

Introduction au droit boursier

Cours du Docteur de SOUZA

Editions CREDOSOP

Centre de Recherches de Documentations et de Sondages d'Opinions

Introduction au droit boursier.

Il s'agit d'une *matière nouvelle* pour 2 raisons :

- l'utilisation massive récente de la Bourse en France, l'économie française se finançait ailleurs avant.
- la réglementation était jadis éparsée et incomplète et ce n'est qu'au cours de années 80 que c'est forgé un corps de règles en faisant une branche du droit. La loi MAF du 2 juillet 1996 est capitale.

C'est une matière complexe, la réglementation boursière est dite indexée sur la technique boursière qui est de la technique financière et de la technologie. Les mécanismes auxquels le droit va s'appliquer ne tombent pas sous le droit commun. Il faut d'abord expliquer certaines notions financières, comprendre la vie financière et boursière avant de comprendre l'aspect juridique.

C'est un droit non encore élaboré de manière complète.

Exemples :

Un consommateur veut acheter un ordinateur ; il peut aller chez un revendeur, ou aussi s'adresser directement à un fournisseur, acheter chez le revendeur comme à distance.

Un consommateur veut acheter un véhicule neuf et possède un véhicule d'occasion : il va d'abord vouloir le vendre, lui-même en mettant une affiche ou en passant par un journal d'annonces, mais aussi aller sur un parking de supermarché un dimanche... mais pour acheter son véhicule neuf, il n'a pas le choix.

Un consommateur veut acheter un véhicule d'occasion : il cherchera un support à publications, ira sur les parkings...

Ces exemples sont ceux de transactions libres obéissant au droit commun des contrats. Il n'existe pas de réglementation spécifique. Ce sont des transactions de gré à gré, de face à face... ce ne sont pas des activités particulières.

Ces opérations se font sans intermédiaires (intermédiation) (parfois). Cela évite à avoir à payer des commissions. Mais la contrepartie est qu'il n'y pas de garantie si ce n'est celle des vices cachés, et n'assure pas que le vendeur est propriétaire, ni la livraison...et le chèque est peut-être en blanc.

La filiale assurance-vie d'Axa promet de verser aux héritiers un capital si on décède avant tel âge en contrepartie de primes à verser, mais passé un certain age c'est à fonds perdus... Il y a un aléa. Il s'agit de commerce : pour faire cela, il mutualise, répartit les règles, mais surtout utilise une deuxième méthode : il

place à long terme les primes pour toucher l'argent qu'il peut perdre : *il utilise la mutualisation plus la capitalisation* (c'est l'exemple des fonds de pension américain). Les sommes à placer à long terme sont énormes : il faut analyser le marché pour choisir les meilleurs placements à long terme.

L'analyste ne va pas aller comme dans les ZEA¹ de Chine dans des boutiques qui ont pignon sur rue. Il va prendre son téléphone pour donner un *ordre d'achat* qui correspond à un mécanisme juridique précis : il ne va pas s'adresser au directeur financier de la société dont il veut acheter les titres. Il va téléphoner à sa banque (notamment). L'interlocuteur va demander à quel prix est cet ordre : il va répondre *à tout prix*, ie au cours du jour. Se pose le problème aussi de l'achat, car si il y a trop de demandes, on fait monter les prix, et le but est d'acheter le moins cher possible, donc on va étaler tout le long de la journée par petits paquets.

L'interlocuteur de la banque *introduit ensuite l'ordre en bourse*, et ce par tout moyen de communication adapté, autrefois par support papier, désormais par des mécanismes proches de l'Internet mais plus sécurisé. Il est obligatoire de passer soit par une banque, soit par une société de bourse.

Lorsque *l'ordre* arrive à la bourse, il *arrive au nom de la banque et pas de l'acheteur réel*. La bourse ne traite pas de manière isolée mais massifie avec les autres ordres portant sur le même titre. *L'intermédiaire est un commissionnaire et non un mandataire* (pas de révélation du nom).

Aussi la Bourse fait masse de tous les ordres de vente reçus pendant la même période pour la même valeur.

L'ordinateur de la Bourse va confronter tous les ordres (à tout prix...), c'est *la confrontation des ordres, le matching*. En confrontant l'ensemble des offres et demandes, on va savoir quelle est la quantité de titres qui va pouvoir être négociée, ce qui est au dessus... ne sera pas échangé et on détermine le cours ou le maximum de titres vont pouvoir être échangés.

Il n'y a donc pas de liberté contractuelle, c'est par une confrontation technique des ordres que l'on sait à quel niveau est l'échange optimal, c'est le cours du jour.

