



Présentation

Le droit financier est une matière autonome du droit des affaires, se distinguant plus généralement du droit des sociétés. En effet, le Code de commerce n'intègre que partiellement les règles régissant ces marchés, renvoyant le plus souvent aux dispositions détaillées du Code monétaire et financier ou à d'autres règlements professionnels.

L'enjeu de cette matière est crucial car le législateur conscient de l'importance des opérations financières aujourd'hui veut faire de la Place de Paris, une place financière attractive tout en assurant la protection des investisseurs. La matière fait d'ailleurs l'objet régulièrement de nombreuses modifications législatives et réglementaires pour répondre de façon la plus réactive possible à ces enjeux. C'est ainsi que de nombreux aspects de la matière ont pu être modifiés dans la loi n° 2005-842 du 26 juillet 2005 pour la confiance et la modernisation de l'économie, dite loi Breton, et la loi n° 2005-811 du 20 juillet 2005 ainsi que par la loi n° 2006-387 du 31 mars 2006 relative aux offres publiques d'acquisition. La transposition en droit français de la directive européenne concernant les marchés d'instruments financiers est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 et a profondément modifié le domaine du droit des marchés financiers. La loi n° 2008-776 du 4 août 2008 de modernisation de l'économie annonce alors un certain nombre de réformes destinées non seulement à moderniser la vie des affaires et de façon plus générale à la moraliser¹. L'article 152 de la loi précitée est particulièrement révélateur. Les objectifs du législateur « *de renforcer l'attractivité de la place financière française et la compétitivité des infrastructures de marché, des émetteurs d'instruments financiers, des intermédiaires financiers et de la gestion collective pour compte de tiers ainsi que des activités qui y sont liées tout en veillant à assurer la bonne information des investisseurs et la stabilité financière [...] de prendre les mesures relatives aux autorités d'agrément et de contrôle du secteur financier en vue de garantir la stabilité financière [...] d'harmoniser certaines règles applicables à la commercialisation d'instruments financiers avec celles applicables à la commercialisation de produits d'épargne et d'assurance comparables, et d'adapter la législation au droit communautaire [...] d'améliorer la codification pour inclure dans le code monétaire et financier les dispositions qui ne l'auraient pas encore été, remédier aux*

1. Saintourens (B.), « Les réformes du droit des sociétés par la loi du 4 août 2008 de modernisation de l'économie », *Rev. sociétés* 2008, p. 477 ; Torck (S.), « Modifications de la matière financière », *RD bancaire et fin.* 2008, comm. 153.

éventuelles erreurs ou insuffisances de codification et abroger les dispositions obsolètes, inadaptées ou devenues sans objet. Depuis les réformes se multiplient par voie d'ordonnance. L'ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence modifie le régime des actions de préférences cotées². L'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 vient ainsi modifier le Code des marchés financiers, d'une part quant à la nomenclature des instruments financiers qu'il proposait auparavant et, d'autre part, quant à l'adaptation des opérations qui s'y rapportent au contexte international³. L'ordonnance n° 2009-80 du 22 janvier 2009 substitue à la notion française d'« appel public à l'épargne » les notions européennes d'« offre au public de titres financiers » et d'« admission aux négociations sur un marché réglementé ». Elle supprime le statut de société « faisant appel public à l'épargne ». L'ordonnance n° 2009-105 du 30 janvier 2009 simplifie les déclarations des entreprises en matière de rachat de leurs propres actions. Elle étend le régime des déclarations de franchissement de seuils à certains produits financiers dérivés.

Les marchés financiers étant interconnectés, aucun d'entre eux ne réagit de manière totalement indépendante par rapport aux autres⁴, ce qui conduit aujourd'hui à parler de globalisation des marchés financiers et ce n'est pas la crise financière commencée en 2008 qui va démentir ce phénomène. Cela conduit inéluctablement à une internationalisation de la matière, sous l'influence du droit anglo-saxon et de la finance⁵. Le droit financier est en réalité un droit à la fois économique et à la fois international.

