financière puise dans un droit spécial, sans cesse modernisé depuis plus de vingt ans, les clés de son autonomie.

196

La place financière source de droit

La doctrine juridique conduit à distinguer la coutume, source autonome de droit, et l'usage, qui ne se mue en règle de droit que par le jeu d'une reconnaissance jurisprudentielle⁷.

On observe néanmoins que la loi elle-même renvoie parfois aux usages, de telle sorte que ces derniers sont consacrés comme des « règles de droit par délégation »⁸.

La place financière est source de droit par ces deux truchements : à la fois par délégation de la loi et par le jeu de la reconnaissance de ses usages par les tribunaux.

Reconnaissance des usages de la place financière par délégation de la loi

Que la loi opère parfois des renvois aux usages, ceci n'est pas nouveau. Ainsi, l'article 1135 du Code civil intègre les usages dans chaque relation contractuelle en disposant que « les conventions obligent non seulement à ce qui y est exprimé, mais encore à toutes les suites que l'équité, l'usage ou la loi donnent à l'obligation d'après sa nature ». De nombreuses autres dispositions du Code civil donnent à l'application des usages une consécration législative⁹.

Plus innovante en revanche est la référence faite par la loi, dans le secteur financier, aux règles ou conventions de place. Ainsi, l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières pose



le principe de la compensation des dettes et créances relatives aux opérations sur instruments financiers, lorsque ces opérations sont régies, notamment, par « une convention-cadre respectant les principes généraux d'une convention-cadre *de place* ». De la même façon, l'article 47 bis de la loi du 3 janvier 1983 sur le développement des investissements et la protection de l'épargne fait une place importante aux règles de place en prévoyant que le transfert de la propriété des instruments financiers cédés sur un marché réglementé résulte de leur « inscription au compte de l'acheteur, à la date et dans les conditions définies par les *règles de place* ».

Le droit international privé offre à son tour une illustration de l'importance que revêtent les usages et conventions de la place financière au sein de l'ordre juridique. Il semble en effet communément admis que lorsqu'une transaction financière internationale est régie par la loi française, intervenant soit à titre de loi de police, soit en tant que loi applicable à la transaction considérée, l'application de celle-ci entraîne d'emblée non seulement celle des règles formellement édictées par le législateur, mais aussi un ensemble de normes issues de la pratique. Comme le souligne le doyen Stoufflet dans un de ses passages dédiés à la loi applicable aux rapports entre intermédiaires dans les opérations de bourse, « l'attraction exercée par la loi de la bourse est si puissante qu'elle entraîne l'élimination de toute autre loi. Et ce ne sont pas seulement les lois relatives à la police de marché qui s'appliquent aux relations entre intermédiaires, mais aussi l'ensemble des lois et *usages locaux* »¹⁰.

Reconnaissance des usages bancaires et financiers par les tribunaux

Dans le domaine bancaire, comme plus généralement en matière commerciale¹¹, les juges ont parfois été conduits à reconnaître l'existence de pratiques de place et à fonder leurs décisions sur de telles pratiques. Il en est ainsi, par exemple, en matière d'escompte de lettres de change, la Cour de cassation admettant qu'il existe « un usage bancaire constant (qui) dispense le banquier escompteur, lorsque des lettres de change sont rendues acceptées par une personne morale, d'exiger la justification des pouvoirs de la personne qui a apposé la signature d'acceptation »¹².

De la même façon, la jurisprudence a depuis longtemps exclu l'application de la prohibition de l'anatocisme aux comptes courants. Ainsi, la règle selon laquelle seuls les intérêts dûs au moins pour une année entière peuvent eux-mêmes produire des intérêts¹³ ne fait pas obstacle à ce qu'un établissement de crédit impose, dans le cadre d'un compte courant, une capitalisation des intérêts par plus courtes périodes. A défaut de fondement juridique satisfaisant, la doctrine s'accorde à penser, à l'instar du doyen Stoufflet, qu'il s'agit « d'une véritable coutume (...) née des exigences de la technique comptable et (que) la

jurisprudence a entérinée »¹⁴.

Il reste néanmoins que les tribunaux n'érigent un usage en règles de droit que dans la mesure où il révèle une pratique « générale et constante »¹⁵. De surcroît, même s'il présente les caractères de généralité et de constance, un usage peut être écarté par les tribunaux au motif qu'il n'existe pas de justification satisfaisante à son application¹⁶.

Enfin, il convient de remarquer que les tribunaux ne reconnaissent généralement à l'usage qu'une valeur et une portée de convention tacite¹⁷. Les parties peuvent renoncer à l'application de l'usage dans leur relation contractuelle. En matière bancaire, la jurisprudence va même plus loin, en estimant qu'un établissement de crédit ne peut se prévaloir d'un usage bancaire auquel le client n'a pas adhéré¹⁸. Cette solution jurisprudentielle consacre un certain « effet relatif » des usages bancaires et par là même une certaine application corporatiste du droit. Ainsi, si l'usage s'applique sans restriction entre les établissements financiers, membres de la même profession, il ne saurait être imposé à une personne ne faisant pas partie de cette profession.

Si la reconnaissance des usages de la place fait certainement de cette dernière une source de droit, il apparaît également que la place financière a depuis 20 ans fait l'objet d'un droit spécial, propre à en assurer le développement.