2 techniques pour cela :

-l'exécution à la criée : les agents de change venaient avec leurs carnets d'ordre et étaient rémunérés à la commission, mais c'était multilatéral, dans la corbeille. (existe encore au NISE, pas à la Bourse de Paris = Euronext)

-la technique moderne est d'entrer les offres dans l'ordinateur et on a le nombre de titres vendus, et leur cours. La dématérialisation des valeurs financières entraîne la dématérialisation des échanges.

¹ Zone Economique Avancée

Il n'y a pas de confrontation bilatérale des ordres.

A la fin, les ordres sont réputés exécutés et la bourse informe en temps réel l'organisme de règlement/livraison des titres, et le règlement et la livraisons sont surs : il y a une *garantie de paiement et une garantie de livraison*.

Cette opération diffère donc des ventes normales :

→ il y a une procédure particulière de conclusion de l'accord, on n'est pas dans le domaine de la liberté contractuelle : **4 éléments** :

-il faut *un intermédiaire*

-les ordres ne sont pas confrontés bilatéralement

-ce ne sont pas les parties qui fixent le prix, qui est un *cours*, dont le total est la *côte*.

-il y a une *garantie de bonne fin*, car celui qui ne livre pas est vite sanctionné.

Pourquoi ?

→ Car les opérations s'adressent à un grand nombre d'individus et la nature des problèmes en résultant est différente : si il y a un krach boursier (pendant d'une liquidation judiciaire d'un artisan), l'effet est de masse, c'est un *risque systémique*, ie qui peut se propager sans fin, d'un pays à un autre, et d'une personne à une autre. Il faut donc des règles pour prévenir ces règles.

Les évènements de NY, s'ils s'étaient produits il y a 15 ans, auraient entraîné un effondrement boursier mondial, le chômage...

Si il y a des règles c'est car il s'agit d'une activité de masse à risque infini.

Précisions terminologiques :

C'est essentiellement un vocabulaire financier donc moins rigoureux que le vocabulaire juridique.

Le mot bourse : on parle parfois de marché, de droit de **marchés financiers**. C'est quasiment synonyme, toute bourse est un marché financier au sens de marché organisé. On y vend des valeurs mobilières, actions et obligations.

Le mot bourse est utilisé, est né à Bruges, vient d'une famille. Les anglo-américains disent market, Stock Exchange Market.

Une bourse est un marché financier, mais tout marché n'est pas une bourse. La bourse est une espèce de marché parmi d'autres. Il y a des marchés d'autre

chose, par exemple la Bourse de Commerce ou l'on échange des marchandises, la marché des devises... mais parmi les marchés financiers, la bourse en est un.

Il existe 3 marchés financiers :

Le marché primaire : C'est le marché des valeurs mobilières émises pour la première fois, un marché du neuf, des actions neuves.

Le marché secondaire est celui des valeurs existantes, c'est le marché de la revente. Dans le vocabulaire occidental, c'est la bourse.

Les marchés dérivés : ce sont des marchés qui proposent des opérations à terme, des « marchés de marchés ». Ces marchés démultiplient les chances de gain... et les risques de pertes.

Concernant le marché primaire, les règles de l'appel public à l'épargne sont désormais dans le Code monétaire et financier, et plus dans le code des sociétés (mais ressemble à une augmentation de capital).

Section 1 : histoire et utilité de la bourse.

A. Histoire de la bourse.

Elle est liée au développement des activités commerciales. Avec l'industrialisation, il a fallu du financement, et la bourse est un de ces moyens. La bourse portait indifféremment sur des marchandises, des valeurs mobilières...

Vers l'an 1000, quand se développent les grandes foires internationales en Europe, la bourse renaît.

Ce n'est que beaucoup plus tardivement que le mécanisme s'est appliqué aux valeurs mobilières, quand sont nées les sociétés par actions. Les bourses au

sens moderne apparaissent au 16^{ème} en Flandre, à Bruges, Bruxelles, Amsterdam. L'activité des valeurs mobilières n'apparaît qu'au 17^{ème} siècle. Développement avec les sociétés semi-publiques finançant les grandes découvertes, le grand commerce. Ce sont les Compagnies de indes occidentales et la première était celle créée à Amsterdam : elle faisait appel aux riches flamands, qui finançaient et spéculaient (dépend si le bateau revient ou non !).

La création est alors spontanée, l'ordonnance de 73 sur le commerce terrestre ne concerne pas la bourse, c'est une activité non spécialement réglementée.