C'est ainsi que sur la scène internationale le G 20 de Pittsburg de septembre 2009 avait évoqué de renforcer la régulation du système financier. La traduction de ce souhait n'a pas tardé en France et plusieurs textes ont tenu compte des reproches faits aux régulateurs pendant la crise financière et en particulier le manque d'anticipation de cette dernière. Pour cela l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 a prévu la fusion de plusieurs autorités de la banque et de l'assurance en une seule : l'Autorité de contrôle

-
2. Dondero (B.), « L'ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence », *Rev. sociétés* 2008, p. 715 ; Le Nabasque (H.), « La réforme des actions de préférence », *JCP E* 2008.2245 ; Torck (S.), « Ordonnance n° 2008-1145 du 6 novembre 2008 relative aux actions de préférence : une réforme sectorielle », *Dr. sociétés* 2009 repère 1.
 3. Bonneau (Th.), « L'ordonnance n° 2009-15 du 8 janvier 2009 relative aux instruments financiers », *Dr. sociétés* février 2009, étude 3 ; Dubertret (M.), Mangenet (D.), « Réforme du droit des titres : commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009 », *D.* 2009, p. 448.
 4. « *Le monde financier est global, dit-on : de Tokyo à New York en passant par Paris, le soleil ne se couche jamais ; quand Wall Street s'endort, KabutoSho s'éveille.* », in, Paclot (Y.), « Crise financière, crise du droit », *RD bancaire et fin.* 2008, repère 14.
 5. Frison-Roche (M.), Germain (M.), *Droit, Finance, Autorité*, Rapport à la Chancellerie, Laboratoire de sociologie juridique de l'Université de Paris II, 1999.

prudentiel⁶. Par la suite la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière crée le Conseil de régulation financière et du risque systémique ». Dans le même temps elle renforce les pouvoirs de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité de contrôle prudentiel nouvellement institué, et modifie les règles applicables aux actions de concert et aux offres publiques⁷.

Depuis, le rythme législatif s'accélère. La loi n° 2012-387 dite Warsman II du 22 mars 2012 « relative à la simplification du droit des entreprises » modifie notamment trois points :

- les déclarations de franchissements de seuils, avec l'inclusion des instruments dérivés à dénouement monétaire ;
- les rachats d'actions sur Alternext, avec l'alignement du régime sur celui des sociétés cotées sur Euronext ;
- et les obligations d'information des émetteurs, avec la suppression du document récapitulatif des informations fournies au cours de l'année écoulée pour les sociétés cotées sur Euronext.

Surtout, la loi de séparation et de régulation bancaire n° 2013-672 du 26 juillet 2013 vise à remédier à certaines des faiblesses identifiées au cours des dernières années et à renforcer la régulation et les pouvoirs des autorités de supervision en matière bancaire et financière. La loi prévoit la désignation formelle d'une autorité macro-prudentielle. Le Conseil de régulation financière et du risque systémique (Corefris) renommé Conseil de stabilité financière voit ses missions élargies et est doté d'une capacité d'intervention directe. La loi comporte des dispositions relatives aux pouvoirs et au fonctionnement de l'Autorité des marchés financiers (AMF) et de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), une disposition d'adaptation au règlement européen sur les produits dérivés négociés de gré à gré et la mise en place d'un référentiel de place pour les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM). En effet, l'Union bancaire et l'intégration des marchés financiers au sein de l'Union européenne est un objectif clairement affiché.

D'un point de vue européen, le rythme est tout aussi soutenu. Le règlement européen (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les

6. Bonneau (Th.), « Commentaire de l'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance, *JCP E* 2010, 1140 ; Bigot (J.), et Bellando (J.-L.), « La nouvelle Autorité de contrôle prudentiel et l'assurance : aspects structurels », *JCP G* 2010, 364 ; Ruol (V.), « L'ordonnance n° 2010-76 du 21 janvier 2010 "Révolution ou évolution ?" », *Banque et droit* n° 131, mai-juin 2010, 3 ; Causse (H.), Maymont (A.), « L'Autorité de contrôle prudentiel. Commentaire de l'ordonnance du 21 janvier 2010 portant fusion des autorités d'agrément et de contrôle de la banque et de l'assurance », *RD bancaire et fin.* mai-juin 2010, Études 11, p. 11.

7. Bonneau (Th.), « Commentaire de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financier », *JCP E* 2010, 1957 ; Lasserre-Capdeville (J.), « Présentation générale de la loi de régulation bancaire et financière », *LPA*, 22 octobre 2010, n° 211, p. 3.

référentiels centraux met en œuvre, au sein de l'Union européenne, les engagements du G20 en vue d'assurer la transparence et la sécurité de la gestion des positions en produits dérivés négociés de gré à gré et de pallier les carences mises en lumière lors de la crise financière. Ce texte est entré en vigueur le 16 août 2012. Plus précisément, le règlement EMIR⁸ :

- pose le principe d'une obligation de compensation centrale pour l'ensemble des dérivés négociés de gré à gré considérés comme éligibles par l'ESMA (European Securities and Markets Authority) ;
- met en place un cadre juridique harmonisé au niveau européen destiné à assurer que les chambres de compensation centrale respectent des exigences fortes en termes de capitaux, d'organisation et de règles de conduite ;
- lorsqu'un contrat n'est pas compensé (car pas assez standardisé), il impose le recours à un ensemble de techniques d'atténuation des risques opérationnels et de contreparties. Il est estimé qu'un tiers des produits dérivés ne devraient pas être suffisamment standardisés pour pouvoir être compensés ;
- l'ensemble des transactions sur produits dérivés (y compris listés) devront être déclarées à des bases de données centrales (*trade repositories*).