La place financière, objet d'un droit spécial

Il paraît important de revenir - même brièvement - sur les adaptations successives qu'a entrepris le droit financier depuis le début des années 80 avant de s'interroger sur la portée de certaines réformes, qui pourraient préfigurer une certaine autonomie du droit financier.

Le droit au service de la modernisation de la place financière

Depuis le début des années 1980, le développement, puis la modernisation de la place financière française, ont été étroitement liés à la nécessité de réformer en profondeur le mode de financement de l'économie et de répondre à l'accentuation de la concurrence entre places financières dans le monde.

Dans ce dessein, il était nécessaire de revenir tant sur le « cloisonnement », que sur « l'hyper-administration » des marchés financiers français¹⁹, qui résultaient du souci de sécurité né avec la crise financière des années 1930.

Les réformes majeures qui ont été entreprises ont accompagné les transformations macroéconomiques du secteur financier tout entier, la naissance d'une véritable industrie des métiers de l'argent organisée autour d'établissements puissants capables d'offrir une palette étendue

de services financiers.

Ainsi, on peut noter que sur le plan institutionnel, le législateur cherche, dès 1983, à favoriser le recours des entreprises aux marchés financiers par la création du Second Marché et la libéralisation de l'émission de nouveaux produits, tels que les actions à dividende prioritaire et les titres participatifs. Dans le même temps, il confie à la Commission des opérations de bourse (COB), créée 15 ans plus tôt par l'ordonnance du 28 septembre 1967, une mission renforcée de protection de l'épargne publique²⁰.

La législation bancaire fait elle-même l'objet d'une refonte générale à l'occasion de l'adoption de la loi du 24 janvier 1984, qui abrogea les lois des 13 et 14 juin 1941, prises sous l'occupation mais maintenues, quoique profondément modifiées, à la libération²¹. En 1993, c'est le statut de la Banque de France qui est modernisé.

Les agents de change, jusqu'alors titulaires d'un statut d'officiers ministériels, sont remplacés par les sociétés de bourse créées en 1988. L'organisation institutionnelle des bourses de valeurs est également refondue avec l'apparition du Conseil des bourses de valeurs et du Conseil des marchés à terme, organismes composés de professionnels et de représentants des pouvoirs publics et chargés, par la loi du 23 janvier 1988, de réglementer les marchés de valeurs mobilières et de contrôler les acteurs sur ces marchés.

Dès 1989, les pouvoirs de la COB sont renforcés, faisant d'elle une véritable autorité de sanction.

Enfin, la loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières, portant transposition de la directive 93/22 sur les services d'investissement, poursuit les efforts de refonte institutionnelle des marchés financiers français²². La COB se voit confier un bloc de compétence au titre du service de gestion de portefeuille pour compte de tiers. Dans ce cadre, elle intervient à la fois comme autorité d'agrément, de réglementation et de contrôle. Le Conseil des marchés à terme et le Conseil des bourses de valeurs sont abandonnés au profit d'une autorité professionnelle unique, le Conseil des marchés financiers (CMF), qui se voit confier une mission transversale de réglementation et de contrôle de tous les autres services d'investissement et la tutelle de tous les marchés réglementés. Enfin, la qualification de société de bourse est, elle aussi, abandonnée pour faire place au statut élargi d'entreprises d'investissement, entités pouvant exercer, en fonction de leur agrément, d'autres services d'investissement que la simple transmission et exécution d'ordres.

La diversification des marchés financiers et des produits qui y sont proposés fut également un chantier majeur des gouvernements et du législateur dès le début des années 1980. L'objectif était de permettre un



basculement du mode de financement de l'économie française, afin de passer d'une « économie d'endettement » datant de la fin des années 1960 à une « économie de marchés financiers » comparable aux modèles proposés par les pays anglo-saxons²³.

C'est dans ce cadre que s'inscrit la réforme du marché monétaire, marché des capitaux à court terme. Plusieurs textes de 1985 conduisent ainsi à ouvrir le marché monétaire à l'ensemble des banques et des entreprises, et à mettre en place une gamme diversifiée de titres de créances négociables, comme les certificats de dépôts et les billets de trésorerie.

La création de marchés organisés de produits dérivés est également une innovation majeure des années 1980. Le marché à terme d'instruments financiers (Matif), mis en place par une loi du 11 juillet 1985, permet aux agents économiques de se protéger contre les risques d'instabilité monétaire et de variation des taux d'intérêt. Le marché des options négociables de Paris (Monep), ouvert en 1987, vise, quant à lui, à couvrir les risques de fluctuations des cours des titres offerts sur le marché.

On peut également citer, plus récemment, la banalisation de l'émission des obligations foncières par une loi du 25 juin 1999.