Puis c'est ensuite la nationalisation due au pouvoir royal, et l'activité boursière va être très réglementée

Affaire de la banqueroute de Law : à la mort de Louis 14, la France est ruinée, la royauté ne peut financer le train de l'Etat... arrive un banquier écossais, Law, qui fonde une banque privée à Paris qui prête de l'argent à la régence, qui très vite accepte de transformer cette banque en banque royale, ie agréée par la royauté. Puis il y a eu création de la Cie du Mississipi, personne ne sait ce que c'est en France, des rumeurs courent qu'il y a de l'or là-bas... cette compagnie en 1719 est destinée à exploiter de l'or là-bas. Il a fait des promesses, bien qu'il ne fasse rien, donc il demande encore de l'argent pour payer les premiers qui ont payé... mais la valeurs des actions de la société va augmenter car chacun va croire qu'il a des titres qui représentent de l'argent, il y a spéculation jusqu'à multiplication par 500 des titres. C'est une bulle financière qui devait éclater ? Le Prince de Conty s'est rendu compte de cela... et personne n'était capable de rembourser, tout le monde à pris peur et il n' y avait plus que des vendeurs.

La royauté (mouillée) a décidé de réagir pour éviter que cela se reproduise. En 1724 est pris un arrêté royal qui réglemente la bourse de Paris en la mettant sous contrôle de l'équivalent du Préfet de Police (!)

Les économistes expliquent souvent qu'il y a euphorie à partir du moment ou une valeur commence à monter.

Désormais l'activité royale devait avoir lieu en un seul et même endroit. Mais traditionnellement, il existait déjà un lieu, au 12^{ème}, le Pont au Change. Si à partir de 1724 la réunion en un lieu devient obligatoire, cela a toujours été perçu comme une nécessité : le mécanisme boursier est un mécanisme de confrontation générale des ordres, et avant l'informatique, il fallait la présence physique des individus. Quand la bourse se faisait à la criée, c'était au Palais Brognard (?) à partir de 1826 et pendant un temps limité, au début de 12h30 à 14h30 seulement. A cette époque, il y avait aussi l'échange des marchandises, et l'activité de la bourse de commerce était plus grande. C'est à la fin du 19^{ème} siècle que la bourse des valeurs mobilières s'est retrouvée seule au Palais Brognard.

Le véritable essor de la bourse des valeurs mobilières ne viendra qu' au cours du 19^{ème}, surtout à la fin, car elle est liée à l'essor des sociétés par actions, en particulier en 2 temps :

-dans les années 1830 au moment où commencent à se créer les premières compagnies ferroviaires privées qui ont de lourds investissements à financer, sous forme de commandite.

-puis sous Napoléon III de 1850 à 1870, car c'est une époque de prospérité et de développement économique, se poursuit l'installation des chemins de fer, mais aussi car quelques grandes entreprises se lancent dans l'exportation, et c'est aussi la ruée vers l'or aux EU. La loi de 1867 sur les sociétés commerciales a libéralisé la création des sociétés anonymes, donc les bourses se développent avec le développement de ces grandes sociétés. A la fin du 18^{ème}, il n'y avait à Paris que 3 sociétés cotées, un siècle plus tard plusieurs centaines

L'entre-deux guerres, spécialement les années 20 voient un nouveau développement, c'est l'époque de financement de grands travaux dans la partie nord et est de la France.

Puis en 1929 le krach boursier intervient et est ressenti en Europe les années qui suivent et en 1936 interviennent les premières nationalisations et c'est le début de la bourse pendant 50 ans, car c'est la montée de l'Etat dans l'économie française et donc dans son financement, direct par les entreprises nationalisées (2^{ème} vague en 45), indirect par le système bancaire qui prend son essor dans les années 30 : l'emprunt va financer et non plus la bourse (De Gaulle : « la politique ne se fait pas à la corbeille »).

Paradoxalement c'est en 81-82 au moment des plus fortes vagues de nationalisation que la bourse va refaire son terrain perdu . Dans les années 70, il y a le grand choc pétrolier, augmentation des cours du fait de la volonté des pays de l'OPEP ; en septembre 73, le cours du baril a augmenté comme jamais, ce qui met les économies occidentales en panique. En 1979, nouvelle très forte hausse du cours du pétrole. Dès ce moment étaient perceptibles les stigmates de la fin des Etats de financer leurs économies car le besoin de financement des Etats est trop fort. A la fin des années 70 est perceptible le , la loi du 13 juillet 1978 a créé les actions prioritaires à droit de vote, mais est aussi destinée à favoriser la réorientation de l'épargne des ménages vers les produits boursiers. Dès lors que le financement nécessaire dépasse les capacités de l'Etat il faut trouver d'autres sources de financement, et il n'existe que 2 types d'agent pouvant financer : l'Etat et les collectivités locales et aussi les ménages. Il fallait donc les convaincre d'investir dans les valeurs mobilières. Mais en France il y a une peur de ce financement du fait de la banqueroute de Law et aussi le refus de remboursement des emprunts émis fin 19^{ème} par la Russie avant de devenir URSS. Le risque était donc aussi

politique. Depuis 36 et surtout 45 existait un système de retraite qui rendait l'investissement en bourse moins utile. Mais à la fin du 19^{ème} et entre les 2 guerres des millions de français avaient investi en bourse, la bourgeoisie n'avait pas de biens frugifères leur permettant de vivre après arrêt de leur activité professionnelle.