La Directive AIFM entrée en vigueur le 22 juillet 2013 s'applique aux gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (FIA) qui gèrent, à travers un ou plusieurs FIA, un montant d'actifs sous gestion supérieur à :

- 100 millions d'euros s'ils ont recours à l'effet de levier ;
- 500 millions d'euros s'ils n'ont pas recours à l'effet de levier et n'autorisent pas de rachats pendant une période de cinq ans suivant l'investissement initial.

La directive soumet ces gestionnaires à une obligation d'agrément et à une supervision continue de la part des autorités compétentes. Elle leur impose un reporting régulier tant envers les régulateurs qu'au bénéfice de leurs investisseurs, notamment en matière d'effet de levier. Par ailleurs, le gestionnaire doit définir une limite contractuelle maximum d'usage du levier et se conformer à cette limite.

La directive AIFM impose des règles opérationnelles :

- des exigences en matière de fonds propres ;
- des règles organisationnelles en matière de gestion de la liquidité, des risques et des conflits d'intérêts ;
- un principe de valorisation juste et indépendante, soit par la société de gestion, soit par un valorisateur externe ;
- des règles en matière de délégation, avec le principe réaffirmé que la responsabilité du délégant n'est pas affectée par la délégation.

8. de Brouwer (F.), « EMIR : état des lieux de la mise en œuvre et défis majeurs à venir », *Bull. Joly Bourse* avril 2014, p. 237, n° 111h4.

Ces règles organisationnelles, bien que déjà existantes en France, apportent des précisions et des nouveautés (gestion du risque de liquidité, encadrement de la délégation, valorisation, etc.). En particulier, la gestion des risques devient une fonction consubstantielle de l'AIFM ; elle doit être mise en place de manière robuste. La valorisation, même si elle peut toujours être faite par l'AIFM en interne, doit être séparée fonctionnellement et hiérarchiquement de la fonction de gestion du portefeuille notamment. Le gestionnaire doit assurer qu'un dépositaire unique est nommé pour chaque FIA géré. La directive et ses mesures d'exécution détaillent considérablement les missions et la responsabilité du dépositaire. En outre, le dépositaire se voit imposer une nouvelle mission de surveillance des mouvements d'espèces. Pour les acteurs français, la directive AIFM n'est pas bouleversante en la matière puisque la France a toujours imposé un dépositaire avec une obligation de restitution très forte. En revanche, les produits qui entrent dans le champ d'AIFM doivent avoir un dépositaire avec une mission et une responsabilité très détaillée.

La Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID 2) – abrogeant la Directive 2004/39/EC – et le Règlement sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR) ont été publiés au *Journal officiel de l'Union européenne* du 16 juin 2014. Les États membres ont à présent un délai de deux ans pour transposer les nouvelles règles qui entreront en application à partir de janvier 2017. Le nouveau cadre a pour objectif de rendre les marchés financiers plus efficaces, plus souples et plus transparents.

Un nouveau Règlement (MIFIR) établit les exigences de transparence en matière de négociation, qui rend la négociation obligatoire des instruments dérivés sur des plateformes organisées et renforce les pouvoirs des régulateurs européens⁹.

Ce nouveau cadre réglementaire vise à corriger les défauts de la directive MIF de façon à rendre les marchés financiers plus efficaces, plus résilients et plus transparents, et à renforcer la protection des investisseurs.

Les principaux éléments de changement :

- **améliorer la structure des marchés.** Pour combattre le fait qu'une part croissante des échanges s'effectue « de gré à gré » sur des marchés non réglementés, une nouvelle catégorie de plateformes de négociation est introduite à côté des bourses traditionnelles et des systèmes multilatéraux de négociation (MTF) : les systèmes organisés de négociation (OTF). Ceux-ci devront respecter les mêmes règles de transparence et des règles visant à limiter les risques de conflits d'intérêts ;
- **renforcer la transparence des activités de négociation sur les marchés d'actions.** Toutes les plateformes de négociation doivent mettre en place

9. Boucheta (H.), « MIF II : premiers enseignements suite au vote du Parlement européen », *Bull. Joly Bourse*, 1^{er} juin 2014, n°6, p. 293.

des « règles de transparence et des procédures de négociation équitable et ordonnée » ainsi que des « critères objectifs pour l'exécution efficace des ordres ». Un nouveau régime de transparence sera également introduit pour les marchés d'obligations, de produits financiers structurés et de dérivés. D'autre part un label spécifique sera créé pour faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises aux marchés de capitaux ;