Enfin, il ne fait aucun doute que « la fiscalité applicable aux transactions [constitue] un des facteurs déterminants de la compétitivité des places financières »²⁴. A ce titre, les réformes successives de l'impôt sur les opérations de bourse, intervenues au cours des trois dernières décennies, illustrent parfaitement comment le système fiscal français a cherché à accompagner les impératifs de développement de la place. Introduit dans le système fiscal français par une loi du 28 avril 1893, et se substituant au droit de timbre gradué qui frappait les bordereaux des agents de change et les courtiers, l'impôt sur les opérations de bourses de valeurs s'applique, *en principe*, à toutes les opérations de bourse ayant pour objet l'achat ou la vente, au comptant ou à terme, de valeurs de toute nature, c'est-à-dire tant les valeurs sur lesquelles s'exerce le monopole des sociétés de bourse que celles qui n'en font pas partie, dès lors que ces opérations sont effectuées par l'intermédiaire de professionnels de ce commerce. Si le champ d'application de cet impôt reste théoriquement large, l'ensemble des réformes intervenues a eu pour effet de le vider de sa substance. On citera notamment, à titre d'illustration, l'extension, en 1987²⁵, de l'exonération d'impôt de bourse dont bénéficiaient les obligations libellées en francs français aux obligations libellées en devises étrangères ou en Ecu et négociées à la Bourse de Paris, ainsi que l'exonération, introduite en 1993²⁶, des opérations d'achat ou de vente de valeurs de toute nature effectuées par une personne physique ou morale qui est domiciliée ou établie hors de France.

Vers une autonomie du droit financier ?

Il ne serait sans doute pas exact de prétendre que le droit des activités financières serait déconnecté du droit commun, de telle sorte qu'il constituerait un ordre juridique indépendant, une sphère étanche que ni les principes constitutionnels, ni les règles universelles du droit civil ou du droit commercial ne pourraient pénétrer.

Comment, en effet, ne pas convenir que le droit du contrat demeure le socle de toute opération financière, réalisée sur le marché ou effectuée de gré à gré ?

Comment, par ailleurs, ne pas reconnaître que la différence de traitement que le droit financier réserve aux investisseurs qualifiés et aux investisseurs non-qualifiés, n'est qu'une application, aux métiers de l'argent, des principes maintes fois reconnus du droit civil et du droit de la consommation ?

A certains égards pourtant, le droit financier peut apparaître comme un droit autonome ou, à tout le moins, un droit où s'établissent des dérogations remarquables aux principes du droit commun.

Sur le plan des principes de droit constitutionnel tout d'abord, on remarque que la COB et le CMF, en qualité d'autorité de tutelle des services d'investissement, cumulent chacune entre leurs mains des pouvoirs de réglementation et de sanction, ce qui peut apparaître comme une dérogation au principe de séparation des pouvoirs sur lequel est fondée notre République. Le Conseil constitutionnel a pourtant validé cette construction du législateur²⁷.

Sur le plan du droit constitutionnel toujours, et même si le Conseil constitutionnel en a également admis le principe, il n'est pas toujours aisé d'accepter que les sanctions administratives prononcées par la COB - et de la même manière les sanctions disciplinaires prises par le CMF - puissent se cumuler avec des sanctions pénales prononcées pour les mêmes faits. Ceci semble en effet contrevenir au principe fondamental selon lequel une même personne ne peut être sanctionnée deux fois sur le fondement des mêmes faits.

La décision du Conseil constitutionnel du 28 juillet 1989²⁸ a cependant posé le principe de la légalité du cumul entre une sanction pénale et une sanction administrative, sous réserve du respect du principe de proportionnalité. Ainsi, la règle « non bis in idem », à laquelle la Haute Juridiction ne confère cependant pas une valeur constitutionnelle dans sa décision, ne trouve pas à s'appliquer au cas de cumul entre sanction pénale et sanction administrative²⁹.

Sur les plans du droit civil et du droit commercial, nous pouvons également noter que le droit financier a mis en place des régimes dérogatoires propres à améliorer la sécurité juridique des opérations financières.

Ainsi, dès la fin du XIX^{ème} siècle, la loi du 28 mars 1885 a fondé la légalité des marchés à terme en excluant expressément que la prohibition du jeu et du pari, inscrite à l'article 1965 du Code civil, puisse être invoquée pour permettre au cocontractant malheureux de se soustraire à ses obligations³⁰.

Beaucoup plus récemment, le droit a fait de véritables entorses au droit de la faillite et au régime des garanties afin de sécuriser certaines opérations réalisées sur des produits dérivés³¹.

Ainsi, l'article 52 de la loi du 2 juillet 1996, complétant des dispositions datant de 1993, autorise la compensation des opérations sur instruments financiers, dès lors que celles-ci sont effectuées dans le cadre du règlement général du CMF, ou lorsqu'elles sont régies par une convention-cadre de place, nationale ou internationale, organisant les relations entre deux parties dont l'une est un prestataire de services d'investissement (ou un établissement ayant un statut comparable).

Le même texte autorise la résiliation anticipée de ces opérations lorsqu'une des parties fait l'objet d'une procédure de redressement ou de liquidation.

Pour saisir la portée de ces dérogations, il convient de rappeler que la loi du 25 janvier 1985 sur le redressement ou la liquidation judiciaire des entreprises fait obstacle à toute résiliation des contrats en cours sur le seul fondement de l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre d'un des cocontractants. De surcroît, cette loi interdit, lorsqu'une procédure collective est ouverte, tout paiement des créances nées antérieurement au jugement d'ouverture, et en conséquence rend impossible toute compensation (sauf à pouvoir démontrer une certaine « connexité » entre les créances réciproques).