En 1978, le gouvernement français est conscient :

- de la nécessité de réorienter l'épargne des ménages vers la bourse
- de leur réticence.

Il fallait donc accorder un avantage, fiscal. La loi de finances a accordé un avantage fiscal aux investisseurs en bourse.

Lors de la 3^{ème} vague de nationalisation, dès le lendemain du fait de l'incapacité de l'Etat, les ministres des finances ne feront qu'amplifier la faveur fiscale pour la bourse et en 85 Bérégozovoy prendra la loi la plus libérale et la plus favorable à la bourse en France.

On a parlé de big bang de la bourse dans les années 80.

En Angleterre grande réforme de la bourse en 1985.

B. Intérêts et dangers de la bourse

□ Les intérêts :

On peut les résumer en 2 principaux intérêts.

Le premier est pour les émetteurs : ce sont les Etats et les entreprises, et la bourse leur permet de se financer sur les marchés boursiers en émettant des titres et en les vendant.

Du côté des investisseurs, c'est leur permettre de rentabiliser leur épargne en investissant à long terme. On distingue les investisseurs institutionnels, « les in-in », ie assurances et banques, qui ont l'obligation de placer des capitaux en bourse. Dans les pays étrangers on a en plus les fonds de pension quand il n'y a pas de retraite organisé.

Il y a aussi les ménages, 30 millions d'américains investiraient directement en bourse, mais en France aussi le capitalisme populaire s'est beaucoup développé, 5 millions de français ont directement investi en bourse.

□ Les dangers :

Le premier est celui du phénomène de spéculation qui peut prendre une dimension phénoménale (sept-oct 87 en France)

Le deuxième est celui de la volatilité de la bourse. Avant c'était un investissement à long terme et on s'apercevait que sur le long terme la

bourse a toujours été gagnante du moment qu'il y a une palette de titres suffisamment large. Mais aujourd'hui les cours peuvent monter et descendre juste après et de manière très importante, ce qui rend difficile toute prévision. En 98 le PDG d'Alcatel a dit qu'il y aurait un peu moins de bénéfices et il y a eu perte de 38 % d'un coup. Aussi les logiciels découvrent des baisses et dans ce cas il y a automatiquement envoi d'un ordre de vente sur le titres... donc pour une raison aléatoire avec une petite baisse à l'ouverture il y a un afflux d'ordres de vente et donc le prix s'effondre pour retrouver un échange.

Section 2 : le domaine du droit boursier

Aujourd'hui on parle soit de droit boursier soit de droit des marchés financiers. La bourse au sens matériel est un lieu où se rencontrent les professionnels pour échanger des titres et ces lieux sont devenus mythiques. C'est d'abord un lieu matériel et c'est encore le cas à NY, Tokyo, Singapour. Mais aujourd'hui c'est surtout une activité dématérialisée, qui se fait par ordinateur et nombre de bourses informatisées n'ont plus de lieu physique, c'est une activité, l'activité d'échange de valeurs mobilières qui est une activité réglementée.

La droit boursier dont l'on parle est celui des bourses de valeurs mobilières et non pas des bourses de commerce.

La bourse est un marché car c'est un lieu d'échange. Mais tout marché n'est pas une bourse.

Même s'agissant des valeurs mobilières, il y a plusieurs marchés, on en distingue **3 types** :

-*marché primaire* (émission des valeurs nouvelles), qui n'est pas localisé, qui se réalise par l'intermédiaire des banques, qui assure le financement de l'Etat et des grandes entreprises.

-*marché secondaire*, des titres déjà existant qui peuvent être revendus de manière illimitée, c'est la marché de l'occasion. C'est un marché localisé, et centralisé (même si il se dématérialise avec l'informatique). Les banques jouent un rôle d'intermédiaire, mais vers le marché. C'est ce marché secondaire que l'on appelle la bourse. Il n'est pas fait pour assurer le financement, c'est un marché de la liquidité, de l'échange. La liquidité est faire en sorte que tout investisseur peut revendre à tout moment un titre qu'il vient d'acquérir. L'existence du marché secondaire est la condition de l'existence du marché primaire : pourquoi le marché du neuf marche bien ? Car on est sûr de bien revendre son véhicule à l'occasion. Donc les entreprises qui veulent se financer en émettant des titres nouveaux, l'investisseur sera tenté d'acheter car il est quasiment sûr de pouvoir revendre. Donc les sociétés non cotées ne se

financent pas par le marché, (elle pourraient faire appel public à l'épargne, ce n'est pas la même chose), mais par l'emprunt, car personne n'achètera les actions car ce n'est pas possible de les revendre. (article dans le monde où l'on parle de supprimer la bourse)