- **encadrer le trading à haute fréquence**. La directive ne prévoit pas son interdiction mais la mise en place de « garde-fous ». Pour éviter que cette activité puisse entraîner de nouvelles crises financières, il est notamment prévu que tous les opérateurs qui effectuent du trading à haute fréquence fassent l'objet d'une régulation appropriée et qu'ils fournissent un niveau de liquidité approprié ;
- **limiter les risques de spéculations déstabilisantes sur les marchés de matières premières** : la surveillance des marchés de dérivés sur matières premières sera renforcée. Les autorités de surveillance pourront interdire certains produits, services ou pratiques dès lors que ceux-ci portent atteinte à la protection des investisseurs, à la stabilité financière ou au bon fonctionnement des marchés (produits toxiques). Les autorités de régulation des marchés financiers auront également le pouvoir de suivre les évolutions sur les marchés de dérivés de matières premières et de fixer des limites de positions en cas de perturbations ;
- **renforcer la protection des investisseurs** : les obligations d'information par questionnaire préalablement à la fourniture de services aux clients ne seront pas modifiées. La Commission propose néanmoins d'encadrer strictement les commissions perçues par les gestionnaires et les conseillers. Afin de prévenir tout conflit d'intérêts, les conseillers indépendants et gestionnaires de portefeuilles n'auront pas le droit de recevoir des paiements (ou d'autres avantages économiques) de la part de tiers (c'est-à-dire par les vendeurs de produits), ni d'en fournir à des tiers.

La Directive sur le redressement et la résolution des établissements de crédit et entreprises d'investissement (BRRD) et la refonte de la Directive sur les systèmes de garantie des dépôts ont été publiées au *Journal officiel de l'Union européenne* en date du 12 juin 2014. La BRRD fournit un cadre complet pour la gestion des crises bancaires, tandis que la Directive sur les systèmes de garantie des dépôts renforce la protection des dépôts des citoyens en cas de faillites bancaires.

D'un point de vue international, créé en 1975 et hébergé par la Banque des règlements internationaux à Bâle, le **comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB)** est un groupe de travail composé de représentants (banques centrales, régulateurs, Trésors) de vingt-sept pays, dont l'objectif est de promouvoir et de renforcer les pratiques de surveillance du secteur bancaire au niveau international. Dans le cadre de cette mission générale, le comité de Bâle publie des recommandations internationales en matière d'exigences prudentielles, notamment de fonds propres : les premières furent publiées en 1988 (Bâle I), les deuxièmes en 2004 (Bâle II). Sous l'impulsion du G 20, le

comité de Bâle a publié en décembre 2010 de nouvelles recommandations prudentielles tirant les leçons de la crise financière (*Bâle III*). Ces recommandations comprennent essentiellement :

- un **relèvement du niveau et de la qualité des fonds propres** ;
- la création de nouveaux outils, en particulier **deux ratios de liquidité** pour limiter la dépendance des banques au refinancement de court terme, et un ratio de levier, pour limiter l'endettement excessif des banques, indépendamment du risque associé.

Les ratios de solvabilité se calculent en divisant les fonds propres d'un établissement par ses actifs pondérés par le risque : en d'autres termes, il faut disposer de fonds propres plus importants pour des actifs plus risqués. Si les modalités de calcul ne sont pas modifiées par Bâle III, les réformes à venir visent à la fois à **renforcer la qualité des fonds propres admis dans le calcul**, en les recentrant sur les seuls actifs à même d'éponger immédiatement les pertes (réserves et capitaux propres) et à ajouter aux ratios de base des « **coussins** » de capitaux supplémentaires, notamment un coussin de conservation de 2,5 % des actifs pondérés, et un coussin « **contracyclique** », pouvant aller jusqu'à 2,5 %, composés tous deux des capitaux de la meilleure qualité. S'agissant de la liquidité, les recommandations de Bâle III visent à établir deux nouveaux ratios : un **ratio de liquidité de court terme** (« *Liquidity Coverage Ratio* », LCR), afin de limiter la dépendance des banques au refinancement à court terme, et un **ratio de liquidité de long terme** (« *Net Stable Funding Ratio* », NSFR), afin de réduire la transformation bancaire de long terme.

Le droit financier est par ailleurs marqué par un aspect contraignant important qui est l'aspect répressif, en effet une large part des règles de droit financier sont sanctionnées au moyen de sanctions administratives infligées notamment par l'Autorité des marchés financiers (AMF), par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) par des sanctions pénales pour certains délits et sur le terrain civil par la nullité de certaines opérations.