Dans un même souci de protection des transactions portant sur des instruments financiers, ce même article 52 de la loi du 2 juillet 1996 introduit une dérogation au régime juridique des garanties. Il prévoit en effet un mécanisme de « remises en pleine propriété à titre de garantie » de toutes valeurs, titres, effets ou sommes d'argent, remises qui, en application de la loi, « sont opposables aux tiers sans formalités »³². Ainsi, pour le seul besoin des opérations sur instruments financiers visées par cette disposition de la loi, la loi crée un régime original de cession fiduciaire.

Si la place financière est appréhendée par le droit, lequel participe dans une certaine mesure et malgré ses propres contraintes, à son attractivité dans le jeu mondial de la concurrence, il apparaît également que le droit français se laisse effacer par l'apparition de nouvelles sources normatives plus ou moins maintenues sous son contrôle. Il peut être également affirmé que le droit français se laisse dépasser par les enjeux liés à la mondialisation des transactions et la place considérable prise par les opérations réalisées de « gré à gré ».

LA LOI EFFACÉE OU DÉPASSÉE PAR LA PLACE FINANCIÈRE

A l'instar des transformations fondamentales des secteurs de l'énergie ou des télécommunications, le thème de la « déréglementation » des marchés financiers a été une constante des commentaires financiers de ces dernières décennies. La doctrine et même le législateur parlent aujourd'hui plus volontiers de « régulation », afin d'appréhender par un même concept l'effacement de la loi et l'apparition simultanée d'autorités indépendantes chargées de fixer les règles du jeu. Mais, au-delà, la loi est également dépassée par la mondialisation des transactions et l'importance prise par la seule sphère contractuelle.

L'effacement de la loi française

« Les faits économiques se prêtent mal à la conceptualisation juridique », disait Léon Dabin. Il ajoutait : « Ils sont rebelles, en raison de leur complexité et de leur variabilité aux tentatives de classification, à l'emprise d'une norme fixe et permanente. D'autres sources normatives plus proches du réel ont fait leur apparition en droit positif »³³.

Les activités financières sont propices à de telles manifestations du « pluralisme juridique » cher au Doyen Carbonnier³⁴, ou à ce que l'on a pu par ailleurs considérer comme « une dégradation des sources privées du droit »³⁵.

Ainsi, la multiplication des normes « privées », qu'elles soient issues des autorités de tutelle, des entreprises de marché, des associations professionnelles ou des établissements eux-mêmes, participe ainsi à un mouvement de recul de la loi parmi les sources du droit financier, à la reconnaissance de la « primauté de la logique financière sur la logique juridique »³⁶.

Nombreuses sont ainsi les normes qui semblent hésiter entre autonomie et rattachement à l'ordre juridique ; les règles des entreprises de marché et la déontologie financière en sont deux exemples.

Les règles de marché

Avec la reconnaissance du statut d'entreprise de marché, la loi du 2 juillet 1996 a élargi la compétence de la société commerciale qui organise les transactions sur un marché réglementé en lui donnant un pouvoir d'élaboration des règles sous l'autorité du CMF.

L'article 42-I de la loi du 2 juillet 1996 donne en effet aux entreprises de marché compétence pour établir les règles fixant « les conditions d'accès au marché et d'admission à la cotation, les dispositions d'organisation des transactions, les conditions de suspension des négociations d'un ou de plusieurs instruments financiers, les règles relatives à l'enregistrement et à la publicité des négociations ». Ces règles doivent faire l'objet d'une approbation préalable par le CMF.

La nature des règles établies par les entreprises de marché n'est pas facile à déterminer.

Certains auteurs pensent y voir l'expression d'un pouvoir réglementaire général et individuel, faisant de l'entreprise de marché un « organisme privé qui dispose en vertu de la loi de véritables prérogatives de puissance publique »³⁷. Les règles de marché seraient alors des « normes publiques, de véritables règles de droit participant à l'ordre juridique étatique »³⁸.

Néanmoins, la loi elle-même est à l'origine du débat doctrinal puisque l'article 44-II de la loi du 2 juillet 1996 dispose que les relations entre une entreprise de marché et un membre du marché sont de « nature contractuelle ». On a pu ainsi en déduire que « des règles à l'élaboration desquelles participe une autorité professionnelle chargée d'une mission de service public (le CMF) aboutissent donc à la conclusion de contrats »³⁹.

La déontologie financière

La déontologie financière a été un thème incontournable depuis la fin des années 1980. Il n'est plus une seule association professionnelle du secteur qui n'ait rendu public un code de déontologie ou de bonne conduite⁴⁰. De nombreuses associations ou groupements internationaux ont également émis des recommandations de nature « déontologique » : il en est ainsi de l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières (OICV), de la Fédération internationale des bourses de valeurs (FIBV) ou de la *Futures Industry Association* (FIA), association américaine regroupant des professionnels opérant sur les marchés dérivés.

Quelles que soient les justifications déclarées ou sous-jacentes de l'adoption spontanée par les professionnels des métiers de l'argent de textes dits « déontologiques »⁴¹, et quelle que soit la force contraignante que le droit puisse reconnaître à de tels textes⁴², il reste que ces textes comportent une forte valeur pédagogique et normative⁴³.

La spontanéité et l'autonomie des règles de déontologie peuvent néanmoins être nuancées.

D'une part, la mise en place de recueil interne de bonne conduite par les prestataires de services d'investissement est aujourd'hui une obligation réglementaire. Les établissements sont même tenus de nommer en leur sein une personne - un « déontologue » - chargée d'en assurer la rédaction et le contrôle⁴⁴.