-les marchés dérivés : on a voulu montrer une différence de nature avec les 2 précédents. Ces marchés ont 2 particularités. Ils portent sur des instruments qui sont eux-mêmes représentatifs d'autres instruments financiers. L'objet de l'action est un droit d'associé, l'objet d'une obligation est un droit de créance, l'objet d'un instrument dérivé est un autre instrument.

Ce sont des contrats affectés d'un terme ou d'une condition.

La particularité de ces marchés est d'être des marchés de couverture, on est très proche de l'assurance. En pratique ces marchés ont été créés pour permettre aux investisseurs de limiter leurs pertes sur les autres marchés, principalement le secondaire. (la Bourse de Paris est la première au monde pour certaines de ces valeurs).

La banque utilise les dépôts des particuliers. Il faut malgré tout qu'elle offre une garantie aux déposants. La garantie n'est pas le blocage de la somme déposée, mais elle a l'obligation de faire des investissements obligatoires. C'est ce que l'on appelle des *règles prudentielles*. On ne va donc pas investir dans des actions mais dans des obligations, le Trésor public émet toutes les semaines de nouvelles obligations. En cas de crise, de prise de panique et de thésaurisation, il y a inflation. Si l'inflation remonte encore plus haut, quel sera le taux d'intérêt réel ? le taux nominal, celui de l'obligation, moins l'inflation. Donc on va demander à l'Etat un taux supérieur car on refusera de prêter si ce n'est pas rémunérateur. Donc il faut se couvrir, car le risque est sur 5 ans... d'où l'invention des marchés dérivés : la banque veut se protéger contre l'augmentation des taux d'intérêt qui entraînent la baisse des obligations.

La particularité de ces marchés est d'être très spéculatifs car on parie à la hausse à terme ou à la baisse à terme. Si on parie à la baisse, on passe un accord avec quelqu'un à terme, un accord de vente d'actions que l'on n'a pas. Dans le jour où le terme va arriver, si le cours des actions a baissé on a gagné car on va vendre dans 6 mois au cours de l'époque, on est gagnant car quand on fait cela on n'a pas encore les actions : puisqu'on parie à la baisse, on attend pour acheter ! La contrepartie (cocontractant) va devoir payer à ce prix, alors que l'on achète moins cher.

Donc on va perdre sur le marché secondaire car ça baisse, mais on se couvre sur le marché dérivé. Mais si on est un pur spéculateur on va tout de suite dire que l'on vend à terme à tel prix on va essayer de trouver quelqu'un qui fait le pari inverse... dès le 12 septembre certains ont parié à la baisse et c'est pour cela que Wall Street n'a pas réouvert de suite. Cela a été bénéfique car a évité la spéculation... mais il y en a eu un peu avant (comment ?).

Il y a une conception large, qui correspond à tout ce que l'on a vu, et une conception étroite qui fait du droit boursier le droit des valeurs secondaires mobilières.

Section 3 : les sources du droit boursier

§1. Evolution et diversité des sources.

A. Les sources légales, nationales et internationales.

Le droit boursier qui est un droit relativement neuf. Il y a une césure en 1996.

1. Avant 1996.

Le Code de Commerce comportait quelques articles généraux sur les bourses, mais toutes les bourses confondues, ie de commerce et de valeurs mobilières. Ces règles sont assez générales pour valoir pour la bourse des valeurs mobilières.

Ces dispositions subsistent aux articles L131-1 s du nouveau Code de Commerce

Contenu :La bourse est la réunion des agents de change sous le contrôle du roi. Les transactions en bourse donnent le cours des valeurs.

Les agents de change étaient des commerçants qui avaient le monopole de la négociation et qui étaient chargées de constater officiellement le cours de bourse. La jurisprudence du début du 19^{ème} siècle a complété et a dit que les textes antérieurs restent applicables.

Deuxième étape : Après le Code de Commerce, la loi de 1816 qui rétablit la vénalité des charges pour un certain nombres de professionnels que l'on appelle les officiers publics et ministériels, et la loi décide que les agents de change en font partie. C'est curieux car c'est une activité civile (cf les notaires) et en même temps ce sont des commerçants.