D'autre part, tout code de déontologie élaboré par une association professionnelle, et destiné à s'appliquer aux prestations de services d'investissement, doit être préalablement soumis au CMF qui vérifie la compatibilité de ses dispositions avec sa propre réglementation⁴⁵.

Enfin, à la fois le CMF et la COB peuvent adopter des recommanda-



tions ayant pour objet d'inviter l'ensemble des opérateurs à respecter tout ou partie des dispositions d'un code de bonne conduite adopté par une association professionnelle.

S'il semble que de telles recommandations ne sauraient donner à ces codes une valeur réglementaire, il reste que les dispositions déontologiques ainsi reconnues par les autorités de tutelle pourraient être facilement considérées par les tribunaux comme des « règles de pratique professionnelle » que ces autorités sont en charge d'adopter, ou servir de base à la démonstration d'une faute pouvant mettre en jeu la responsabilité délictuelle d'un prestataire, quand bien même celui-ci n'aurait pas adhéré au code de déontologie en cause.

De façon plus générale, il convient de ne pas sous-estimer la tendance des professionnels de la finance à respecter de façon spontanée des normes dépourvues de valeur contraignante.

Car bien souvent, l'autorité de ces normes ne provient de rien d'autre que du consensus qui les porte, consensus qu'il serait maladroit de briser car cela pourrait porter immédiatement atteinte à la continuité des relations commerciales entre professionnels ou à la bonne entente - confiante ou déférente - des professionnels avec les autorités de tutelle, bonne entente qui se révèle indispensable dans la gestion quotidienne des activités financières.

L'émergence de normes naviguant entre droit et non-droit illustre un certain recul de la loi dans sa propre sphère de compétence. Mais il apparaît également que la loi se voit discuter sa propre compétence.

Le dépassement de la loi française

La mondialisation des transactions financières met en cause la compétence de la loi française, dépassée également par le développement des sphères de liberté contractuelle.

La mondialisation

Il n'est pas utile de revenir sur le mouvement d'internationalisation qu'ont connu les marchés de capitaux ces dernières décennies. L'accès des opérateurs étrangers aux marchés nationaux, le développement des réseaux de communication et la capacité d'intervention depuis n'importe quel point du globe, la liberté et la rapidité croissante des déplacements d'argent sont des réalités aujourd'hui bien connues.

Dans ce contexte, les risques d'ineffectivité du droit ne sont pas mineurs, soit parce qu'il n'est pas aisé de connaître le droit applicable à telle ou telle question de droit posée à l'occasion d'une transaction, ou parce que certaines dispositions applicables s'avèrent manifestement incompatibles avec les nouvelles réalités financières.

A cet égard, il a pu être affirmé que « si le marché est international, ou plus encore, s'il perd toute localisation, ce droit ne peut plus s'appliquer »⁴⁶. S'il est exact que la structure et les modalités juridiques des transactions internationales, plus particulièrement d'une émission de titres, sont très largement dépendantes de la volonté des parties, il semble toutefois osé d'affirmer que les opérations internationales se sont en pratique affranchies de la tutelle de tout droit étatique. Au-delà de la constatation de pur fait que les autorités étatiques, dans le souci de favoriser le développement et l'internationalisation de leur marché, se sont abstenues d'édicter des réglementations nationales restrictives de nature à susciter la méfiance des investisseurs, il convient d'observer que l'ensemble de la documentation contractuelle à l'origine des émissions internationales de valeurs mobilières sont nécessairement soumises à la loi d'un Etat. S'agissant des titres de capital, la compétence de la *lex societatis* s'impose naturellement. Quant aux obligations et autres titres de créance, les parties n'hésitent pas à user de la faculté qui leur est réservée de choisir la loi applicable. Mais une telle faculté ne signifie nullement qu'il leur est permis de se soustraire à tout droit étatique. Un titre de créance, pour lequel les parties n'auraient pas opéré de choix de loi applicable, hypothèse fort rare en pratique, serait régi par la loi applicable à défaut de choix. Les auteurs sont en effet fort réticents à admettre la possibilité d'un contrat sans loi⁴⁷.

Dans ce contexte, prétendre que l'internationalisation ou la mondialisation s'accompagne d'une délocalisation ou absence de localisation des opérations paraît quelque peu exagéré. Il conviendrait plutôt de parler de pluri-localisation, en ce sens qu'à chaque lieu d'émission correspond une localisation. Les autorités de ce lieu, quant à elles, se réservent le droit de réglementer certaines modalités de l'opération internationale envisagée.

La mondialisation des transactions conduit également au constat que certaines dispositions du droit positif français sont peu adaptées aux pratiques financières modernes.

L'accès des investisseurs français à des sites Internet permettant de réaliser des transactions financières ou de recevoir n'importe quel service bancaire ou d'investissement doit composer avec les règles nationales relatives, par exemple, au démarchage et à l'appel public à l'épargne.

Ces nouveaux enjeux du droit rejoignent les problématiques que nous avons évoquées à l'occasion du déplacement du droit : des autorités supra-nationales, dont l'existence est fondée ou non sur des conventions internationales, sont appelées à prendre des initiatives pour que les phénomènes de mondialisation des places financières passent aussi par une globalisation du droit.