Troisième étape : une loi de 1895 légalise les marchés à terme car la jurisprudence les interdisait car considérait qu'il s'agissait de paris, de jeux

Quatrième étape : en 1890 un texte réglementaire d'application de la loi de 1895 et des règles du code de commerce sur la bourse est édicté.

C'est à cette date que naît une réglementation digne de ce nom concernant la bourse.

Cinquième étape : 1966 : la loi unifie la profession d'agents de change car auparavant il y avait autant de compagnies qu'il y avait de bourses, ie une à Paris et 6 en province.

Les bourses et compagnies d'agent de change sont fusionnées, c'est le début de la concentration.

Sixième étape : en 1972, on permet aux agents de change de créer des SA, donc d'aller chercher des capitaux pour de développer.

En parallèle, en 1967 (?) est créée la COB, autorité de surveillance de la bourse parce que la relance du marché fait craindre des opérations douteuses. Il faut que l'exécutif délègue son pouvoir de surveillance à une autorité spécialisée pour 2 raisons :

- pour y déléguer les personnes compétentes
- pour une plus grande souplesse d'intervention.

Septième étape : la loi de 1988 supprime les agents de change en tant qu'officiers publics et ministériels ainsi que le numerus clausus, mais ne supprime pas la profession, et permet à des sociétés de capitaux de devenir des sociétés de bourse à condition de remplir des critères objectifs.

L'autre révolution de cette loi est de permettre que les sociétés de bourse ouvrent leur capital à des banques. Les banques le demandaient depuis longtemps, c'est un nouveau secteur d'activité. Cela permet aux sociétés de bourse d'avoir assez de capital pour se développer et faire face à la concurrence internationale.

La loi de 1996 va complètement réorganiser le secteur boursier.

2. La directive du 10 mai 1993.

L'Union européenne, à la suite du livre blanc, avait estimé qu'il n'y avait pas d'autre solution pour réunir le marché unique au sens économique.

La directive relative aux services d'investissement du 10 mai 1993 a donc été prise (la DSI).

Les réglementations vont rester nationales mais devenir identiques. A cette occasion elles facilitent le libre établissement et la libre prestation de service. C'est ce que l'on a appelé le passeport européen. Auparavant chaque bourse nationale obéissait à des règles nationales. Pour les agents de change, il y avait un monopole national, un français ne pouvait agir sur une bourse étrangère.

3. La loi du 2 juillet 1996, loi MAF

Cette loi introduit la directive de 93 et abroge la loi de 1988. La loi de 1996 crée une nouvelle catégorie d'intermédiaires professionnels. En 96 on parle désormais de prestataires de service d'investissement (PSI).

Pourquoi cette nouvelle catégorie ? Car la loi de 96 va au bout de la réforme de 88. On avait ouvert le capital aux banques et donc on leur permettait juste de contrôler. Maintenant on permet aux banques d'être des intermédiaires.

Autre catégorie de PSI : les entreprises d'investissement, traduction littérale de l'anglais.

La loi de 96 réorganise les autorités de régulation des marchés financiers. Elles sont de 2 ordres :

-la COB qui voit ses moyens renforcés

-le CMF, qui est une autorité assez différente de celle de la COB, la loi dit que c'est une personne privée et une autorité professionnelle. Ce n'est pas une autorité administrative, mais est indépendante comme la COB. Les membres sont élus parmi les intermédiaires.

La COB surveille le fonctionnement général des marchés, surveille en particulier les informations délivrées sur le marché, le CMF donne les agréments, surveille les professionnels des marchés et autorise les opérations exceptionnelles que sont les offres publiques.

Cette loi redéfinit aussi la notion et l'organisation des marchés financiers eux-mêmes.

Lors de la discussion du projet de directive, 2 conceptions se sont affrontées : la conception continentale et la conception anglo-américaine.

-L'idée continentale est d'y voir des marchés centralisés et réglementés, ie oblige à la concentration en un lieu unique à un moment donné de tous les ordres, cela permettant un prix d'équilibre qui s'impose à tous. Ceux qui ont accepté ce prix à l'avance peuvent vendre et acheter à ce prix, ceux qui n'ont pas accepté ne peuvent rien faire. C'est la notion d'unicité de prix. Ce marché a pour caractère d'être centralisé et réglementé.

-La conception anglosaxonne est celle de marchés décentralisés et libres. Cela veut dire qu'il n'y a pas de prix unique. Comment fonctionne le LES (Londres) ? Il n'y a pas confrontation des ordres, le marché repose sur une multitude de brokers, et dans ces pays la vente des titres est réalisée par l'intermédiaire d'un professionnel. Il y a un acheteur et un vendeur. Quelqu'un s'interpose pour acheter au vendeur et revendre à l'acheteur et ces professionnels font leurs prix. Un broker on line affiche en permanence pour les titres dont il est spécialiste 2 offres de prix : à l'achat, l'action vaut tant, à la vente tant ! Il gagne sa vie sur l'écart de cours. Alors qu'un agent

de change en France était un pur mandataire. A Londres, on n'est pas obligé de passer par le marché, en France oui.

→ la directive est donc nécessairement un compromis.

La directive dit que les marchés pourront être réglementés et centralisés si la législation nationale le décide.

Ou est le principe, ou est l'exception ? Si on ne le décide pas, les marchés sont présumés libres.

Les rédacteurs de la directive ont fait un pari. En permettant à certains pays de maintenir un marché réglementé, on verra bien qui l'emportera. Le pari est que les marchés libres l'emporteront.

4. Le Code monétaire et financier.

La France est une terre de codification. En 2000, par une ordonnance du 14 décembre a été créé ce code. Ce code codifie en partie la loi de 1996.

B. Les sources réglementaires et administratives.

C'est l'une des fortes particularités de ce droit de laisser une grande place aux sources réglementaires, administratives et professionnelles.

- Les sources administratives :

La COB a reçu le pouvoir par l'ordonnance de 1967 de prendre des textes de caractère réglementaire destinés à organiser les marchés financiers. Un auteur a même écrit que la COB produit des textes à « cadence industrielle ».

Ces textes sont très détaillés. (Article de Savatier au Dalloz 67 l'inflation législative et l'indigestion du corps social.)

Le CMF aussi prend des textes, mais professionnels, c'est une autorité professionnelle. Le CMF a essayé de produire un règlement général à la place de tous les petits textes, mais il est énorme.

Il existe une troisième entité qui a délégation pour produire ces textes : c'est l'entreprise créée pour gérer l'aspect matériel, Euronext : c'est une société commerciale qui gère un fonds de commerce et qui a reçu un pouvoir exorbitant de secréter et d'imposer des règles à ses cocontractants. C'est ce que l'on appelle les règles de marché (100 pages !)

(les échos du 17 octobre : sur les marchés dérivés)

§2. Caractère des sources du droit boursier français.

On peut leur appliquer 3 caractères.

Le premier est leur *diversification* : droit européen, la loi MAF en est issue, mais aussi dans les sources internes. Cette diversification est en train de se faire jour en France. Il y a une coopération très avancée entre les autorités nationales qui prennent de nombreux accords suivis par des règles nationales identiques, on a donc un droit conventionnel (privé). Il y a même un mouvement en cours d'intégration des régulateurs. A été spontanément créée par ceux-ci une Commission européenne des valeurs mobilières qui va très certainement leur proposer des règles communes

Le deuxième est leur *privatisation* : elle est limitée mais à tendance à se développer. Cela signifie que certaines de ces règles sont non étatiques mais professionnelles : règles de marché d'Euronext, règlement général du CMF (RGCMF).

La même chose se rencontre à l'échelle nationale : compensation globale, entre grands réseaux financiers.

Le troisième est la *spécialisation des sources du droit boursier*.

C'est le problème de la jurisprudence. Dès que l'on crée un tribunal, une juridiction spécifique, il y a sécrétion d'un droit spécifique. La CA de Paris est spécialisée en droit boursier. La CA a emboîté le mouvement et a spécialisé une de ses chambres dans ces litiges et est apparue une jurisprudence spécifique au droit boursier. L'actuel premier Président de la Cour de Cassation, Canivet s'était intéressé quand il était à la CA de Paris au droit commercial et a personnellement beaucoup pesé en matière de droit boursier et de droit de la concurrence.

Section 4 : les caractères du droit boursier.

§1. Le particularisme du droit boursier.

Le droit boursier n'est pas un droit autonome, il n'y a pas en droit français de branche autonome par rapport aux autres. Mais est-il en lui même une branche du droit, ou juste une collection de règles ?

Ce droit a mis longtemps à se dégager, car d'abord il a mis longtemps à se judiciariser. Pendant longtemps il était issu de pratiques professionnelles et il était difficile de séparer des ... L'évolution des dernières années a consisté à

dégager les règles juridiques des règles financières et la directive de 93 ainsi que la loi de 1996 ont permis la construction d'une véritable branche du droit qui a son particularisme : sources propres,...mais aussi par d'autres aspects :

-le phénomène d'autorégulation qui est en œuvre en droit boursier. A partir du moment où la loi a directement ou indirectement délégué le pouvoir de prendre des règles qui s'imposent à tous, elle a permis aux professionnels de produire leurs propres règles.