Nous pouvons noter à ce titre la pertinence des travaux du *Forum of*



European Securities Commissions qui pourrait préfigurer la création d'une commission européenne des marchés de valeurs mobilières que certains appellent de leurs vœux⁴⁸, où même l'ensemble des accords signés par la Commission des opérations de bourse pour assurer une coopération efficace avec les autorités de tutelle des autres pays du monde.

La progression de la sphère contractuelle

La place laissée au contrat par la législation financière moderne est une autre illustration de ce dépassement. Il ne s'agit pas à proprement parler d'un abandon, d'une mise hors de l'état de droit des transactions financières, car, en application de l'article 1134 du code civil, « les conventions légalement formées tiennent lieu de loi à ceux qui les ont faites ».

Cette disposition, bien au contraire, fonde la légalité de transactions librement convenues entre les parties.

Il reste néanmoins que la loi reconnaît que puissent exister des transactions portant sur des instruments financiers, mais placées hors du champ des règles de marché. Ce sont les transactions dites « de gré à gré ». Paradoxalement, cette liberté accordée par la loi française peut aboutir à ce que les parties s'accordent pour placer leur opération dans le champ d'un droit étranger.

207

Les transactions conclues de gré à gré

La directive sur les services d'investissements en valeurs mobilières pose en principe que les transactions, portant sur un instrument financier admis sur un marché réglementé, peuvent être soit réalisées sur ce marché réglementé - et alors elles sont soumises aux règles édictées par l'entreprise de marché - soit conclues de gré à gré, c'est-à-dire sur le seul fondement d'un contrat librement convenu entre les parties. La directive ajoute cependant que les Etats peuvent imposer que les transactions portant sur de tels titres soient obligatoirement réalisées sur un marché réglementé, à la condition que des exceptions soient prévues à cette obligation dite de « concentration ». Lors de la transposition de ce texte, l'Etat français, comme six autres Etats, a opté pour la mise en place d'une obligation de concentration, en préservant néanmoins certaines dérogations dans des cas particuliers⁴⁹.

Echappent ainsi à l'obligation de concentration, et peuvent dès lors être librement conclues entre les parties : les transactions qui ne requièrent pas l'intermédiation d'un prestataire de services d'investissement, les transactions réalisées au profit d'investisseurs résidant habituellement ou établis hors de France, et les transactions portant sur un certain montant de titres de capital ou de titres de créances⁵⁰.

Il est également notable que la loi française renvoie parfois, pour certaines opérations, à l'application de conventions de place. Ainsi, la loi elle-même délègue la création de règles à la pure sphère contractuelle. C'est le cas, comme nous l'avons vu, de la loi du 2 juillet 1996, dont l'article 52 fixe des dérogations au droit de la faillite dont bénéficient les opérations « régies par une convention cadre respectant les principes généraux d'une convention cadre de place ». Notons, à ce titre, que des conventions cadres soumises à un droit étranger⁵¹ - en l'occurrence le droit anglais - ont été reconnues par les autorités de tutelle françaises et permettent ainsi aux opérations qu'elles régissent de bénéficier des traitements favorables de la loi française.

Ainsi, le législateur français contribue, en quelque sorte, au mouvement de déshérence de son propre droit.

Le libre choix d'un droit étranger

L'internationalisation croissante des transactions financières, conjuguée au décloisonnement des marchés financiers, s'est naturellement vue accompagner de la volonté des opérateurs de choisir un cadre juridique souple et accueillant pour régir leurs opérations. L'émission de titres sur une multitude de marchés s'accommode mal, en effet, de l'application cumulative de plusieurs régimes légaux ou même d'un seul régime légal contraignant. Les intervenants financiers ressentent avec acuité le besoin de choisir, au moins dans une certaine mesure, le droit applicable à leurs transactions.

En matière de titres d'associés, et faisant abstraction des subtiles distinctions auxquelles le jeu du conflit de lois est susceptible de donner lieu, la prééminence de la *lex societatis* pour régir les titres de cette nature a pour conséquence d'enserrer la volonté des parties dans les limites des dispositions supplétives de la loi de la société. Il s'ensuit que les parties ne pourraient, d'un commun accord, échapper à l'emprise de la *lex societatis* lors de l'émission de ce type de titres, sans compter le nécessaire respect des lois de police du lieu où ils sont émis.

Le régime des titres de créance, notamment des obligations, offre au contraire aux opérateurs financiers internationaux un cadre juridique bien plus compréhensif dont ils n'ont pas manqué de tirer avantage. Cela résulte de la nature même de ce type de titres. S'agissant des obligations, les propos de MM. Loussouarn et Trochu sont éclairants. « La situation des obligataires », écrivent-ils, « diffère de celle des porteurs de parts fondateurs ou de celles d'associés. Leurs droits résultent non pas d'une adhésion au contrat de société, mais du contrat de souscription par lequel ils prêtent de l'argent à la société. L'obligataire est un créancier de la société et le contrat d'obligation est tout à fait

indépendant du contrat de société. Il en résulte que l'emprunt obligataire n'est pas soumis à la loi de la société, mais à la loi d'autonomie. C'est aux parties qu'il revient de déterminer la loi qui régira le contrat. Cette loi peut être celle de la société mais ce choix n'a rien d'obligatoire »⁵². La volonté des parties connaît certes certaines limites, comme en attestent l'existence de lois de police des différents lieux d'émission des obligations. Il est toutefois aisé de percevoir qu'à la différence des titres d'associés qui subissent la force d'attraction de la *lex societatis*, les titres obligataires s'en détachent pour obéir à un régime juridique largement façonné par les acteurs financiers.