-ce droit a des finalités propres et si un secteur n'a pas de finalité propre, il n'a pas de raison de sécréter. On peut en citer 2 : d'abord la protection de l'épargne : l'instrument créé, le marché est ouvert au public et ne marche qu'ainsi. Mais aussi l'efficacité des marchés. Les marchés ont leur utilité, il faut donc qu'ils soient efficaces

-ce droit a ses propres principes fondamentaux qui sont de prime abord curieux pour le juriste de droit classique et qui peuvent être paradoxaux en droit boursier : l'égalité dans l'information et juste prix, ce sont des principes transversaux. Le droit n'est jamais désincarné, il y a des principes communément partagés dans notre monde occidental. Mais ces principes proviennent d'une réflexion philosophique et morale sur la vie en société. En droit de la famille : égalité des époux dans le mariage, égalité et protection des enfants. Il y a un lien avec le principe plus général d'égalité entre citoyens. En droit boursier, la philosophie et la morale n'ont guère leur place, ce n'est pas le domaine du droit boursier, dont les préoccupations sont l'efficacité des marchés, la protection des épargnants...L'égalité dans l'information en droit boursier n'est pas faite pour correspondre à l'égalité en citoyen, c'est car il a été démontré que l'efficacité des marchés boursiers supposait une information large et égale, il ne faut pas d'asymétrie dans l'information car cela fait fuir des investisseurs, le risque n'est acceptable que si il est égal pour tous. Le mécanisme de la cotation correspond aussi à l'idée d'efficacité et pas pour obtenir un prix unique qui assure l'égalité.

Mais le droit boursier n'est pas autonome, le droit commun des obligations et contrats, le droit des sociétés s'appliquent.

§2. Le droit boursier est un droit d'ordre public.

Les internationalistes, lorsqu'ils recherchent la loi applicable considèrent que les lois de droit boursier sont des lois de police (impératives sur un territoire donné). Ces lois s'arrêtent à la frontière de notre territoire.

Il existe un ordre public boursier très développé. Mais tout le droit boursier n'est pas obligatoirement d'ordre public, et il existe des règles supplétives. Mais l'ordre public domine. Cet ordre public est économique. On distingue et rencontre l'ordre public de direction et l'ordre public de protection.

Exemples :1. L'application des règles d'ordre public aux opérateurs étrangers.

Il existe à Genève de puis la SDN une banque ..., elle a été créée par un certain nombre d'Etats pour servir de banque publique internationale des Etats. C'est aujourd'hui la banque centrale des banques centrales européennes. Mais depuis son origine, cette BRI comportait environ 10% d'investisseurs particuliers. Ces actions étaient cotées à Zurich et à Paris, les investisseurs sont belges, français, américains. Le marché français est prépondérant. En droit international privé, de prime abord on peut penser que plusieurs lois peuvent théoriquement prétendre à régler le litige.

Le problème a été résolu de la manière suivante : les autorités françaises ont demandé d'appliquer le droit suisse, le mécanisme d'exclusion par rachat forcé à prix raisonnable était alors possible. Mais un groupe d'actionnaires n'était pas d'accord, il y a eu saisine en France en référé d'un juge (et de même aux EU). Comme c'est un marché coté français, est-ce que la loi française ne doit pas être applicable ? En plus l'interdiction de l'exclusion est elle d'ordre public de direction ou de protection.

Depuis une loi de 72, le démarchage financier est encadré. La question s'est posée de la sanction de la violation de ces règles. C'est la nullité normalement. Mais quand un PSI envoie ses démarcheurs qui ne respectent pas les règles, est-ce que les autres PSI ne peuvent pas s'en plaindre considérant qu'il s'agit de concurrence illégale ? Cour de Cassation a dit que c'était de l'ordre public de direction (Civ 1 15 mai 2001, banque et droit n°79 p 41) et donc que l'action n'appartenait pas qu'à la victime principale du démarchage.

La loi NRE du 15 mai 2001 a prévu dans certains cas non pas la nullité de la convention mais la suspension de ses effets (comme les pactes d'actionnaires en période d'offre publique).

Bibliographie :

-Code Monétaire et financier : texte de 84 sur les banques et loi MAF de 1996 (utile)

-De Vauplane et Bornet : droit des marchés financiers, Litec 2001

-Paul Didier, Droit commercial Thémis de 1999

-Germain et Delebecque, Droit commercial Ripert et Roblot, 2000

-Sur les offres publiques : Viandier, les offres publiques, Levebvre, 99

Bonneau et Faugerolas, les offres publiques, EFE

99

-revues : Dt affaire Dalloz, JCP

RTD Com, chronique trimestrielle de droit des marchés financiers
(Strasbourg)

Revue de droit bancaire et financier, jurisclasseur

Banque et droit

Bulletin mensuel de la COB

Revue du CMF

-sites www.cob.fr ; www.cmf-france.org