Forts de cet avantage que constitue la possibilité de choisir le droit applicable, les opérateurs développent tout genre de stratégies de financement trouvant leur origine dans une émission internationale d'obligations. On l'aura compris, la loi d'autonomie n'a pas pour unique avantage de permettre, au moins dans une certaine mesure, l'unicité de loi applicable dans une opération plurilocalisée. Elle constitue aussi le moyen de choisir le régime juridique le plus approprié à la nature de l'opération envisagée. On retrouve à nouveau, mais sous un angle différent, la dialectique entre droit et place : en fonction de son degré de réceptivité, de modernité et d'ouverture aux grandes opérations internationales, le droit de tel ou tel place sera élu par les parties.

L'étude des relations entre la place financière française et le droit révèle un mouvement subtil d'attraction et de retrait. Un espace du droit est laissé à la place alors même que la place construit son propre droit. Pourtant, une place financière ne se crée pas uniquement en fonction des règles qui s'y appliquent ou qui y naissent.

Car - et c'était notre point de départ - la place financière est d'abord un lieu de rencontre, rencontre des banques et des investisseurs, rencontre des compétences, des talents, des outils et des savoir-faire.

A cet égard, on ne peut que se ranger à des observations récentes parues dans la presse à l'occasion du rapprochement des Bourses de Londres et de Francfort : « Aujourd'hui, la vitalité d'une place financière, atout de taille pour l'économie d'un pays grâce à ses emplois de services à haute valeur ajoutée et à fort pouvoir d'achat, ne se mesure plus au rang qu'elle occupe dans le palmarès des capitalisations boursières mondiales. Elle se reconnaît au degré de présence des grandes banques d'investissement internationales, au nombre de *traders*, de cambistes, d'analystes et d'économistes, qu'elle attire »⁵³.

NOTES

1. Jean-Marie Thiveaud, Le phénomène financier et les marchés financiers en perspective historique : des sociétés antiques à la création de la Bourse de Paris, en 1724, in *Revue d'économie financière* n°48, juillet 1998
2. Turgot, Foire, in *L'Encyclopédie*, VII, 1757
3. Etienne de Condillac, in *Le commerce et le gouvernement considérés relativement l'un à l'autre*, Paris, 1776
4. Petit Larousse 1997.
5. Frédéric Peltier, in *Marchés financiers et droit commun*, Banque Editeur, 1997, p.58.
6. Thierry Bonneau, « De la notion de place dans les textes législatifs contemporains », in *Droit bancaire et financier*, mélanges AEDBF, Tome II, Banque Editeur, 1999.
7. Michel Pedamon, « Y a t-il lieu de distinguer les usages et les coutumes en droit commercial ? », RTD Com 1959, p.335 et s. ; Gérard Teboul, « Remarques sur la validité des règles coutumières internes dans l'ordre juridique français », *Revue de droit public*, n°3, 1998, p. 691 et s.
8. Jacques Ghestin et Gilles Goubeaux, *Traité de droit civil*, Introduction générale, 3^{ème} édition, LGDJ, 1990, n° 391
9. Ainsi, à titre d'illustration, l'article 663 du Code civil fait référence aux « usages constants et reconnus » en matière de clôtures entre voisins, l'article 1648 renvoie à « l'usage du lieu où la vente a été faite » pour les délais à observer dans l'exercice de l'action en garantie des vices cachés de la chose vendue.
10. J. Stoufflet, J.-Cl Droit international, « Bourses et opérations de bourse », Fasc. 566-30, n°55. Souligné par nous.
11. Mohamed Salah M. Mahmoud, « Les usages commerciaux », Rep. Com. Dalloz, juin 1999
12. Cass.com. 23 mai 1989, JCP ed E, 1990, I, 15861 note Arrighi
13. Article 1154 du Code civil
14. Cass, com., 22 mai 1991, D.1991, p. 428, note.
15. Mohamed Salah M. Mahmoud, op.cit.
16. Ainsi, l'usage selon lequel, pour le calcul des intérêts, l'année bancaire ne serait que de 360 jours, n'a pas trouvé écho auprès de la chambre commerciale de la Cour de cassation qui estime que « le taux annuel de l'intérêt doit être déterminé par référence à l'année civile, laquelle comporte 365 ou 366 jours » (Cass. Com. 10 janvier 1995, D.1995, p.229, note Gavalda).
17. Jean-Louis Rives-Lange et Monique Contamine-Raynaud, *Droit bancaire*, précis Dalloz, 6^{ème} édition, 1995, n°9.
18. Cass.Com, 4 mai 1999 ; Dalloz Affaires, n° 165, 17 juin 1999, p. 939.
19. « Livre blanc sur la réforme du financement de l'économie », Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget, La documentation française, 1986
20. La loi du 3 janvier 1983 prescrit l'établissement d'un document d'information préalable à toute opération réalisée directement ou indirectement par voie d'appel public ou de démarchage et confie à la COB la mission de veiller à cette obligation d'information.
21. Michel Vasseur, *Droit et économie bancaires*, fascicule I-A, « Les cours du droit », 1985-1986, pages 34 et s.
22. La modernisation des activités financières, sous la direction de Thierry Bonneau, GLN Joly 1996.
23. « L'évolution de la place financière de Paris dans la perspective de l'instauration de la monnaie unique », rapport du Conseil économique et social, Séance des 28 et 29 novembre 1995.
24. Réponse du ministre de l'Économie, des Finances et du Budget à M. Souvet, n° 16310 : JO Sénat [Q], 13 août 1992, p. 1874.
25. Loi n° 86-1317, 30 décembre 1986, article 34-I
26. Loi n° 93-1444, 31 décembre 1993, article 9
27. Déc. n° 89-260 DC du 28 juillet 1989, RFD adm., juillet-août 1989, p.671
28. Décision n°89-260 du 28 juillet 1989, JO du 1^{er} août 1989
29. Alice Pezard, *Le cumul des sanctions pénales et administratives des personnes morales en droit des affaires*, in *Les Petites Affiches*, 6 octobre 1993, p.65 et s.
30. Souley Amadou, « La loi de modernisation des activités financières et la légalité des marchés dérivés : chronique sommaire d'une clarification rebelle », Joly Bourse, juillet-août 1997, p.547 et s



31. Frédéric Peltier, « Du netting et de la compensation ou l'affirmation d'un droit spécial », RDBB mars-avril 1994, p.53
32. Thierry Bonneau, « Le droit des faillites bancaires et financières : état des lieux », RDBB, janvier-février 1997, p.2
33. Léon Dabin, « L'aménagement des pouvoirs normatifs selon une perspective commune aux juristes et aux économistes », in *Droit et Vie des Affaires*, Litec 1997.
34. Jean Carbonnier, *Sociologie Juridique*, 1978
35. Filali Osman, « Avis, directives, codes de bonne conduite, recommandations, déontologie, éthique, etc. ; réflexion sur la dégradation des sources privées du droit », RTD civ. (3), juill.-sept. 1995, p. 509
36. Alain Couret, « Innovation financière et règle de droit », Dalloz 90, chron.XXV
37. Frédéric Peltier, *Marchés financiers et droit commun*, n°77, Banque Editeur, 1997
38. Thierry Bonneau, « De l'inutilité du droit contractuel pour assurer le respect des règles de marché », RTD Com. 52 (2), avr.-juin 1999, page 257
39. M. Germain et M-A. Noury, « La loi du 2 juillet 1996 de modernisation des activités financières », JCP 1997, I, 4022
40. Voir, par exemple, les règlements de déontologie de l'association de la gestion financière (AFG-ASFFT) relatifs aux OPCVM et à la gestion de portefeuille individualisée sous mandat, le code de bonne conduite de l'association des spécialistes en valeurs du trésor (ASVT), le code de bonne conduite relatif aux opérations sur instruments financiers de taux et de change conclus sur les marchés de gré à gré (AFTE-AFTB), le code de déontologie des investisseurs en capital (AFIC).
41. Guillaume Eliet, « Définir la déontologie financière », *Revue d'économie financière*, n°55, été 1995
42. Nicole Decoopman, « Droit et déontologie : contribution à l'étude des modes de régulation », in « Les usages sociaux du droit », centre universitaire de recherches administratives et politiques de Picardie.
43. Charley Hannoun, « La déontologie des activités financières : contribution aux recherches actuelles sur le néo-corporatisme », RTD com. 42 (3), juill.-sept.1989, p. 417
44. Article 3.1.3 du règlement général du CMF
45. Article 3.1.2 du règlement général du CMF
46. Marie-Anne Frison-Roche, « Le cadre juridique de la mondialisation des marchés financiers », *Banque et Droit*, mai-juin 1995, p.46
47. H. Batiffol et P. Lagarde, *Droit international privé*, t.II, 7^e éd°, n° 571 ; P. Mayer, *Droit international privé*, Montchrétien, 5^e éd°, n° 706 ; v. aussi en ce sens, J. Stoufflet et S. Durox, « Les émissions en euro-francs, essai d'une théorie juridique », RDBB, septembre-octobre 1994, p. 192 et s., n°23. V ; toutefois B. Audit, *Droit international privé*, Economica, 2^e éd°, n°798, selon qui l'affirmation de l'arrêt Messageries Maritimes (Civ. 21 juin 1950) que « tout contrat international est nécessairement rattaché à la loi d'un Etat » semble être dépassée au regard de l'évolution de la pratique.
48. Gilles Thieffry, « Vers la création d'une Commission européenne des marchés de valeurs mobilières », *Banque et droit*, nov-décembre 1999, p.19
49. Article 45 de la loi n° 96-597 du 2 juillet 1996
50. En application de l'article 4.1.32 du règlement général du CMF, les seuils sont de 5 % de la capitalisation boursière ou 7,5 millions d'euros pour les titres de capital et 30.000 euros pour les titres de créance.
51. En particulier le contrat-cadre de l'ISDA portant sur les opérations de dérivés et la convention cadre PSA/ISMA portant sur les opérations de pension livrée
52. Y. Loussouarn et M. Trochu, J.-Cl *Droit international*, « Conflits de lois en matière de sociétés », Fasc 564-30, n° 196.
53. P.A. Delhommais in *Le Monde*, 4 mai 2000.